

2018

Novembre

LES CAHIERS DU
CENTRE

Numéro 38

- Actualités -



Centre des

**Professions
Financières**

www.professionsfinancieres.com

CAHIERS DU CENTRE

Revue publiée par le Centre des Professions Financières

Centre des Professions Financières

6 avenue Mac Mahon - 75017 Paris

Tél : 01 44 94 02 55

www.professionsfinancieres.com

contact@professionsfinancieres.com

Présidents du comité de rédaction

Jean-Jacques PERQUEL

Jean-Pierre MAUREAU

Responsable de la publication

Emma LE GROS

e.legros@professionsfinancieres.com

* *

*

EDITORIAL

Ce numéro des Cahiers du Centre est au cœur de l'actualité.

Nous avons la chance d'y accueillir Monsieur **Jacques de LAROSIERE**, membre de l'Institut, ancien Gouverneur de la Banque de France et ancien Directeur du FMI, qui nous livre ses réflexions et analyses sur la réforme des retraites, sujet majeur de notre époque. Il en positionne admirablement la problématique et nous fait part, avec force et conviction, d'idées claires et constructives.

Monsieur **Gérard de LA MARTINIÈRE**, en sa qualité de Président de la Task Force « Investissement de Long Terme » nous fait partager en avant-première le résumé du rapport qui a été présenté au Parlement Européen la semaine dernière et auquel le CILT a participé. Ce texte est suivi ici d'un manifeste, préambule au rapport, rédigé par Monsieur **Jacques de LAROSIERE** dont l'appui fidèle est toujours précieux à nos travaux et réflexions.

En mai dernier, les débats sur les ICO et la Blockchain étaient à peine lancés que Monsieur **Gérard OPHELE**, Président de l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) avait bien voulu ouvrir un séminaire, organisé par le groupe « Croissance, Ruptures et Innovation » (CRI) du CILT, consacré à ce sujet. Cette réunion avait suscité un grand intérêt et nous nous réjouissons d'y donner une suite dans ce numéro grâce à l'article de Mesdames **Anne MARECHAL**, Directrice des affaires juridiques de l'AMF, et **Stéphanie CABOSSIORAS**, Conseillère auprès de la Directrice des affaires juridiques de l'AMF, qui nous livrent, en primeur, les importants travaux effectués depuis par leur Direction sur ce sujet complexe. La volonté des pouvoirs publics et de l'AMF de placer la France comme leader dans ce domaine sur la scène internationale y est réaffirmée avec force ; l'avance prise par notre pays pour donner un cadre novateur et abouti à ce marché émergent est particulièrement nette et mérite d'être soulignée.

Sur le même sujet des cryptoactifs, l'article de Madame **Muriel FAURE**, Directrice du Comité d'Innovation de l'AFG, met en évidence le rôle pédagogique nécessaire à la compréhension et à la bonne utilisation de ces nouvelles techniques. Elle illustre la mobilisation active des associations de Place pour cerner les différents aspects de ce nouveau marché.

Enfin, Monsieur **Bruno BEAUVOIS**, Délégué Général de la SFAF, nous autorise à reproduire ici une communication qu'il vient de publier dans la revue Analyse Financière. Il étudie les impacts de MIFID2 sur la population des analystes financiers « *sell-side* » et montre la fragilisation qui en découle pour la Place financière de Paris et plus particulièrement pour les petites et moyennes sociétés cotées ou non. Cet article est pour moi l'occasion de relever qu'il me semble aujourd'hui nécessaire de répondre en pratique à la question de l'identification et de l'officialisation de la liste des valeurs pouvant être admises en PEA/PME, dont les gérants d'actifs comme les investisseurs ont un réel besoin.

Bonne lecture.

Jean-Pierre Maureau
Co-Président des Cahiers du Centre

* * *

Si vous avez des questions, n'hésitez pas à consulter notre site Internet :
www.professionsfinancieres.com

Ou contactez-nous au Centre des Professions Financières :
Centre des Professions Financières
6 avenue Mac Mahon, 75017 Paris

Contact :
contact@professionsfinancieres.com
Téléphone : + 33 (0)1 44 94 02 55

* * *

Le problème des retraites en France : inextricable ou très simple.

Jacques de LAROSIERE

La question des retraites est intensément débattue en France. Elle est, au fond, assez simple. Mais on s'obstine souvent à la compliquer.

De quoi s'agit-il ?

– Répartition ou capitalisation ?

La retraite par répartition, comme la nôtre, s'est généralisée après la deuxième guerre mondiale pour remédier aux inconvénients des régimes de capitalisation, durement éprouvés par l'inflation.

Dans ce système, ce sont les actifs qui financent chaque année « au fil de l'eau »¹, par leurs cotisations, les retraites versées la même année à leurs aînés (les retraités avaient, eux-mêmes, avant leur départ à la retraite, contribué à financer les pensions des cohortes antérieures). On « répartit » donc les montants reçus chaque année des actifs pour les reverser aux retraités.

Il existe, par ailleurs, des systèmes dits « de capitalisation », dans lesquels les cotisations payées par les actifs tout au cours de leur vie professionnelle sont mises en réserve et servent à constituer un capital. Ce capital est destiné à assurer les vieux jours des retraités, qui bénéficient ainsi de leur épargne accumulée.

Etant donné les incertitudes qui pèsent sur les régimes de retraites (notamment du fait de l'évolution démographique et du déclin du nombre des actifs), il paraît sage d'encourager fiscalement la constitution d'instruments d'épargne-retraite destinés à compléter les régimes généraux et à aider les retraités à maintenir, après leur vie professionnelle, des conditions de vie acceptables.

Là me paraît être la vraie réforme pour notre pays : ouvrir davantage la porte à des formes additionnelles – libres, voire obligatoires - de retraites par capitalisation.

¹ *En anglais : « pay as you go ».*

² *La RAFP (Retraite Additionnelle de la Fonction Publique) créée en 2005 est un régime qui s'applique aux fonctionnaires de l'Etat, des collectivités locales et hospitalières ainsi qu'aux militaires. C'est un système obligatoire qui fonctionne par capitalisation et concerne le traitement, pour les retraites, des heures supplémentaires perçues par les intéressés.*

C'est que la retraite par capitalisation, malgré les déboires qu'elle a connus du fait de la grande inflation d'avant et d'après-guerre, comporte des vertus.

L'idée de faire contribuer les travailleurs, par une accumulation d'épargne, à la constitution d'une partie de leur retraite future présente, en effet, au moins trois avantages :

➤ Elle intègre le système des retraites dans le devenir économique et social d'une nation. C'est le propre du capitalisme que de permettre de monétiser les revenus futurs à partir d'un capital accumulé. De ce point de vue, la capitalisation offre une solution très pragmatique au problème de l'équilibre d'un système de retraites : tout système (quelles qu'en soient les modalités y compris la répartition) ne peut être, en fin de compte, que le reflet de la destinée économique d'une nation ;

➤ Elle contribue à développer l'épargne et, pour peu que celle-ci soit canalisée vers les emplois longs et productifs (c'est là la faiblesse de notre assurance-vie), cela ne peut que favoriser les investissements en capital-actions et donc la croissance potentielle de l'économie.

➤ Elle complète les systèmes par répartition au moment où ceux-ci sont affaiblis par l'évolution démographique.

Sans contester l'avantage-clé de la répartition, qui est de souder le sort des différentes générations en une solidarité commune, il est, néanmoins, important d'en souligner la faiblesse. Celle-ci tient au fait que son équilibre dépend du rapport entre le nombre de cotisants et celui des retraités.

Or ce rapport ne dépend pas des caractéristiques techniques des régimes. Il dépend de l'évolution démographique.

[– Un problème démographique mondial.](#)

C'est un problème commun à tous les pays « avancés » et en particulier aux pays européens.

1. *La pyramide des âges (structure de la population par âges) des pays développés change rapidement de forme.*

La répartition des différentes tranches d'âge de la population européenne pouvait encore, en 1950, être représentée par une « pyramide » avec une base large pour les classes jeunes et une montée graduelle vers la pointe pour les classes plus âgées. Aujourd'hui, il n'en est plus ainsi : la base s'est rétrécie avec un renflement de la tranche des 40 ans.

En 2050, ce ne sera plus du tout une pyramide, mais plutôt un tronc d'arbre vertical avec un

renflement vers 60 ans.

L'espérance de vie en Europe, qui était de 65 ans en 1950, est aujourd'hui de 75 ans et devrait dépasser 80 ans en 2050.

2. Les effets économiques de ce vieillissement sans précédent sont considérables, notamment sur le poids croissant des retraites

Alors que la croissance de la population active est en train de se stabiliser, la population âgée augmente fortement.

En Europe il y avait :

20 retraités pour 100 actifs en 1950, soit : 5 actifs pour 1 retraité

32 retraités pour 100 actifs en 2000, soit 3 actifs pour 1 retraité

56 retraités pour 100 actifs en 2015, soit 1,8 actifs pour 1 retraité et on prévoit :

74 retraités pour 100 actifs en 2050, soit 1,3 actifs pour 1 retraité

(ces chiffres sont voisins de ceux de la France)

Or si l'on voulait assurer aux retraités 50% de leur revenu brut d'activité dans un système de répartition, les cotisations pourraient être contenues à 12,5% des revenus s'il y avait 4 actifs pour 1 retraité.

Mais s'il n'y a plus que 2 actifs par retraité, voire moins, la cotisation de retraite devrait doubler et dépasser 25% à 30% du revenu, ce qui poserait un problème majeur. Or c'est cela qui est en train de se produire. La dégradation des systèmes de retraite est inévitable. C'est là - et pour demain - une source de tensions inter-générationnelles que nos sociétés ne sauraient esquiver.

Le sujet n'est pas qu'europpéen : il est mondial.

Ainsi, il est saisissant de constater qu'en 1986, 69% des retraités américains étaient capables de maintenir leur niveau de vie d'avant le départ en retraite. En 2013, ce pourcentage est tombé à 48%. En 2034 la prévision est de 32%.

On considère qu'aux Etats-Unis :

➤ Le déficit général des systèmes de retraites atteignait 4 trillions de dollars. La faiblesse des taux d'intérêt nés de la politique monétaire ultra-accommodante a contribué à déséquilibrer les bilans des fonds de pension entre les actifs financiers placés à des taux se

rapprochant de 0 et les engagements des fonds de pension.

➤ En 2050, 25 Millions d'Américains aborderont leur retraite dans un état de pauvreté, faute d'avoir constitué, par leur épargne, des compléments de pension (aujourd'hui, on estime qu'un tiers des futurs retraités n'a mis en place aucune solution individuelle additionnelle au régime général).

Le sujet est à traiter et non à différer. Le recul de l'âge de la retraite et la promotion de systèmes complémentaires d'épargne-retraite sont, évidemment, les pistes à suivre.

3. La solution pour la France : ne pas se tromper d'objectif.

Trois faits majeurs sont à rappeler :

- Nos retraites coûtent cher ;
- Mais elles ne satisfont pas les retraités qui ont, en général, une vision pessimiste de leur avenir ;
- L'espérance de vie à la naissance continue d'augmenter (en moyenne de 5 ans depuis 1990).

Or il s'agit essentiellement d'un problème démographique :

« Pas assez d'actifs pour payer les pensions de retraites, dans un système de répartition où ce sont les actifs qui financent aujourd'hui les retraites des seniors ».

En effet, avec la dégradation du rapport actifs/retraités (moins de deux actifs par retraité en France aujourd'hui contre trois en 2000), le système actuel n'est plus viable et la réforme est indispensable. Le vieillissement démographique et l'accroissement de l'espérance de vie ont profondément bouleversé les fondements mêmes de nos systèmes de retraites par répartition.

Mais les réformes indispensables pour adapter notre système à cette « nouvelle donne » ont été l'objet d'abord du déni public puis de mesures insuffisantes et, dans certains cas, mal orientées.

Le financement public de nos systèmes de retraites (publics et privés) est un des plus coûteux d'Europe (il absorbe 13,7% de notre PIB en 2014, contre 10,9% pour la moyenne de la zone euro).

Si l'on veut s'assigner un objectif modeste (ramener les dépenses-retraites à 12,2% du PIB, ce qui nous rapprocherait de la moyenne de la zone Euro), cela représenterait un effort de 1,5% du PIB sur cinq ans.

Pour le réaliser, il existe trois voies possibles :

➤ Augmenter les cotisations sur les actifs. Mais cette solution – à laquelle on a trop recouru - est à proscrire : elle ne peut que charger davantage les entreprises et les cotisants individuels, avec des conséquences dommageables sur la compétitivité et donc un accroissement du chômage³. Elle est aussi de nature aussi à exacerber les tensions intergénérationnelles - ce qui est contraire à l'esprit de la réforme - ;

³ *La part des employeurs dans le financement des cotisations sociales est la plus élevée de la zone Euro (11,5% du PIB contre 6,8% en Allemagne, 9,3% en Italie).*

➤ Faire baisser le taux de remplacement⁴ par des réductions de retraites programmées ou en laissant jouer sur le long terme la réforme de 1993 réalisée par le Gouvernement Balladur, qui a substitué les prix aux salaires comme élément d'indexation des retraites. Cette deuxième méthode - à elle seule - ne conduirait à l'équilibre des régimes de retraites qu'en 2050-2060⁵, dégageant au total une baisse de 20% du taux de remplacement. Mais il faut, évidemment, agir plus vite si l'on entend se rapprocher de la moyenne européenne sur 5 ans ;

➤ Si l'on veut éviter une chute trop prononcée, à terme, du taux de remplacement, ce qui est socialement souhaitable, il faudra donc impérativement allonger l'âge de départ en retraite. Jusqu'à présent les mesures prises en ce sens (âge minimal ou âge nécessaire pour bénéficier du taux plein) ont été relativement modestes (15 mois d'équivalent-allongement sur cinq ans). Si l'on retient l'économie ciblée de 1,5% du PIB évoquée ci-dessus, il faudrait programmer d'aller graduellement au moins jusqu'à 65 ans, voire au-delà, en s'inspirant de ce que font nos voisins, et ce qui serait en ligne avec l'allongement de l'espérance de vie en bonne santé des seniors aujourd'hui.

Il est à observer, en effet, que tous les pays européens - qui connaissent la même évolution démographique - ont porté l'âge légal de la retraite à 65 ou 67 ans. Nous sommes le seul pays à avoir maintenu l'âge de départ à 62 ans.

Augmenter de trois ans au moins la durée de la vie active apparaît donc comme la seule manière, sinon de résoudre complètement le problème, mais du moins d'en traiter l'essentiel. Il serait honnête de l'expliquer. La France souffre d'un effet de « tenaille démographique » dont elle ne peut sortir qu'en allongeant – du reste modérément – la durée du travail. C'est la condition nécessaire pour résoudre de manière « solidaire », entre générations, le problème français des retraites.

⁴ *Taux de remplacement : rapport entre pension et salaire net moyen de fin de carrière. Le taux de remplacement médian s'élève en France à 75% pour les personnes ayant effectué une carrière complète.*

⁵ *Selon le scénario central, trop optimiste, du Conseil d'Orientation des Retraites (COR).*

De ce point de vue, il ne faut pas se tromper de cible.

Il y a, sans doute, d'autres sujets de préoccupation : le nombre élevé (une quarantaine) de caisses de retraites, leur complexité, les inégalités qui en résultent.

Mais il faut comprendre que ces sujets sont d'un ordre second, pour ne pas dire secondaire.

Même si on parvenait à les résoudre en unifiant tous les régimes, ce qui prendrait, du reste, des années de négociations, on souffrirait encore de l'effet de « tenaille démographique ». L'équilibre financier d'un régime unifié par points nécessiterait, de toutes façons, l'allongement de la durée du travail (comme on le voit en Suède ou en Italie, pays ayant opté pour le système des points).

Il me semble donc que la priorité est de rétablir l'équilibre global du système, plutôt que de concentrer l'effort sur la recherche d'une solution unificatrice qui, par la force des choses, sera extrêmement complexe à réaliser. En effet, s'attaquer à 40 régimes spéciaux ne peut que susciter une diversité et une intensité de revendications et d'oppositions à la mesure de la complexité du système : pratiquement tout le monde sera mécontent.

Il paraît plus sage de traiter, en premier, le vrai sujet du déséquilibre, celui de l'âge de départ et, dans un deuxième temps, de s'attaquer, si on le souhaite – ce qui peut, du reste, se discuter - , à la diversité excessive de nos régimes spéciaux.

Mais croire que la seule vertu d'une méthode (l'attribution uniforme de points de retraite en fonction des cotisations payées) et d'une formule mathématique (le calcul périodique de la valeur des points - c'est-à-dire des pensions - en fonction des prévisions sur l'espérance de vie et sur l'évolution du PIB) puisse aboutir à l'équilibre du système par le miracle d'une sorte de « pilotage automatique » me paraît une illusion.

En effet, comment imaginer un instant que le jeu d'une formule mathématique puisse conduire, le cas échéant, la population à accepter une baisse générale des retraites sans décision politique compensatoire ?

Même la Suède – qui a mis plus de dix ans à passer au régime des points – a dû

« compenser » les baisses de pensions résultant du système en période défavorable tout en augmentant l'âge de départ à la retraite.

Donc, ne nous trompons pas de « lame de fond » : celle-ci est démographique et ne doit pas être masquée et différée par l'alibi d'une réforme unificatrice.

*

* *

Cet allongement de la vie active aurait non seulement le mérite d'améliorer sensiblement la situation financière des régimes de retraite (entraînant une baisse des dépenses de 0,15 points de PIB par an pour des départs à 63 ans et 0,55 points pour 65 ans), mais aussi des effets positifs sur l'activité économique et la croissance.

Parlons clair et cessons de considérer l'allongement de l'âge de la retraite avec un sentiment de culpabilité :

- ✓ Quand l'espérance de vie (de vie en bon état de santé) s'accroît considérablement, il est normal d'avoir à travailler un peu plus longtemps (c'est-à-dire de partager entre travail et retraite l'allongement de l'existence) ;
- ✓ Si l'on n'utilisait que le levier de la hausse des cotisations, cela conduirait à une augmentation massive de la charge des actifs et des entreprises qui serait socialement impossible à justifier du fait de la baisse du pouvoir d'achat qui en résulterait et économiquement désastreuse (9.5 points de cotisations supplémentaires !) ;
- ✓ N'utiliser que la baisse des pensions amènerait à réduire le taux de remplacement de 75-80% à 44%, ce qui est inacceptable ;
- ✓ Il faut donc centrer la réforme sur l'allongement de l'âge de départ à la retraite. Sinon l'équilibre du système serait durablement et irrémédiablement compromis.

*

* *

Ayons la lucidité de reconnaître que pendant plus de vingt ans la France a pratiqué une politique malthusienne en matière de retraites.

En abaissant l'âge de la retraite de 65 à 60 ans en 1982, nos dirigeants ont choisi par démagogie de laisser se détériorer l'équilibre à long terme du système. Depuis, les mesures correctrices ont été essentiellement centrées sur les hausses de cotisations, hausses économiquement et socialement régressives.

On a fait croire aux Français que le slogan : « Il vaut mieux payer un retraité qu'un chômeur » était justifié.

En fait, il n'existe pas un « stock » fini d'emplois, qui serait à partager entre jeunes et retraités. Rien ne le démontre. Tout dépend de l'offre de travail, et donc de la santé des entreprises, de l'état de l'économie, des qualifications professionnelles et de la flexibilité du marché de l'emploi.

Or, la réduction de la durée totale du travail, à laquelle la France a procédé, a été essentiellement financée par les entreprises. Ces hausses, en surchargeant les prélèvements obligatoires, ont dissuadé les entreprises d'embaucher.

Au total, les jeunes sont restés à la porte du marché du travail, tandis que les seniors profitaient, contre toute justification démographique, d'un allongement de leurs retraites.

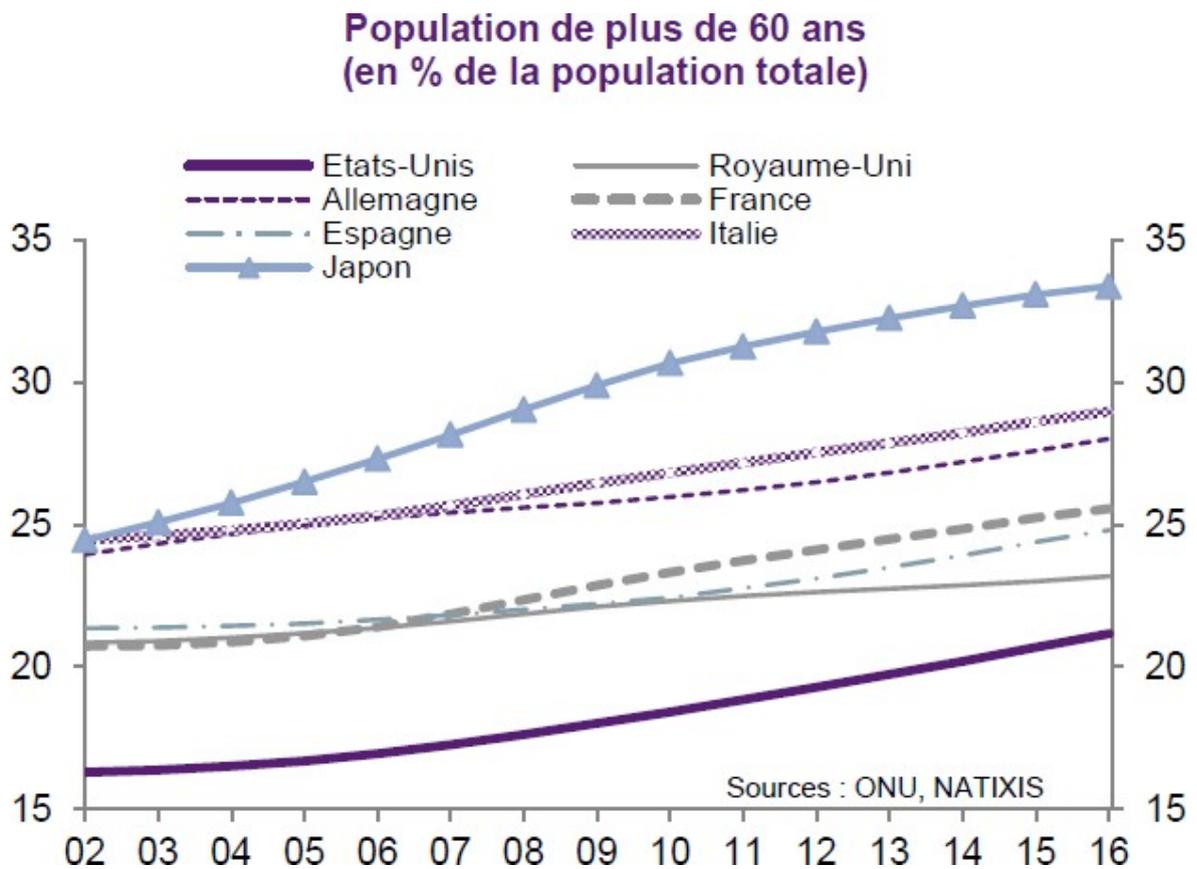
Les jeunes – les plus vulnérables – ont été les victimes de cette politique, soi-disant « sociale »

Graphique 1

La population mondiale vieillit très vite

(abscisse : années - ordonnée : tranches d'âge)

Source : Natixis Flash Economie 9 septembre 2016 – chiffres OCDE



*

*

**Voici la synthèse du rapport sur l'investissement de long terme
présenté le 7 novembre 2018 au Parlement européen à Bruxelles**

Gérard de La MARTINIÈRE, *Président de la Task Force*

Pourquoi un nouveau rapport sur l'investissement de long terme en 2018 ?

Il y a 7 ans déjà, à l'issue des Assises du financement de long terme, cette « task force » qui regroupe les acteurs de l'investissement de long terme en France, avait fait part de ses réflexions dans un premier rapport et ses conclusions d'alors sont toujours d'actualité : l'investissement de long terme (ILT) est crucial pour assurer une croissance dynamique, inclusive et soutenable en Europe et une politique européenne volontariste en la matière – dans tous les domaines – reste d'une impérieuse nécessité pour remédier à une faiblesse qui persiste.

Ce qui a changé depuis sept ans, c'est que le sujet de l'investissement de long terme fait désormais partie des priorités européennes. A la faveur du Livre vert sur le financement de long terme de l'économie, du lancement du projet de l'Union des Marchés de Capitaux et de l'adoption du Plan Juncker, il figure au cœur des politiques publiques et motive de multiples initiatives.

Mais, force est de constater que l'investissement européen reste en berne. Il ne s'est redressé que partiellement depuis la crise et reste en deçà des besoins considérables que notre société et notre économie doivent satisfaire (enjeux climatiques, basculement dans l'ère numérique, sujets démographiques et migratoires, mise à niveau de notre capacité de défense, développement d'une société de la connaissance, besoins massifs de maintien, renouvellement et extension des infrastructures...).

C'est ce paradoxe qui est le point de départ du présent rapport : alors que l'investissement de long terme est désormais un sujet reconnu comme stratégique par les décideurs politiques et économiques, alors même que de nombreuses mesures ont été prises au nom de l'investissement de long terme au cours des dernières années, le déficit d'ILT est persistant dans l'UE. Comment expliquer ce paradoxe et comment changer la donne ?

C'est à cette question que les membres de la "task force" ont entendu apporter une réponse à la veille d'un renouvellement des institutions européennes et alors que les citoyens vont être appelés à choisir l'Europe de demain.

Le présent rapport vise à :

- établir le constat d'un déficit d'investissement de long terme en Europe – sur la base de quelques données macroéconomiques simples,
- faire l'inventaire des mesures prises et les apprécier à l'aune de l'investissement de long terme,
- présenter une analyse de ce qu'est l'ILT et en tirer un essai de définition opérationnelle,

- formuler des recommandations – qui se veulent à la fois générales, sous forme de principes, et illustrées, par le biais d'exemples concrets appliqués aux réglementations existantes.

Mieux comprendre la spécificité de l'ILT et renouveler drastiquement son appréhension par la régulation publique : là est à notre avis l'urgence pour l'Union européenne.

Osez le Long Terme

Gérard de La MARTINIÈRE, *Président de la Task Force*

L'Union Européenne (UE) connaît une situation paradoxale : plus de 10 ans après l'éclatement de la crise financière, la croissance est finalement revenue – bon an mal an – mais l'investissement, et en particulier l'investissement de long terme, n'a pas retrouvé son niveau d'avant-crise. Pourtant, les défis auxquels est confrontée l'UE nécessitent un effort sans précédent d'investissement long. Et ce constat est d'autant plus alarmant que des forces structurelles défavorables à l'investissement de long terme vont sans doute continuer à s'exercer à l'avenir.

A la suite de la crise, la priorité des réformes a été de renforcer la solidité du système financier afin d'éviter l'apparition de nouvelles crises et de favoriser le retour de la confiance. Au niveau européen, cette priorité donnée à la stabilisation financière s'est accompagnée d'une volonté de favoriser le développement du financement par le marché pour pallier un financement intermédié perçu comme défaillant. Or, si la stabilité financière est une condition nécessaire à la reprise de l'investissement de long terme, ce n'est pas une condition suffisante de cette reprise – la faiblesse persistante de l'ILT en Europe en témoigne.

Il est rapidement apparu que les réformes adoptées au nom de la stabilité ont d'ailleurs eu tendance à favoriser les comportements court termistes et à pénaliser les investissements longs. Face à ce constat, des mesures d'amodiation ciblées ont été adoptées pour corriger ce qui était perçu comme des effets indésirables de ces réformes, mais ces « rustines » n'ont eu finalement qu'une portée limitée.

L'hypothèse que nous formulons est qu'en l'absence d'une approche spécifique, cohérente et complète, de l'investissement de long terme, les mesures prises n'ont été que parcellaires et limitées, parfois même inadaptées. C'est pourquoi, pour éviter de retomber dans les mêmes écueils au moment de formuler nos recommandations, nous proposons une définition simple, mais robuste et complète, de ce qu'un investissement de long terme est « par essence ».

« L'investissement de long terme est la stratégie de placement financier déployée par un opérateur, quel qu'il soit, disposant de ressources stables qui, à la fois, autorisent et nécessitent une allocation d'actifs susceptibles de produire un retour économique dans le temps ».

Sur la base de cette définition, il nous semble possible de créer un environnement réglementaire favorable en appliquant quelques principes simples :

Principe n 1 : replacer l'ILT au cœur des politiques publiques
Principe n 2 : permettre une mesure adéquate des risques et des rendements de long terme
Principe n 3 : favoriser une gestion actif-passif de long terme
Principe n 4 : favoriser un alignement d'intérêts des différents acteurs sur des objectifs de long terme

Avant-propos du Rapport

Jacques de LAROSIERE

Le rapport élaboré par la task force sur l'Investissement de Long Terme conduite par Gérard de La Martinière, nous décrit un paradoxe dramatique dont les gouvernants et les régulateurs peinent à prendre la mesure.

D'un côté il met en évidence des besoins de financement de long terme considérables (dans les infrastructures, la recherche-développement et la formation, face aux défis considérables que sont le numérique, la transition énergétique ou le déploiement de l'économie circulaire, ...), qui offrent pourrait-on penser, une foule d'opportunités attractives d'investissement pour les fonds de pension, les assureurs et les véhicules de placement européens... De l'autre côté le rapport nous présente des statistiques qui révèlent un sous-investissement chronique.

D'après les chiffres publiés par la Banque Européenne d'Investissement (BEI), l'investissement dans les infrastructures reste en retrait de 20 % par rapport au niveau d'avant la crise. L'effort sur les infrastructures sociales (éducation, santé, logements sociaux) qui est estimé à environ 170 milliards d'euros par an a sensiblement diminué et s'avère très inférieur aux besoins, constate le groupe de haut niveau présidé par Romano Prodi et Christian Sautter. La recherche et le développement entrepris par les entreprises en Europe sont également structurellement faibles, et la BEI constate qu'en nombre de brevets déposés, les pays européens sont derrière la Corée du Sud, le Japon et les Etats-Unis. En définitive, dans le contexte de la révolution numérique, l'UE souffre d'un déficit dans les actifs immatériels comparativement aux autres économies mondiales (Thum-Thyssen et al, 2017) alors même que ces actifs sont cruciaux pour la productivité et la croissance.

Pourtant, les difficultés qu'éprouvent les mécanismes de financement à faire face aux besoins de l'économie n'ont pas échappé aux décideurs publics. Mais ces derniers peinent à élaborer des réponses adéquates.

Préoccupés par la dépendance au crédit bancaire, les décideurs publics en Europe donnent la priorité au développement des mécanismes de financement de marché. Le projet dénommé « Union des marchés des capitaux » (UMC) a pris pour objectif de mieux relier l'épargne à l'investissement dans l'ensemble de l'Union et de stimuler la croissance en fournissant en particulier aux PME et aux projets d'infrastructure, des sources additionnelles de financement. Le plan d'action européen de septembre 2015 prévoyait un éventail de 33 actions complété en 2016, par des actions portant sur les fintechs, la finance durable et l'épargne-retraite individuelle (PEPP). Toutefois, à ce jour seul un nombre limité d'entre elles ont été adoptées.

En outre, l'architecture de Solvabilité II, même récemment assouplie pour favoriser les titrisations Simples, Transparentes et Standardisées (STS), a conduit les compagnies d'assurance européennes à se retirer du marché de la titrisation. Dans ces conditions, seuls quelques grands acteurs bien outillés ont pu lui substituer l'achat en direct, de portefeuilles de prêts bancaires, bien que sous cette forme ces actifs présentent un fort risque opérationnel, que ces portefeuilles ne soient pas négociables et qu'ils ne bénéficient d'aucune des protections offertes par la titrisation.

De même, il convient de relever le retrait massif et généralisé des assureurs de l'investissement en actions. Leurs portefeuilles d'actions représentaient en Europe plus de 20% de leurs actifs. Désormais leur part tend vers 10% soit une réduction de l'ordre de 50% en un peu plus de 10 ans.

La « Capital Market Union » ne semble donc pas devoir conduire à des avancées significatives en faveur de l'investissement de long terme et la finance de marché en Europe se montre toujours incapable d'assurer le volume nécessaire de financements de long terme.

Et en attendant, les mécanismes traditionnels de financement sont clairement entravés par la réglementation. L'étude 2017 des « structures financières » produite par la Banque Centrale Européenne relève que le poids des actifs du secteur bancaire de la zone euro, est passé de près de 400% du Produit intérieur brut en 2008 à un peu plus de 250% en 2016... ce qui représente une réduction de l'ordre de 30%. Ce « deleveraging » a été le résultat – en partie souhaitable – de la réglementation.

En définitive, force est de constater qu'en dépit d'efforts extraordinaires consentis pour relancer l'activité économique paralysée à l'issue de la crise financière, des efforts qui se matérialisent en particulier par la mise en œuvre de politiques monétaires très accommodantes qui ont injecté des niveaux jamais atteints de liquidité et abaissé fortement le coût du crédit pour susciter l'investissement, la reprise, en particulier en Europe, reste modérée, et elle ne s'accompagne que de peu d'investissements. En Europe, contrairement à l'ensemble des pays de l'OCDE, l'investissement n'a pas encore retrouvé son niveau d'avant-crise.

L'examen de ce paradoxe et le constat d'une efficacité réduite des politiques réglementaires engagées, devraient conduire à prendre conscience de l'existence d'une contradiction entre les politiques économiques et monétaires et les politiques d'investissement, de financement et de maîtrise du risque financier.

Il convient tout d'abord de souligner que les politiques économiques et monétaires actuelles sont encore plus accommodantes que celles qui ont précédé la crise du subprime et qui ont fait émerger les risques sur lesquels l'industrie financière, incontestablement moins robuste qu'aujourd'hui, s'est fracassée. C'est donc sans surprise que l'industrie financière doit à nouveau faire face à des dangers similaires : attrait pour des risques insuffisamment rémunérés, augmentation de l'endettement public et privé, bulles d'actifs, affaiblissement des marges d'intermédiation du fait de taux durablement bas, risques liés aux sorties des politiques monétaires accommodantes...

C'est pour cela qu'en dépit du renforcement sans précédent des contraintes prudentielles des institutions financières, la confiance des investisseurs et des superviseurs continue à faire défaut. L'ajout permanent par ces derniers d'outils réglementaires supplémentaires – capacités d'absorption de pertes, stress testing, plans de continuité, ...- montre que l'économie est toujours risquée, et non pas que les institutions financières sont plus fragiles.

Or la croissance continue de ces risques, combinée avec le resserrement des contraintes prudentielles, ne permettent pas au secteur financier d'atteindre des performances et une résilience analogues à ceux des autres secteurs de l'économie (profitabilité, price earning

ratios trop faibles, NPL, ...) ce qui les entrave quand il s'agit de lever du capital et réduit mécaniquement leur rôle dans le financement de l'économie.

Nous sommes les témoins de l'accélération d'un cercle vicieux par lequel la création de liquidités ne bénéficie que peu à l'investissement de long terme et peine à susciter une croissance durable. Elle accentue au contraire les risques et donc l'incertitude, ce qui conduit à raidir toujours d'avantage les contraintes imposées aux financeurs de long terme, banques assureurs, réduisant encore l'investissement long...

Pour sortir du cercle vicieux, plutôt que de « jeter de l'argent sur les problèmes », la première priorité devrait-être de réformer de manière structurelle nos économies. Il s'agit en particulier de réduire les déficits budgétaires, les niveaux d'endettement excessifs, les déséquilibres des balances des paiements qui sont les premières menaces que perçoivent les investisseurs de long terme.

Les politiques publiques doivent en même temps améliorer le potentiel de croissance des économies européennes car un meilleur potentiel de croissance est requis pour absorber l'endettement existant et répondre aux défis de la compétition internationale. Il s'agit notamment en Europe d'alléger les coûts de production et de stimuler l'innovation, ... tout en développant des programmes volontaristes d'éducation et de formation, destinés à réduire les inégalités qui sont trop souvent perçues comme une fatalité accompagnant la modernisation de nos économies.

Enfin, il est nécessaire d'explicitier et de renforcer les politiques économiques de manière à réduire plus systématiquement les incertitudes de long terme. Ce serait une erreur d'attendre des seules forces de marché qu'elles conduisent des évolutions profondes - transition énergétique, économie circulaire... - qui requièrent un effort public long et continu. Les incertitudes liées à ces évolutions ne peuvent être atténuées que par le pouvoir politique.

Beaucoup d'évolutions longues produisent des externalités positives qui ne sont pas nécessairement « monétisées » et leur bénéfice n'est pas aisément accessible par ceux dont on attend qu'ils les financent. Seule la puissance publique, par le jeu de politiques lisibles, cohérentes et stables d'incitations, d'information structurées ou de politiques fiscales tour à tour redistributives, incitatives ou dissuasives, est en mesure de créer les conditions favorables requises par ces évolutions longues.

Par exemple, seule la fourniture systématique d'informations sur les impacts climatiques liés aux investissements ou la gestion exigeante du prix du carbone par les autorités publiques, permettent de faire face à un aléa moral considérable, par lequel les investisseurs, les entrepreneurs et les promoteurs de projets en viennent à maintenir ou à accroître leur contribution aux menaces environnementales, dans la mesure où le coût de ces menaces est supporté par d'autres ou par la société dans son ensemble, et que ces risques ne se matérialisent qu'à plus longue échéance.

La relance de l'investissement de long terme demande également de lever nombre d'entraves imposées aux investisseurs, notamment celles qui résulteront des approches prudentielles et comptables de court terme, inspirées par les pratiques d'analyse de risque des opérateurs de marché.

Les risques des institutions financières ne sont en général pas des risques de marché, même lorsque leurs actifs sont acquis ou cédés sur des marchés organisés. Qui plus est, les normes prudentielles et comptables doivent reconnaître que le long terme n'est pas plus risqué mais plutôt qu'il présente un profil de risque différent !

L'information financière sur les valeurs au bilan (actif et passif) comptabilisées en valeur de marché (« mark to market ») c'est-à-dire en fonction de l'évolution quotidienne des prix sur les marchés au cœur des normes internationales forgées par l'IASB, impriment une volatilité injustifiée à la part stable des bilans des institutions financières. De tels standards doivent donc laisser la place au bon sens et à la tradition qui conduisaient à enregistrer comptablement les crédits à la valeur contractuelle historique et provisionnés lorsqu'on anticipe un défaut de paiement.

Il serait naturel aussi, de permettre une bonne adéquation entre les actifs et les passifs aux bilans des organismes d'assurance et de retraite. Leurs actifs sont destinés à honorer des droits à pension dans 20 à 30 ans. Or à les considérer – du fait de leur évaluation en valeur de marché - isolément du passif, et cela dans un horizon très court, les normes comptables et prudentielles conduisent inévitablement à traiter l'actif comme une entité particulière dans un souci de stabilité « en soi ». Et si tel ou tel élément de l'actif apparaît « risqué » (au sens de la volatilité qui pourrait se produire en cas de liquidation immédiate de l'organisme d'assurance), il faudra alors en décourager la détention en imposant des contraintes de capitaux propres suffisamment élevées.

Dans ce contexte il convient notamment de questionner le choix dans Solvency 2, de « l'horizon » d'un an qui amène à majorer la calibration des risques – et des fonds propres réglementés – alors que les sociétés d'assurance sont des organismes de très long terme pour lesquels les variations quotidiennes des marchés n'ont qu'une portée limitée. En effet l'obligation de tester sur un an les risques de « valeur de marché » de l'actif du bilan en fonction des scénarios défavorables auxquels ne sont exposés que les acteurs opérant sur les marchés financiers, amène à désinciter les compagnies d'assurance à détenir des actions et des actifs longs. Pourtant ces actifs sont fondamentalement adaptés à la nature des engagements à long terme pris par ces institutions et constituent une contribution indispensable à la croissance durable de nos économies.

Le rapport de la task force « Investissement de Long Terme » apporte une contribution essentielle en rappelant l'urgence de refocaliser notre système financier sur les défis économiques de long terme et en soulignant que cela n'est possible que dès lors que l'information financière et l'analyse des risques prennent en compte la spécificité des risques liés à leur modèles économiques et à ces investissements longs. Des risques qui sont différents des risques de marché de court terme, et pour lesquels l'accroissement continu des coussins réglementaires de capital et de liquidité, n'est pas la réponse adaptée.

Vers un encadrement de l'investissement en cryptoactifs

Anne MARECHAL, Directrice des affaires juridiques et **Stéphanie Cabossioras**, conseillère auprès de la directrice des affaires juridiques de l'Autorité des Marchés Financiers

Stéphanie CABOSSIORAS, Conseillère auprès de la Directrice des affaires juridiques de l'AMF

Dix ans après la naissance du bitcoin, force est de constater qu'en une décennie les cryptoactifs ont connu un essor significatif dans la lignée de cette première innovation. Quelques chiffres permettent de constater l'impact que cet essor a eu sur l'Autorité des marchés financiers (AMF). Depuis deux ans, l'AMF a été sollicitée par près d'une centaine de porteurs de projets souhaitant réaliser une ICO (« Initial Coin Offering »). De 2014 à juin 2018, 16 ICO ont été effectivement réalisées en France, pour un montant moyen de 8,1 million de dollars. Depuis le printemps 2018, l'AMF reçoit entre 150 et 300 demandes d'informations ou plaintes par mois de la part d'investisseurs qui ont été sollicités pour investir dans des cryptoactifs.

Ces chiffres témoignent d'un essor significatif des cryptoactifs. Ceux-ci sont constitués de jetons (en anglais, tokens) échangeables entre particuliers sur le réseau Internet et généralement adossés à la technologie blockchain. Cette technologie permet le stockage et la transmission d'informations de manière transparente, sécurisée grâce à des outils cryptographiques et fonctionnant sans organe central de contrôle.

Les cryptoactifs ou actifs numériques regroupent de manière schématique les cryptomonnaies (comme le bitcoin) et les autres jetons émis via des ICO pour financer des projets. Ces jetons, attribués aux investisseurs en contrepartie de leur apport, donnent généralement un droit d'accès au bien ou au service produit dans le cadre du projet financé, ou des droits à rabais. Parfois, ils confèrent des droits financiers, voire des droits de vote, sans qu'ils soient assimilables à des actions ou à des instruments financiers. Ils confèrent en effet souvent des droits combinés de différentes natures juridiques.

Il est fondamental de distinguer des réalités très différentes en matière de cryptoactifs. Il existe une spéculation pure sur l'achat et la vente de crypto-actifs, comme le bitcoin par exemple, pour laquelle on (l'AMF ?) ne peut que faire des mises en garde auprès des investisseurs en rappelant que les risques de perte sont très importants. Les ICO en revanche sont des modes de financement de l'économie : ce sont des opérations de levées de fonds, en crypto-actifs (pour l'essentiel) qui ont pour but de financer des projets, qu'ils soient industriels ou tournés vers le développement d'une technologie comme la blockchain, susceptibles de créer de l'activité et des emplois. Quant à la blockchain sur laquelle s'appuient ces cryptoactifs, c'est une technologie très prometteuse en particulier dans le domaine de la finance, mais pas seulement.

Il convient 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 s'affranchissant de toute contrainte étatique, tout cela relayé par l'attrait d'une

possible spectaculaire plus-value.

Mais ce phénomène traduit également des réactions beaucoup plus légitimes. Par exemple, la volonté d'abaisser les coûts de certaines opérations financières (transferts, offres au public...) et d'accélérer les temps d'exécution de ces opérations. Ou encore, la possibilité de toucher une cible mondiale, de financer des projets à un stade très précoce de leur mise en œuvre et de faire financer ce projet par les potentiels utilisateurs du service. Le recours à la blockchain vise également à renforcer la sécurité des transactions en associant un historique très sécurisé, parce qu'inhérent à la technique du registre distribué, et une cryptologie avancée. Les cryptoactifs sont enfin l'opportunité de créer des environnements de service à vocation globale de type Amazon (c'est le cas de la blockchain Ethereum par exemple qui abrite l'essentiel des ICO).

Quelles que soient les raisons qui expliquent l'essor des cryptoactifs, un écosystème s'est de fait développé à Paris autour d'ingénieurs informaticiens, d'entrepreneurs du secteur des « fintech » et de cabinets d'avocats qui se spécialisent dans ce domaine porteur de nombreuses questions juridiques nouvelles. Par ailleurs, 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.

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. Avant de présenter le nouveau cadre juridique de l'investissement en cryptoactifs (3), il y a matière à revenir sur les raisons profondes de la nécessité d'un encadrement réglementaire (1) et sur les insuffisances du cadre juridique actuel (2).

¹ *Rapport de Jean-Pierre Landau sur les crypto-monnaies du 4 juillet 2018*

² *CFD pour « contract for difference »*

³ *Produits structurés permettant de répliquer l'évolution du cours d'une valeur sous-jacente*

Un cadre réglementaire adapté pour protéger les investisseurs sans brider l'innovation.

La protection des investisseurs

Le développement des cryptoactifs ne pouvait laisser les pouvoirs publics indifférents. L'AMF a été interpellée très tôt via de multiples canaux car dès lors que le grand public a été sollicité, la question de la protection de l'épargne s'est posée dans un monde où les risques de perte et de fraude étaient majeurs. Avant que la blockchain et les ICO ne connaissent l'engouement qu'on leur connaît aujourd'hui, seules des personnes averties s'y aventuraient. Il s'agissait d'un cercle relativement restreint de personnes qui se connaissaient. Elles savaient quel projet était fiable en fonction de la réputation de son promoteur au sein de cette communauté. Depuis un an et demi, le grand public, tous âges confondus, s'y intéresse. C'est pour cette raison que l'AMF s'est mobilisée. Beaucoup de ces offres sont de pures fraudes et beaucoup de projets ne sont pas solides sur le plan technologique. Le risque est donc grand pour les investisseurs non avertis de perdre leur mise. Les fraudes le plus souvent signalées à l'AMF sont réalisées selon un mode opératoire qui se rapproche de ceux identifiés en matière de produits financiers complexes (options binaires et CFD sur le marché des changes Forex) ou de diamants d'investissement. Le grand public est démarché de façon agressive, à l'aide de slogans publicitaires très aguicheurs, pour investir dans ces produits. Il s'agit de véritables escroqueries puisque les plateformes de négociation sont totalement fictives. La fraude traditionnelle a dans ce cas simplement changé de support pour se déplacer vers les cryptoactifs .

L'AMF a cependant également été sollicitée par des acteurs sérieux comme des sociétés de gestion souhaitant proposer des fonds investis en cryptoactifs, par des entrepreneurs souhaitant lever des fonds via l'émission de jetons demandant comment réaliser leur ICO en respectant la réglementation ou par des personnes désireuses de créer des plateformes de négociation. Tous ces acteurs souhaitaient connaître les règles applicables à ces activités nouvelles et il convenait de leur apporter des réponses claires. Même en l'absence de fraude, les levées de fonds qui sont faites dans le cadre des ICO sont généralement très risquées, de même que l'investissement qui pourrait être fait par des fonds exclusivement en cryptoactifs. Les investisseurs sont susceptibles de tout perdre. C'est pour ces raisons qu'un encadrement réglementaire des cryptoactifs est nécessaire pour prévenir les escroqueries mais aussi pour apporter certains garde-fous dans cet univers aujourd'hui non régulé.

L'attractivité économique

L'essor des cryptoactifs est probablement irrépessible. D'abord parce qu'ils constituent une réponse efficace à des questionnements légitimes (coûts des opérations financières, financement précoce de projets, sécurité des transactions). Ensuite, parce que la porosité avec la finance traditionnelle est forte. La technologie blockchain et la cryptologie avancée sont en effet des outils dans lesquels investissent les intermédiaires financiers traditionnels et les infrastructures de marché pour améliorer leurs services et réduire les coûts. Par ailleurs, les cryptoactifs suscitent l'émergence de nouvelles activités d'ingénierie financière. Le développement de marchés dérivés organisés, la cotation de certificats trackers de la valeur de certains crypto-actifs, l'intégration de ces instruments dans les supports traditionnels de la

gestion collective banalisent ces produits et leur permet de s'intégrer dans la gestion traditionnelle. On peut penser que cet essor peut désormais s'accélérer à tout moment, par exemple si un géant du web décidait de diffuser des tokens propriétaires comme instrument de règlement alternatif dans son réseau.

L'utilisation de la blockchain et le développement des cryptoactifs ne paraissent pas devoir se limiter à un effet de mode. Cette technologie pourrait connaître des développements majeurs à l'avenir. Or, la France comme l'Europe ont manqué le virage de l'Internet. Dans les cinquante plus gros fournisseurs d'accès internet, pas un seul n'est français ni même européen. Dès lors, un encadrement adapté mais non dissuasif pourrait permettre d'attirer dans le pays à la fois les projets sérieux et l'innovation. C'est en tout cas le pari qu'il convient de faire.

A cet égard, favoriser les opérations d'ICO de qualité, c'est favoriser l'investissement, le financement des entreprises et de l'innovation. Favoriser la création de plateformes de cryptoactifs en France c'est attirer un écosystème innovant sur notre territoire.

La France est dans une situation différente d'autres grands pays, comme les Etats-Unis par exemple. Les problématiques de l'innovation ne s'y posent pas avec la même acuité car la plupart des initiatives se développent aux Etats-Unis ou en Asie aujourd'hui. Les plus grandes ICO, en nombre et en montant, y sont réalisées et c'est en Asie que la plupart des plateformes de négociation se sont créées. Le cadre réglementaire en France devrait donc idéalement permettre d'attirer les meilleurs projets qui cherchent du financement dans un monde sans frontière. Le fait d'être le premier grand pays développé à élaborer un cadre juridique complet pour les cryptoactifs est susceptible de conférer un avantage compétitif significatif à la France pour attirer les projets sérieux.

Les insuffisances du cadre réglementaire actuel

L'analyse juridique conduite par l'AMF a consisté dans un premier temps à vérifier si les jetons remis dans le cadre des ICO pouvaient tomber sous le coup d'une des réglementations existantes. Au moins trois d'entre elles sont susceptibles de s'appliquer.

La réglementation applicable aux instruments financiers

Aujourd'hui, les levées de fonds ou les augmentations de capital en France nécessitent de faire viser par l'AMF un prospectus, c'est-à-dire un document d'information. Or, cette réglementation, aujourd'hui européenne, ne s'applique qu'aux instruments financiers. La question est donc de savoir si les jetons remis aux investisseurs en contrepartie du financement dans une ICO constituent des instruments financiers. Bien entendu, dans les cas où un jeton offrirait des droits conduisant à l'assimiler à l'une des catégories constitutives des titres financiers, il serait soumis à la réglementation existante associée.

Les jetons émis dans le cadre d'une ICO sont de nature très particulière : ils confèrent des droits spécifiques, souvent de nature mixte, qui la plupart du temps, s'éloignent non seulement des critères d'application des réglementations existantes mais aussi sortent de la logique dans laquelle les textes actuels ont été conçus. 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), 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.

Sur la centaine de projets qui lui ont été présentés par des acteurs désireux de connaître la réglementation applicable, après une analyse minutieuse des caractéristiques particulières de ces projets, l'AMF n'a identifié que très peu de projets susceptibles d'être soumis à la réglementation Prospectus applicable aux instruments financiers. Cela 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.

Il s'avère par ailleurs que la réglementation « Prospectus » n'est pas adaptée à ces opérations même si elle devait être aménagée, et ce pour plusieurs raisons : elle a été conçue pour des sociétés cotées présentant en elles-mêmes des garanties de solidité, elle implique une instruction longue et complexe, les avantages que confère le passeport européen lié à cette réglementation est inutile pour les ICO sans frontières et, de surcroît, les garanties offertes par ces textes ne sont ni adaptées ni suffisantes au regard des risques spécifiques que présentent ces opérations. Le risque qu'encourent les investisseurs est notamment de voir les fonds investis disparaître dès la levée de fonds achevée. Les problématiques des sociétés cotées et des projets d'ICO ne sont pas les mêmes.

L'intermédiation en biens divers

Cette réglementation nationale s'applique par exemple à la vente de vins ou de bois rares. La commercialisation de ces produits d'investissement suppose une autorisation de la part de l'AMF après instruction d'un dossier. Sans cette autorisation, il n'est pas possible, en France, de commercialiser de façon licite ces biens divers. Il s'agit donc de vérifier si les jetons remis aux investisseurs sont des biens divers au sens de cette réglementation, ce qui imposerait aux porteurs de projet de demander un enregistrement à l'AMF.

L'institution est fréquemment confrontée à des situations proches de l'intermédiation en biens divers car le champ d'application de cette réglementation est large. Néanmoins, une des conditions requises, la promesse de rendement, est rarement présente dans les projets d'ICO. La plupart du temps, les porteurs de projets s'abstiennent de promettre un quelconque succès. De même, on trouve rarement dans les ICO de facultés d'échange ou de rachat. Très peu de projets relèvent donc de cette réglementation.

Il est intéressant de noter qu'un certain nombre de plateformes de vente de cryptoactifs ont néanmoins d'ores et déjà été analysées comme relevant de l'intermédiation en biens divers ce qui permettra à l'AMF de demander en justice le blocage de l'accès aux sites internet illicites

(car n'ayant pas obtenu l'enregistrement prévu par la loi) dès l'adoption de la loi Pacte qui prévoit l'élargissement des possibilités de blocage, texte qui a été très efficacement utilisé en matière de CFD , forex et options binaires.

Le crowdfunding

Une autre réglementation aurait pu être envisagée : le crowdfunding ou le don avec contrepartie ; mais les critères d'application de ces réglementations très spécifiques rendent a priori l'application de ces textes aux ICO très peu probable.

Nous sommes parvenus à la conclusion, au regard des projets qui nous ont été présentés, que les ICO n'entrent presque jamais dans les différents cadres prévus par la réglementation actuelle, ce qui n'est finalement guère surprenant car le cadre réglementaire actuel n'a pas été pensé pour ces nouvelles technologies. Le risque étant toutefois présent, nous avertissons les porteurs de projets sur la menace de sanction en cas de non-respect de la réglementation actuelle si elle s'avère applicable.

Les grandes lignes d'un cadre juridique ad hoc pour les cryptoactifs

Compte tenu des insuffisances des réglementations actuelles, l'AMF a promu l'élaboration d'une solution ad hoc, nouvelle, adaptée au phénomène émergent des cryptoactifs. Au regard des projets portés à leur connaissance, il a été imaginé un cadre permettant d'obtenir des garanties sur les points essentiels, mais dans un ensemble de règles souples et peu nombreuses afin que la procédure soit rapide. Cette réflexion a abouti à proposer un dispositif de visa optionnel qui a été repris dans le projet de loi PACTE actuellement en cours de discussion au Parlement .

La proposition d'encadrement des ICO a fait l'objet au préalable d'une large consultation publique de l'AMF qui a reçu plus de 80 réponses où se sont exprimés professeurs de droit, associations professionnelles, banques et porteurs de projets.

Visa optionnel de l'AMF sur les ICO

La réglementation actuelle est conçue pour les offres d'investissement faites en France, dans une logique territoriale. C'est aussi ce qui détermine la compétence de l'AMF. Comment transposer cela en matière d'ICO ? Les ICO sont proposées sur Internet aux investisseurs du monde entier et ne pouvant être rattachées à un pays, elles ne connaissent pas de frontières. En outre un dispositif d'encadrement obligatoire aurait impliqué, pour être crédible, de pouvoir sanctionner les réfractaires. Or, il aurait été impossible de déterminer si l'ICO avait été faite à destination des investisseurs français ou « en France », et a fortiori, de faire condamner puis d'appliquer des sanctions aux contrevenants faute de pouvoir les poursuivre à l'étranger, voire tout simplement de les identifier. Un encadrement obligatoire a donc vite paru à la fois inadapté et contre-productif car il aurait aussi eu pour conséquence de faire fuir les projets innovants susceptibles de créer à terme de l'activité en France puisque la France aurait été un des très rares pays à mettre en place une réglementation obligatoire. L'idée d'un visa octroyé sur une base volontaire s'est donc imposée comme le compromis idéal permettant à la fois de poser des règles protectrices pour les investisseurs qui seraient naturellement incités à investir dans ces projets donnant certaines garanties plutôt que sur des projets ne les donnant

pas. Dans le même temps, les porteurs de projets sérieux sont en mesure, grâce au visa du régulateur, de disposer d'un avantage compétitif majeur par rapport aux projets ne l'ayant pas obtenu et peuvent ainsi se dissocier des fraudeurs, préoccupation qui devient de plus en plus importante au fil du temps. Les porteurs de projets se sont donc montrés très favorables à ce visa pouvant être perçu comme une sorte de label donnant des garanties de sérieux qu'ils peuvent faire valoir sur le plan national comme international.

Les projets portés par des étrangers pourront, au même titre que ceux portés par des Français, obtenir ce visa de l'AMF à condition de faire valoir un lien de rattachement avec la France (l'existence d'un établissement ou une immatriculation en France). Cette réglementation créera un appel aux projets sérieux dans le monde. L'écho international de ce visa en préparation se diffuse déjà. L'AMF est consultée par des porteurs de projets étrangers ayant ouvert des ICO et souhaitant attirer de nouveaux investisseurs. Ce visa AMF prendra d'autant plus de valeur que la concurrence entre les différents projets devient de plus en plus forte.

Le projet de loi PACTE prévoit que les porteurs de projet sollicitant le visa de l'AMF devront apporter trois garanties fondamentales : un document d'information décrivant de façon exhaustive le projet et les modalités de l'ICO, la mise en place d'un dispositif de sécurisation des fonds levés et la vérification de l'origine des fonds.

La première garantie consiste à assurer l'information des investisseurs. Le document d'information devra donner des informations sur l'initiateur du projet et comprendre une description du projet, de ses différentes étapes, des droits attachés aux jetons (droits financiers, droit d'usages, etc) et les modalités de leur valorisation, les conséquences en cas de levée de fonds insuffisante (l'éventuel remboursement et ses modalités), les conséquences en cas de collecte supérieure au montant attendu ainsi que l'éventuelle cotation des jetons sur un marché secondaire après l'ICO. L'information se devra d'être la plus complète et compréhensible possible pour les investisseurs et la constitution d'une société sera obligatoire.

La deuxième garantie consiste en la mise en place d'un système de séquestre afin d'éviter la disparition pure et simple des fonds levés ou leur absence d'affectation au projet présenté aux investisseurs. Il devrait s'agir d'un dispositif de sauvegarde des cryptoactifs, intégré à la blockchain. Cette garantie est donc fondamentale pour protéger les investisseurs des opérations frauduleuses.

La troisième garantie consiste à s'assurer que l'ICO ne servira pas à des opérations de blanchiment. Les porteurs de projets devront mettre en place un dispositif leur permettant de contrôler l'origine des fonds, semblable aux mesures KYC (Know Your Customer) imposées aux établissements bancaires et financiers.

À l'instar de la procédure suivie pour une introduction en bourse, le visa de l'AMF ne saurait garantir le succès du projet. L'octroi du visa signifiera que l'AMF s'est assuré que les garanties requises par la loi ont bien été apportées par les initiateurs, ce qui devrait permettre d'écarter les fraudes. L'AMF ne pourra évidemment pas garantir que le projet lui-même est de qualité ou que le code sur la blockchain est solide. Les investisseurs devront se renseigner le plus possible sur la pertinence du projet, comme pour tout investissement.

Le visa des ICO pourra également donner lieu à l'apparition de nouveaux métiers. Des experts reconnus pourraient par exemple noter le code de la blockchain de la même façon que, dans d'autres domaines, des experts indépendants attestent de la qualité d'un produit. Cela contribuerait également à rassurer les investisseurs. Il est également possible que des banques ou cabinets de conseils se spécialisent dans la notation des projets eux-mêmes comme ils interviennent lors des introductions en bourse, pour aider à promouvoir les opérations. En parallèle, les avocats ont un rôle à jouer pour servir d'intermédiaire entre les porteurs de projets, techniciens de la blockchain et l'AMF, pour faciliter l'instruction des dossiers. La durée de celle-ci sera d'autant plus brève que les dossiers seront bien constitués en amont.

Des sanctions ont été prévues par le projet de loi. La commission des sanctions de l'AMF sera en charge de les faire appliquer. Des sanctions seront par exemple encourues si le visa de l'AMF est prétendu obtenu à tort ou si des porteurs de projets ne respectaient pas les conditions prévues pour l'obtention du visa. L'AMF pourra aussi publier des « listes noires » afin de mettre en garde le public. Il sera également possible de demander en justice de bloquer l'accès à des sites illicites dans certains cas.

Agrément optionnel de l'AMF sur plusieurs services sur cryptoactifs

Outre l'octroi du visa AMF qui ne traite que du marché primaire des jetons, le projet de loi PACTE examiné au Parlement comporte des dispositions relatives au marché secondaire afin d'encadrer les services liés aux cryptoactifs et les plateformes de négociation.

Aujourd'hui, à l'exception des réglementations de l'Etat de New-York et de rares pays asiatiques, ces plateformes ne sont pas réglementées. Or, outre les pures escroqueries évoquées plus haut, beaucoup de plateformes ne sont pas sécurisées, elles sont victimes de hacking, et on observe déjà des pratiques frauduleuses comme des manipulations de cours et des délits d'initiés. Là aussi, l'idée est d'établir un cadre optionnel pour introduire des règles minimums de protection des investisseurs de façon à limiter les abus tout en promouvant la place française, sachant qu'aujourd'hui très peu d'acteurs y sont établis. Il ne conviendrait donc pas de mettre en place un encadrement qui serait à la fois obligatoire et trop lourd pour ces plateformes qui ne sont pas en France ou, si elles le sont, seraient tentées de fuir immédiatement à l'étranger.

Cela passe par un statut spécifique pour les plateformes effectuant des transactions sur actifs numériques. Pour ce faire, 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.

Ainsi, le projet de loi crée un régime d'agrément optionnel pour de nombreux services sur actifs numériques avec comme guichet unique l'AMF: les plates-formes d'échanges (exchanges), le service de conservation pour le compte de tiers d'actifs numériques ou de clés « cryptographiques privées, en vue de détenir, stocker et transférer des actifs numériques », le service de courtage, avec enregistrement initial à l'AMF obligatoire pour le service devises contre crypto-actifs, la réception-transmission d'ordres, la gestion de

portefeuille sous mandat, le conseil aux souscripteurs et la prise ferme et le placement. Le projet de loi définit ces services et exige le respect de règles fondamentales à respecter selon le service rendu par la plateforme.

Les prestataires agréés devront ainsi disposer en permanence d'une assurance responsabilité civile professionnelle ou de fonds propres ou d'une garantie comparable, d'un dispositif de sécurité et de contrôle interne adéquat, d'un système informatique résilient et d'un système de gestion des conflits d'intérêts. Ils devront aussi respecter les règles en matière de blanchiment et de lutte contre le terrorisme. Si on souhaite proposer un environnement plus sécurisé, il faudra appliquer les dispositions inspirées du cadre des marchés d'instruments financiers MIFID et effectuer les transactions sur des plateformes régulées et supervisées type systèmes multilatéraux de négociation (pas de discrétion dans les règles de marché) ou systèmes organisés de négociation (dose de discrétion) voire internalisateurs systématiques et avec la transparence associée (transparence pré-négociation et post-négociation).

Investissement des fonds destinés aux professionnels dans les cryptoactifs

Le projet de loi prévoit en outre l'ouverture aux fonds professionnels spécialisés des investissements sur crypto-actifs (crypto-monnaies et jetons d'ICO) si certaines conditions sont remplies (propriété du bien, valorisation et liquidité). Dans ce cadre, la preuve de propriété du bien est réputée établie « pour les biens qui font l'objet d'une inscription dans un dispositif d'enregistrement électronique partagé », c'est-à-dire sur une blockchain.

A cet égard, la reconnaissance juridique de la technologie blockchain pour la représentation et la transmission de biens fournit un autre exemple de l'approche progressive soutenue par l'AMF. Après un premier pas fait sur les mini-bons, l'ordonnance du 8 décembre dernier, dont le décret qui doit préciser les modalités d'application est en cours de finalisation, a prévu cette reconnaissance juridique pour les seuls titres qui ne sont pas admis aux opérations d'un dépositaire central, ce qui exclut les titres cotés mais ouvre toutefois un large champ puisqu'il couvre, outre les titres non-cotés, les actions et parts d'OPCVM. On peut penser qu'une prochaine étape pourrait être les crypto-actifs eux-mêmes.

Conclusion

L'AMF est le premier régulateur à proposer un cadre ad hoc et optionnel pour les cryptoactifs. Certains États ont décidé d'interdire strictement les ICO, d'autres se sont orientés vers des guides de bonnes pratiques. Notre consultation publique a été très lue à l'étranger et nous avons échangé avec nos homologues mais aussi avec des juristes, des chercheurs et des professionnels impliqués dans la blockchain ou les ICO. L'idée du visa optionnel a été accueillie avec beaucoup d'intérêt. Sa mise en place pourrait servir d'exemple à suivre à l'étranger, notamment au niveau européen, certains pays étant très désireux d'attirer les ICO comme le Luxembourg, l'Estonie ou Malte.

Aux États-Unis, la notion de « security » est beaucoup plus large que celle d'instrument financier. En conséquence, une grande partie des ICO est soumise à cette réglementation. Cela implique une législation peu adaptée à un phénomène nouveau et une absence totale de contrôle sur les autres ICO qui n'entrent pas dans son cadre.

Les initiatives nationales peuvent paraître un peu incongrues dans un espace européen qui offre un marché unique des services financiers et pour des produits ou des innovations qui ont des vocations mondiales. Pourtant, si les crypto-actifs sont par nature transfrontières et appellent à une approche coordonnée entre pays, il serait contre-productif d'attendre le résultat de travaux internationaux (Conseil de stabilité financière, Groupe d'action financière (GAFI), Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV ou IOSCO en anglais), Autorité européenne des marchés financiers) dont on ne peut préjuger du temps qu'ils prendront avant d'aboutir à un consensus.

Au niveau européen, la Commission a rendu public, le 8 mars dernier, un plan d'action pour les technologies financières et une proposition de règlement sur les prestataires de services de financement participatif. La Commission préfère, avant d'aller plus loin et s'orienter vers une évolution éventuelle du cadre législatif européen, analyser plus avant les enseignements des différentes initiatives et traitements nationaux, ainsi que les retours des acteurs. Cette approche renforce l'idée selon laquelle les cadres nationaux restent à privilégier pour développer des initiatives innovantes et que c'est la force de succès nationaux qui entraînera la nécessaire dimension européenne.

Pour que le cadre réglementaire français soit un succès, il faudra encore que la question de la fiscalité relative aux cryptoactifs soit réglée. Si la France souhaite accueillir les meilleurs projets d'ICO et de plateformes de négociation, elle devra pouvoir proposer un régime fiscal non pénalisant.

Faut-il avoir peur des crypto actifs

Muriel FAURE, *Head of Innovation Committee, Association Française de la Gestion financière*

Depuis un an le monde de la finance, des start up, les medias, les politiques, les régulateurs se mobilisent pour comprendre, utiliser, réguler les crypto actifs, appelés aussi crypto monnaies, actifs numériques ou jetons (tokens en anglais). Dans la suite de l'article, je n'utiliserai pas le terme de crypto monnaie ne voulant pas rentrer dans la polémique sur l'assimilation ou non d'un crypto actif à une monnaie, ce que laisse entendre le terme de crypto monnaie.

Mais de quoi parle-t-on? Que signifient ces termes? Ont-ils la même utilisation, la même utilité?

Une blockchain est un grand registre digital décentralisé, tenu à jour en permanence et considéré comme inviolable. Les principales blockchain, que sont Bitcoin et Ethereum, fonctionnent avec des crypto actifs qu'elles génèrent en rémunération de la validation des transactions, le Bitcoin et l'Ether. Ils permettent donc son fonctionnement et sont des réserves de valeur. Initialement, créé comme instruments de validation dans un monde digital, les crypto actifs se sont vite développés dans l'économie réelle au travers de services permettant leur achat/ vente contre des monnaies légales, leur utilisation comme instrument d'échange ou comme instrument de financement avec l'apparition des Initial Token Offering (ITO) ou Initial Coin Offering (ICO).

Les jetons ou tokens en anglais sont des actifs numériques échangeables contre d'autres crypto actifs (Bitcoin, Ether principalement). Il existe plusieurs types de tokens avec des caractéristiques et des usages différents. Les plus fréquents sont les tokens d'usage et les possibilités d'usage sont multiples : droit d'usage d'un bien ou service, droit d'accès, moyen de paiement, unité de valeur d'échange au sein d'une application ou d'un écosystème donné...

Les plus grosses émissions de jetons ont été celle de EOS qui a levé l'équivalent de 4 milliards de dollars en émettant le token dénommé le EOS. EOS ambitionne de devenir la plus importante blockchain, dépassant en termes d'utilisation dans le monde des crypto actifs Ethereum dont le jeton est l'Ether. Le Venezuela a émis le token Pétro, adossé sur les réserves de pétrole du pays, afin de contourner les sanctions économiques imposées par les Etats-Unis. Le montant levé est annoncé à 5 milliards de dollars. Le token FIL, émis par Filecoin, qui a levé 257 millions dollars permet de payer de l'espace de stockage sur la plateforme. Dragon a levé 320 millions dollars avec l'émission du token DRG qui pourra être utilisé dans un casino à construire à Macao en conférant à ses détenteurs un statut de membre.

Puis commencent à apparaître des jetons assimilés à des valeurs mobilières car donnant droit à un revenu ou à une portion d'un actif matériel ou immatériel, les « security tokens ». En 2019, les émissions de ce type de token devraient s'envoler. Plusieurs projets de tokenisation d'actifs immobiliers sont à l'étude, ainsi que la tokenisation d'œuvres d'art.

Il existe actuellement dans le monde environ 1 600 crypto actifs différents, pour un montant total d'environ 250 milliards de dollars. Les principaux sont le Bitcoin, 42% des volumes de transactions, suivi de l'Ether, 18%, puis du Ripple 7%,

Les porteurs de crypto actifs utilisent des plateformes d'échange pour acheter ou vendre leurs crypto actifs (Bitcoin, Ether principalement ou jetons) soit contre d'autres crypto actifs soit contre des monnaies fiat. Ces plateformes sont des sites Internet principalement basés en Asie (Bifinance et Bifinex à Hong Kong, Huobi en Chine) ou aux États-Unis (Kraken ou Coinbase). En Europe, Malte qui représente 26% des volumes de transactions en cryptoactifs accueille Bifinance et TopBTC. La France n'accueille qu'une petite plateforme, Paymium dont le volume journalier est l'équivalent de 60 000 € par jour contre 1,6 milliard € pour Bifinance à Hong Kong.

Ces plateformes offrent un ou plusieurs services :

- Cotation et échange de crypto actifs contre des monnaies fiat,
- Dépôts et conservation des avoirs en crypto actifs des clients,
- Dépôts et conservation de ces mêmes avoirs en monnaies fiat,
- Exécution de transactions et de paiement en crypto actifs.

Les crypto actifs sont conçus pour être conservés et transférés par les participants d'un réseau sans avoir besoin de recourir à un intermédiaire. Le participant au réseau peut administrer lui-même son compte sur la blockchain en conservant la clé privée. Il peut aussi confier à un tiers l'administration de son compte et la conservation de sa clé privée.

Quand le client administre lui-même son compte (appelé "wallet") sur la blockchain, celui-ci est matérialisé par 3 chaînes de caractères: une clé privée, une clé publique (mais qui contrairement à son nom doit rester privée), une adresse publique. La sécurité du compte repose sur le secret de la clé privée. En effet, la clé privée permet de déduire par un calcul complexe la clé publique qui elle-même permet de déduire par un autre calcul l'adresse publique.

L'adresse publique peut être assimilée au RIB des banques. La clé privée sert de signature à des virements vers d'autres wallets, par exemple. A aucun moment n'apparaît le nom du titulaire du compte, l'adresse publique jouant le rôle d'identifiant. Le propriétaire de la clé privée est soumis au risque de perte de sa clé, mais à aucun risque de contrepartie. Ce mode de conservation est appelé "cold wallet", car il n'utilise pas Internet pour conserver ses actifs en portefeuille. Le porteur conserve sa clé privée sur un support numérique personnel ou sur papier.

Dans le cas de la conservation par un intermédiaire, les plateformes, celles-ci offrent toutes sortes de services, conservation, paiement, transaction, gestion de portefeuille. Selon les plateformes, le client peut conserver, pour son propre compte, la clé privée de son compte sur la blockchain, comme le proposent Paymium ou Coinhouse en France. Ou bien, la conservation se fait par la plateforme, comme le propose en France Bitcompte et la plupart des plateformes internationales. Dans ce cas, le client supporte le risque de contrepartie. Ce schéma s'appelle "hot wallet".

Le tableau ci-dessous montre la chaîne de la valeur des acteurs de la crypto finance.

Faut-il avoir peur des crypto actifs?

Depuis leur création, les crypto actifs ont été au centre de nombreux cas d'escroqueries subies par les investisseurs, souvent des particuliers.

L'AMF vient d'annoncer que depuis le début de l'année, les français ont perdu plus de 31 millions euros sur des placements en Bitcoin. Plus de 700 épargnants se sont plaints et ont perdu 24 000 € (médiane) en août 2018 contre une perte médiane de plus de 5 000 € en janvier. Les arnaques se font à partir de sites Internet inspirant confiance mais qui sont tout à fait illégaux (53 sites recensés). Ceux-ci demandent aux épargnants d'envoyer sur des comptes bancaires à l'étranger leur argent à investir en Bitcoin.

Des investisseurs en ICO ont aussi subi de telles escroqueries. Les porteurs du projet de l'ICO vietnamienne Pincoin se volatilisent emportant avec eux les 600 millions dollars apportés par les investisseurs.

L'origine des fonds investissant dans les ICO est souvent douteuse et s'apparente à du blanchiment d'argent ou à de l'évasion fiscale, favorisant par l'anonymat des investisseurs. Les 5 principaux pays en termes de montants levés se trouvent la Russie, Singapour, la Chine et Hong Kong.

Un grand nombre d'incidents est survenu sur les plateformes d'échange de crypto actifs, qu'il s'agisse de falsification de clé privées, d'introduction de logiciels malveillants ou de faille de sécurité des serveurs. Par nature, les « hot wallets » sont plus à risque. En janvier 2017, la plateforme japonaise Coincheck a subi une gigantesque cyberattaque lui faisant perdre l'équivalent de 530 millions dollars. Fin 2017, Youbit, plateforme sud-coréenne a fait faillite suite à deux piratages. Les hackers avaient envoyé des courriels avec des liens piégés faisant croire qu'ils provenaient d'organisations réputées, afin de collecter des informations de connexion et des mots de passe. Celui qui ouvrait le lien était dirigé vers un site frauduleux où il saisissait son identifiant et son mot de passe.

Enfin Bitfinex a perdu 72 millions dollars en août 2016 et l'attaque qu'elle a subie a entraîné la baisse de 20% du Bitcoin sur les marchés. Bitfinex, afin de pallier le risque de piratage d'une conservation de crypto actifs en ligne, a mis en place l'utilisation de portefeuilles à signatures multiples. Cependant la conservation de 2 clés sur 3 n'a pas empêché la cyberattaque, car cette conservation a été suffisante pour valider les transactions, après des

calculs complexes pour déterminer la 3^{ème} clé et donc voler les portefeuilles des clients.

Plus récemment, en juin 2018, Bithumb (Corée du Sud) a perdu 30 millions de dollars suite à une faille de sécurité permettant de voler les « hot wallets ».

Bitcoin porte-t-il un risque systémique ?

Le Bitcoin, s'il représente 42% des volumes de transactions en crypto actifs, comme instrument de paiement international ne pèse que 0,2% du volume des transactions dans la zone euro. En montant, les paiements mondiaux en Bitcoin représentent moins de 1% des paiements réalisés par Visa et Mastercard aux États Unis. La détention de crypto actifs est concentrée, 40% des Bitcoin en circulation sont détenus par moins de 1 000 personnes dans le monde. On voit bien que ces chiffres sont trop faibles pour représenter un risque systémique.

Le nombre de Bitcoin en circulation et à émettre est limité et son coût d'émission est croissant. La production de Bitcoin nécessite une grande puissance de calcul et donc une consommation forte en électricité. Sa consommation annuelle d'électricité, 41 térawatt-heure, est supérieure à celle de la Hongrie. Elle est 75 fois supérieure à celle de Visa qui traite cependant 1500 fois plus de transactions. Et la génération de Bitcoin est très concentrée géographiquement (Chine principalement). Si un mineur ou un groupe de mineurs parvient à valider à son profit des transactions frauduleuses et à détourner ainsi des milliards, n'a-t-il pas intérêt à rester discret, sinon la valeur de Bitcoin s'effondrerait ?

On voit bien que le Bitcoin se comporte un peu comme un système de paiements mais à coûts marginaux croissants, chaque création de Bitcoin coûtant plus cher à produire et à transférer, alors que dans les systèmes de paiements traditionnels l'inverse se produit et c'est ce qui les rend compétitifs. Donc du fait de sa taille, de cette contrainte de production et d'utilisation, le Bitcoin ne représente pas un risque systémique.

L'intérêt pour les crypto actifs est-il supérieur au risque ? Pourquoi autant de mobilisation de tous les acteurs économiques ?

L'émergence des crypto actifs est une des conséquences de la digitalisation de l'économie. La création de crypto actifs repose sur la technologie blockchain qui par sa nature décentralisée, supposée inviolable et transparente, répond à beaucoup de besoins dans toute industrie ou administration : utilisation de la blockchain pour la traçabilité du lait en Chine afin d'éviter les scandales du lait contaminé, pour le registre de commerce comme en Suisse, pour les souscriptions/rachats de fonds en France et au Luxembourg. La blockchain permet de simplifier les circuits de validation, de réduire les délais de traitement, donc de limiter le nombre d'intermédiaires et de contreparties et en conséquence le coût des opérations. La plateforme Corda, animée par le consortium R3 regroupant notamment des banques françaises vise à développer des solutions de paiements transfrontaliers en temps réel. En mai 2018, le système mondial de messagerie pour les paiements interbancaires, SWIFT, a annoncé que 25% des paiements transfrontaliers passaient sur son système basé sur la

blockchain, Global Payment Innovation Initiative, soit plus de 100 milliards dollars par jour.

Au-delà de la blockchain, les crypto actifs sont l'expression de la digitalisation de la valeur dans une économie de plus en plus digitale. L'engouement pour les ICO en est une illustration. L'ICO permet de financer des projets rapidement, 4 mois maintenant, à coût plus faible et sans changement de contrôle pour les porteurs de projets. C'est une nouvelle façon de faire du capital investissement. Bien sûr, il faut encadrer cette pratique, afin que les investisseurs soient bien informés et que leur apport de capitaux, payé en Bitcoin ou en Ether, finance effectivement le projet.

L'AMF a bien compris cet enjeu en ayant une approche pragmatique avec un régime optionnel, c'est-à-dire que le porteur de projet d'ICO choisi ou non de demander un visa à l'AMF pour son ICO. Toutes les ICOs ayant obtenu le visa seront sur une liste blanche rendue publique. Ce nouveau régime, inclus dans la loi PACTE, sera effectif au printemps 2019. Un tel régime a été demandé par les porteurs de projet eux-mêmes, bien sûr les sérieux et honnêtes, afin que l'on puisse les distinguer des autres. Depuis l'annonce de cette réglementation optionnelle, les intermédiaires aidant les porteurs de projets à monter leur ICO ne veulent travailler qu'avec ceux qui vont solliciter le visa. On voit bien là le cercle vertueux qui s'instaure.

Sur ce marché primaire, 2019 verra l'émergence des STO, Security Token Offering. Il s'agira d'émissions réalisées par des sociétés existantes, cotées ou non, qui émettront des tokens indexés sur des actifs matériels ou immatériels de la société, ou donneront droit à une part de capital ou des revenus. Plusieurs sociétés du CAC 40 ont de tels projets à l'étude. Les STO allient les avantages des ICO de souplesse et rapidité tout en apportant une meilleure sécurité à l'investisseur car le token offert est assimilé à une valeur mobilière et rentre donc dans une réglementation bien connue.

Cette année, aux États-Unis, plusieurs STO ont été lancées : la filiale d'Overstock.com, tZERO a levé 134 millions dollars pour financer une plateforme de trading de valeurs mobilières sur la blockchain. La société de scooter électrique SPIN, a levé 125 millions dollars pour financer sa start-up.

L'avantage des security tokens est de permettre aux investisseurs professionnels d'accéder à ce type d'instruments avec la protection dont ils ont l'habitude de bénéficier. Mais, les security tokens étant assimilés à des valeurs mobilières, toute la réglementation sur les valeurs mobilières leur est-elle adaptée ? Notamment la réglementation prospectus ?

Le marché secondaire des tokens est en train d'émerger : développement de plateformes de trading, Bitcoin et Ether compris, brokers dédiés à ce type d'instrument, sociétés de gestion, fonds d'investissement, conseillers en investissement... La loi PACTE prévoit un régime optionnel pour ces acteurs. Ce régime n'est pas obligatoire, mais ceux qui choisissent de s'y soumettre devront suivre scrupuleusement le cahier des charges notamment en termes de connaissance client et de lutte anti-blanchiment. La loi permettra aussi aux Fonds Professionnels Spécialisés (FPS, anciennement appelés fonds contractuels), à destination des clients professionnels d'investir dans les crypto actifs. Il y a un réel intérêt pour ces clients, family office, banque privées, fonds souverains, fonds de pension... d'investir une

toute petite portion de leurs actifs sur les crypto actifs au titre de la diversification de portefeuille et de la décorrélation entre les actifs détenus.

Pour que tout cet écosystème fonctionne, les banques devront accepter de jouer leur rôle de dépositaires. Ou les plateformes d'échange et de conservation des clés joueront ce rôle, en tant que tiers de confiance menant les diligences de connaissance clients et de lutte anti blanchiment. Alors, les banques détentrices des comptes en monnaies fiat devront reconnaître le rôle de tiers de confiance joué par les plateformes et jouer leur rôle de simple dépositaire de monnaies fiat. C'est un des points déterminants en France et en Europe pour le développement du marché des crypto actifs, qui sont aussi une source de financement de l'économie.

L'émergence des crypto actifs s'inscrit dans la digitalisation de l'économie et donc la digitalisation de la valeur. Elle apporte beaucoup d'avantages en termes de financement de l'économie, de simplification des process, réduction des délais et donc des coûts. Bien sûr il y aura encore des accidents et escroqueries dont il faudra tirer les leçons. Il y a aussi de grands enjeux de compétitivité et de leadership entre les pays. La France a une opportunité de leadership sur les applications blockchain. Elle peut, grâce aux régimes optionnels mis en place, permettre l'émergence de leaders en intermédiaires en crypto actifs. Pour cela, le pragmatisme devra guider les décisions sur la fiscalité. Au niveau européen, concertation et pragmatisme devront aussi guider les décisions afin de ne pas freiner cette innovation aussi disruptive que l'a été Internet il y a près de 30 ans.

Bruno BEAUVOIS, *délégué général de la SFAF*

MiFIDVision, pour connaître Les impacts de MiFID 2

Cet article présente une photographie de la population des analystes financiers *sell side*. Il fait suite à une étude réalisée par la SFAF dans le cadre de son initiative MiFIDVision, mise en place pour analyser les impacts de la réglementation MiFID 2 entrée en vigueur en janvier 2018.

Désormais totalement séparés des coûts d'exécution du fait de l'application de MiFID 2¹, les frais de recherche sont supportés soit par le client final, soit par la société de gestion. Le changement de *business model* peut avoir un impact sur le suivi des valeurs moyennes, la taille des équipes de recherche, le développement de la gestion alternative... Au cours du premier semestre 2018², les participants à l'initiative MiFIDVision ont analysé la population des analystes financiers *sell-side*, le suivi des sociétés cotées sur la Place financière de Paris et le lien entre la liquidité et la capitalisation avec cette recherche. Tous les bureaux d'études exerçant leur activité à Paris et pouvant aussi avoir des analystes à l'étranger ont été contactés.

Analyse financière : une activité limitée à Paris

Sur la place de Paris, 25 bureaux d'étude appartiennent à des institutions financières ou sont indépendants. Ils suivent les sociétés cotées à Paris et regroupent 232 analystes *sell-side*.

En mai 2015, dans le cadre du plan Paris 2020, l'estimation faite par la SFAF auprès des 14 bureaux d'analyse rattachés à des courtiers et les 2 plus gros indépendants avait permis de recenser 228 analystes.

Parmi ces 25 bureaux actuellement recensés, 9 bureaux exerçant seulement l'activité d'analyse financière peuvent être considérés comme indépendants. Deux autres qualifiés d'indépendants appartiennent à des structures ayant des activités de gestion ou de courtage. La taille de ces derniers bureaux varie de 1 à 20 analystes, deux seulement employant plus de 10 salariés. Le coeur des bureaux indépendants a un effectif inférieur à 5.

Du côté des bureaux d'étude rattachés à des institutions financières, le nombre de salariés varie entre 5 et 35 salariés. Un d'entre eux a réduit ses effectifs dès 2017, transférant certains analystes vers le monde obligataire (partie vente).

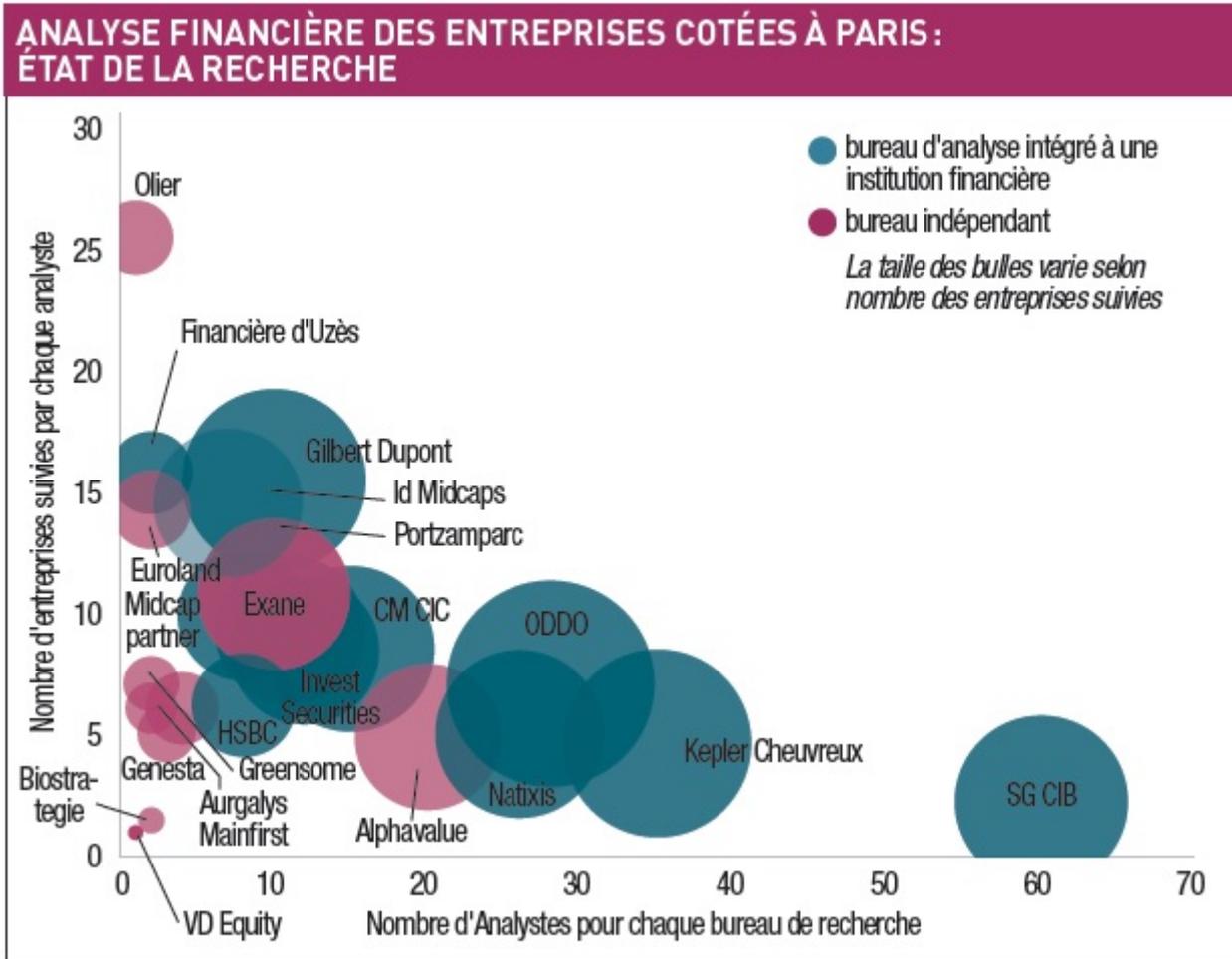
Ces données posent la question de la rentabilité du *business model* du cabinet. On estime généralement que le prix d'un contrat d'analyse pur (c'est-à-dire sans contrat de liquidité) se situe dans une fourchette de 15 000 et 20 000 euros. Pour 10 contrats, les hypothèses haute et basse de chiffre d'affaires varient entre 150 000 et 200 000 euros. En l'état actuel³, il

¹ Voir le dossier « MIF 2, quels impacts pour la recherche financière ? » - La revue Analyse financière n° 62 (Janvier-Mars 2017).

² La SFAF remercie Louis-Victor d'Herbès et Meng Teng de la société Industrie Bourse International de l'aide apportée dans l'analyse des données, notamment sur Euronext Compartiments B et C et Euronext Growth.

³ Méthodologie : certains analystes indépendants peuvent avoir un contrat avec un courtier. Dans ce cas, le suivi d'une valeur est rattaché au courtier et non à l'analyste financier.

semble difficile pour un analyste financier indépendant de vivre de la seule activité d'analyse de valeurs moyennes en France.



La capitalisation, facteur de suivi

L'étude de la SFAF a porté sur 472 valeurs du marché réglementé et 173 du marché régulé. Pour le compartiment A d'Euronext, on compte 18 bureaux d'étude (dont 5 indépendants) et pour les compartiments B et C respectivement 22 bureaux (9 indépendants) et 19 bureaux (11 indépendants). Les bureaux d'étude des grands établissements suivent naturellement les valeurs du compartiment A et, lorsqu'ils s'intéressent aux autres compartiments, ils invoquent des raisons de suivi de secteur. 18 bureaux d'étude, dont 10 indépendants, interviennent sur Eurolist Growth.

En moyenne, les sociétés listées sur le compartiment A d'Eurolist sont suivies par 7,8 analystes contre 2,9 pour celles inscrites sur le compartiment B et 1 pour les compartiments C et Growth.

Sur le compartiment A, 80 % des sociétés sont suivies par au moins 5 analystes et 90 % par au moins 3 analystes. Seules 7 sociétés ne sont suivies par aucun analyste et 4 par un seul. L'effet taille se vérifie lorsque l'on examine la capitalisation sur les différents marchés. Sur les 645 sociétés du panel, 22 % ne sont pas suivies (182 dont 143 pour lesquelles la capitalisation est inférieure à 150 M€) et 19 % sont suivies par un seul analyste (123 dont 98

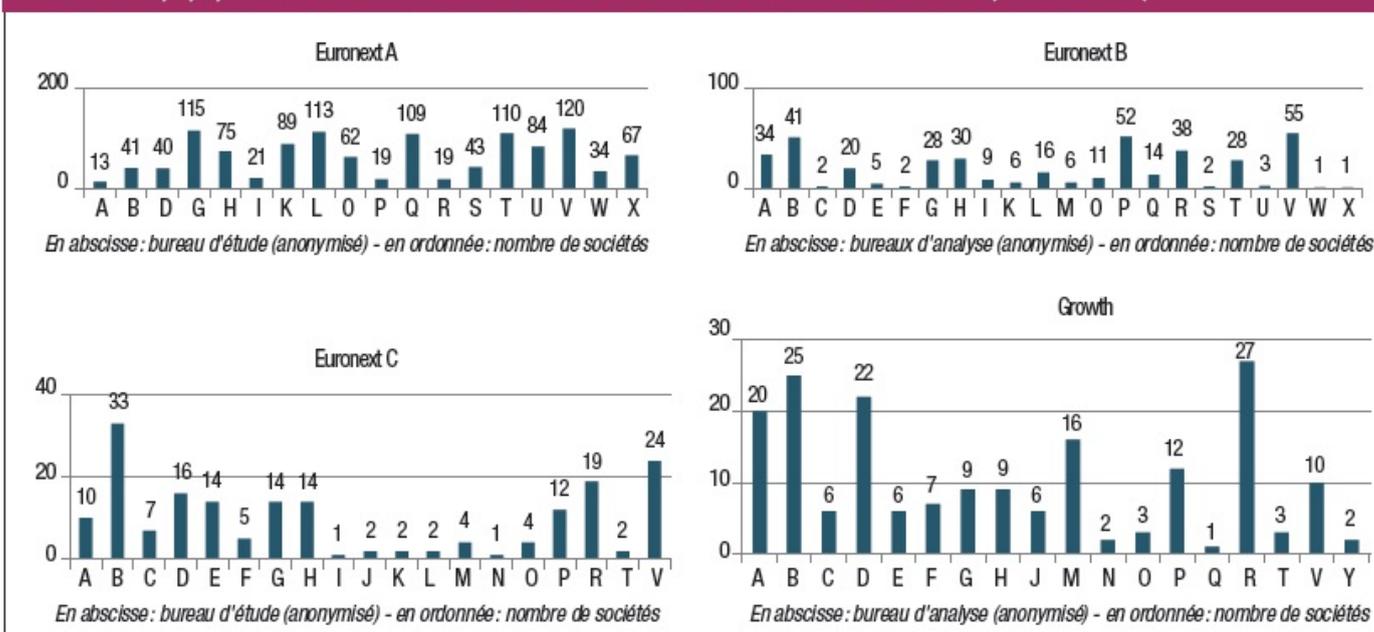
dont la capitalisation est inférieure à 150 M€). Dans de nombreux cas, l'émetteur paye l'analyse.

Sur le compartiment B, 53 % sont suivies par au moins 3 analystes et seulement 23 % par au moins 5 analystes, 17 sont suivies par un seul analyste, 29 sociétés ne faisant l'objet d'aucun suivi ; les moins concernées étant les sociétés dont la capitalisation est inférieure à 500 M€. Sur le compartiment C, seulement 12 % sont suivies par au moins 3 analystes, 82 sociétés (46 %) ne faisant l'objet d'aucun suivi, dont 40 % représentant moins de 20 M€ de capitalisation et 60 % dont la capitalisation se situe entre 20 et 150 M€.

Enfin, sur Euronext Growth, 37 % des sociétés cotées ne font l'objet d'aucune analyse, 36 % des sociétés sont suivies par un seul analyste et 27 % par deux. Naturellement, celles dont la capitalisation est comprise entre 20 M€ et 150 M€ bénéficient d'un meilleur suivi.

L'étude pourrait être affinée afin de mieux connaître les aspects du financement. Si les analyses des petites sociétés sont souvent financées par l'émetteur (*Issuer pay*) et non par les investisseurs, il n'est pas possible d'en connaître l'ampleur.

EURONEXT A/B/C/GROWTH - NOMBRE DE SOCIÉTÉS SUIVIES PAR BUREAU D'ÉTUDE (ANONYMISÉ)



Source: SFAF - Septembre 2018

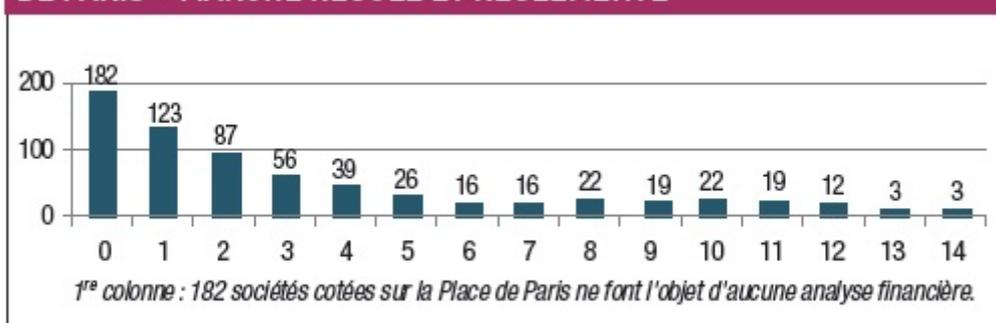
L'appartenance à un indice, autre facteur de suivi

Les sociétés appartenant à l'indice du CAC 40 sont suivies en moyenne par 9 analystes. Cela concerne 14 bureaux d'analyse, dont 3 indépendants. On constate une couverture moins bonne pour les valeurs étrangères cotées à Paris.

Les sociétés appartenant à l'indice du SBF 120 sont suivies en moyenne par 8,8 analystes. 19 bureaux d'analyse, dont 8 indépendants.

Les sociétés appartenant à l'indice Small et Midcap sont suivies en moyenne par 4,1 analystes, pour 24 bureaux d'analyse, dont 12 indépendants.

NOMBRE DE SOCIÉTÉS SUIVIES PAR LES ANALYSTES SUR LA PLACE DE PARIS - MARCHÉ RÉGULÉ ET RÉGLEMENTÉ



Source: SFAF - Septembre 2018

Une place financière fragilisée

Quand plus de 40 % des sociétés ne font l'objet d'aucun suivi ou d'une seule analyse financière, les investisseurs ne sont pas encouragés à se porter sur ces titres. Ils se focalisent sur les émetteurs ayant su attirer vers eux les professionnels de l'investissement.

Il y a quelques années, la baisse du nombre d'analystes s'était expliquée par le transfert des bureaux à l'étranger, en tout ou partie. L'impact de MiFID semble d'ores et déjà se faire sentir. Les manoeuvres stratégiques des bureaux d'étude, qui ont débutées dès 2017, l'illustrent avec le regroupement de bureaux ou un transfert des équipes vers d'autres activités. Or, une diminution du nombre d'analystes et une hausse du nombre de sociétés ne faisant l'objet d'aucun suivi peut avoir un impact sur le financement de l'économie.

L'investisseur doit pouvoir justifier son investissement. Sur quel critère pourra-t-il le faire si aucune analyse n'existe ou s'il rejette, par principe de précaution lors d'opérations financières, toute documentation ne venant de sa liste de *brokers* ?