



Livre

2019

Accepted version

Open Access

This is an author manuscript post-peer-reviewing (accepted version) of the original publication. The layout of the published version may differ .

L'émission de « tokens » : un état des lieux sous l'angle du droit des marchés financiers

Cingoez, Nihat Mikdad

How to cite

CINGOEZ, Nihat Mikdad. L'émission de « tokens » : un état des lieux sous l'angle du droit des marchés financiers. [s.l.] : [s.n.], 2019. (Magister)

This publication URL: <https://archive-ouverte.unige.ch/unige:124918>

Nihat M. Cingöz

L'émission de « tokens » : un état des lieux sous l'angle du droit des marchés financiers

ISBN 978-3-906940-95-3

Editions Weblaw
Bern 2019

Proposition de citation :

Nihat M. Cingöz, L'émission de « tokens » : un état des lieux sous l'angle du droit des
marchés financiers,
in: Magister, Editions Weblaw, Bern 2019

Synopsis / abstract

Le présent travail vise à faire un état de lieux des émissions de tokens (*ICOs/STOs*) et a pour public cible des lecteurs qui ne sont pas spécialisés dans le domaine. Il ne tend donc pas à l'exhaustivité mais veut uniquement introduire ses lecteurs au monde de la blockchain dans le but de vulgariser cette technologie et de contribuer à une discussion davantage ouverte sur le sujet en Suisse romande. Pour ce faire, il reprend les fondements technologiques des *ICOs/STOs* tout en relevant les principaux aspects juridiques sous l'angle du droit suisse des marchés financiers ainsi que, brièvement, du droit privé suisse. Les aspects fiscaux, les considérations de droit international privé et de droit pénal, et les questions liées à la législation sur la poursuite pour dettes et la faillite ne sont pas traités.

The purpose of this paper is to provide an overview of token offerings (ICOs/STOs) and is aimed at a non-specialized audience. It is therefore not intended to be exhaustive, but rather seeks to introduce its readers to the world of blockchain in order to popularize this technology and to contribute to a more inclusive discussion on the subject in Western Switzerland. To do so, it reflects upon the technological foundations of ICOs/STOs while examining the main legal aspects in the light of Swiss financial markets laws as well as, briefly, Swiss private law. Tax aspects, private international law and criminal law considerations, and issues related to debt collection and bankruptcy legislation are not addressed.

Mots-clés / keywords

Blockchain ; crowdfunding ; distributed ledger technology (DLT) ; émission ; financement d'entreprise ; financement participatif ; initial coin offering (ICO) ; jeton(s) ; marchés financiers ; security token offering (STO) ; technologie des registres électroniques distribués (TRD) ; token generating event (TGE) ; token(s) ; tokenisation.

Je tiens à remercier chaleureusement,
M^e Alexandre Richa et M^{me} Marine Haldy pour leur suivi du présent travail,
M^{es} Fabien Gillioz et Alexandre de Boccard ainsi que tout l'équipe de O&A de m'avoir donné
l'opportunité de faire l'expérience directe et pratique du domaine,
M^{mes} Emmy Gijs et Ania Lapeyre pour leur relecture et leurs corrections linguistiques de ce
mémoire, écrit dans une langue qui n'est pas ma langue maternelle,
Et finalement, M^{me} Aude Juillerat pour son soutien moral irremplaçable pendant la rédaction.

Table de matières

Abréviations et expressions latines	III
Introduction : du <i>bitcoin</i> à la <i>Security Token Offering</i>	1
1. <i>Blockchain, Initial Coin Offering</i> et <i>token</i>	3
1.1. Terminologie fréquemment utilisée, caractéristiques et délimitations.....	3
1.2. Potentiel de la <i>blockchain</i> et de la <i>tokenisation</i>	7
1.3. Risques.....	9
1.3.1. Inexpérience du public cible et utilisation frauduleuse de la technologie.....	9
1.3.2. Immaturité du marché et insuffisance de la protection juridique.....	10
1.3.3. Failles technologiques	11
1.3.4. Activités illégales et blanchiment d'argent	11
1.4. Développements politiques et intervention réglementaire	13
1.5. <i>Rulings</i> FINMA	15
2. Qualification juridique de <i>tokens</i>	17
2.1. Sous l'angle du droit privé suisse	17
2.1.1. Droit de propriété sur les <i>tokens</i>	17
2.1.2. Qualification selon le contenu.....	18
2.1.3. Qualification selon la forme.....	20
2.2. Qualification réglementaire de <i>tokens</i>	22
3. Marché primaire : l'émission de <i>tokens</i>	29
3.1. Comment l'organiser ?	29
3.2. À la lumière du droit privé suisse	30
3.2.1. Entité émettrice	30
3.2.2. Émission de <i>tokens</i> : quelques précisions	32
3.2.3. Obligation d'établir un prospectus d'émission.....	35
3.3. Réglementation suisse des marchés financiers.....	38
3.3.1. Emetteur : un négociant en valeurs mobilières ?.....	39

3.3.2. Récolte des fonds : une activité bancaire ?	42
3.3.3. Projet : un véhicule de placement collectif ?.....	47
3.3.4. Loi sur le blanchiment d'argent	51
3.4. Survol : plateforme de <i>STO</i>	56
Conclusion.....	59
Biblio- et webographie	VII

Abréviations et expressions latines

al.	alinéa(s)
AML	<i>Anti-money laundering</i>
AP	Avant-projet
art.	article(s)
ASB	Association suisse des banquiers
ATAF	Recueil officiel des arrêts du Tribunal administratif fédéral
ATF	Recueil officiel des arrêts du Tribunal fédéral suisse
c.-à-d.	c'est-à-dire
CC	Code civil suisse du 10 décembre 1907, RS 210
CCIG	Chambre de commerce, d'industrie et des services de Genève
CDBF	Centre de droit bancaire et financier
CEDH	Convention du 4 novembre 1950 de sauvegarde des droits de l'homme et des libertés fondamentales, RS 0.101
CF	Conseil fédéral
cf.	<i>confer</i> (= voir)
ch.	chiffre(s)
chap.	chapitre(s)
CHF	franc(s) suisse(s)
circ.	circulaire(s)
CM	chiffre(s) marginal(aux)
CMTA	<i>Capital Markets and Technology Association</i>
CNIL	Commission nationale de l'informatique et des libertés (France)
CO	LF du 30 mars 1911 complétant le Code civil suisse (Livre cinquième: Droit des obligations), RS 220
consid.	considérant(s)
CP	Code pénal suisse du 21 décembre 1937, RS 311.0
DAO	<i>Decentralized autonomous organization</i>
DFF	Département fédéral des finances
DLT	<i>Distributed ledger technology</i> (= technologie des registres électroniques distribués, TRD)
éd.	édition
édit.	éditeur(s)
ESMA	<i>European Securities and Markets Authority</i> (UE)
et al.	et <i>alii</i> (et autres)

etc.	et cætera
EUR	euro(s)
FF	Feuille fédérale
FINMA	Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers
Fintech	<i>Financial technology</i>
FN	<i>footnote(s)</i> (= note/s de bas de page)
GAFI	Groupe d'action financière
GCBF	Groupe de coordination sur la lutte contre le blanchiment d'argent et le financement du terrorisme
GesKR	<i>Schweizerische Zeitschrift für Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht sowie Umstrukturierungen</i>
ICO	<i>Initial Coin Offering</i>
id.	<i>idem</i> (= la/es même/s source/s que celle/s citée/s à la FN précédente)
in	dans
infra	ci-dessous
IOSCO	<i>International Organization of Securities Commissions</i> (= Organisation internationale des commissions de valeurs, OICV)
IPO	<i>Initial Public Offering</i>
KYC	<i>Know-Your-Customer</i>
KYT	<i>Know-Your-Transaction</i>
LB	LF du 8 novembre 1934 sur les banques et les caisses d'épargne, RS 952.0
LBA	LF du 10 octobre 1997 concernant la lutte contre le blanchiment d'argent et le financement du terrorisme, RS 955.0
LBVM	LF du 24 mars 1995 sur les bourses et le commerce des valeurs mobilières, RS 954.1 (sera remplacée par la LEFin à partir du 1 ^{er} janvier 2020)
LDA	LF du 9 octobre 1992 sur le droit d'auteur et les droits voisins, RS 231.1
LEFin	LF du 15 juin 2018 sur les établissements financiers, RS 954.1 à partir du 1 ^{er} janvier 2020 (remplacera la LBVM)
let.	lettre
LF	Loi fédérale
LFINMA	LF du 22 juin 2007 sur l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers, RS 956.1

LIFD	LF du 14 décembre 1990 sur l'impôt fédéral direct, RS 642.11
LIMF	LF du 19 juin 2015 sur les infrastructures des marchés financiers et le comportement sur le marché en matière de négociation de valeurs mobilières et de dérivés, RS 958.1
LPCC	LF du 23 juin 2006 sur les placements collectifs de capitaux, RS 951.31
LPD	LF du 19 juin 1992 sur la protection des données, RS 235.1
LSFin	LF du 15 juin 2018 sur les services financiers, RS 950.1 (entrée en vigueur prévue pour le 1 ^{er} janvier 2020)
LTI	LF du 3 octobre 2008 sur les titres intermédiés, RS 957.1
LUMMP	LF du 22 décembre 1999 sur l'unité monétaire et les moyens de paiement, RS 941.10
MFSA	<i>The Malta Financial Services Authority</i>
MROS	Bureau de communication en matière de blanchiment d'argent
N	numéro(s) marginal(aux)
n°	numéro(s)
O	Ordonnance
OAR(s)	Organisme(s) d'Autorégulation
OB	O du 30 avril 2014 sur les banques et les caisses d'épargne, RS 952.02
OBA	O du 11 novembre 2015 sur la lutte contre le blanchiment d'argent et le financement du terrorisme, RS 955.01
OBA-FINMA	O de la FINMA du 3 juin 2015 sur la lutte contre le blanchiment d'argent et le financement du terrorisme dans le secteur financier, RS 955.033.0
OBVM	O du 2 décembre 1996 sur les bourses et le commerce des valeurs mobilières, RS 954.11
OECD	<i>Organisation for Economic Co-operation and Development</i> (= Organisation de coopération et de développement économiques)
OFRC	Office fédéral du registre du commerce
OIMF	O du 25 novembre 2015 sur les infrastructures des marchés financiers et le comportement sur le marché en matière de négociation de valeurs mobilières et de dérivés, RS 958.11
OPCC	O du 22 novembre 2006 sur les placements collectifs de capitaux, RS 951.311
ORC	O du 17 octobre 2007 sur le registre du commerce, RS 221.411
p.	page(s)

p.ex.	par exemple
par.	paragraphe(s)
PME	petites et les moyennes entreprises
réf. cit.	références citées
RGPD	Règlement (UE) 2016/679 du Parlement européen et du Conseil du 27 avril 2016 relatif à la protection des personnes physiques à l'égard du traitement des données à caractère personnel et à la libre circulation de ces données, L 119/1
RO	Recueil officiel du droit fédéral
RS	Recueil systématique du droit fédéral
RSDA	Revue suisse de droit des affaires et du marché financier
s	et suivant(e)
SA	Société anonyme
Sàrl	Société à responsabilité limitée
SCSE	Loi fédérale du 18 mars 2016 sur les services de certification dans le domaine de la signature électronique et des autres applications des certificats numériques, RS 943.03
SEC	<i>U.S. Securities and Exchange Commission</i>
SFI	Secrétariat d'Etat aux questions financières internationales
SLTA	<i>Swiss LegalTech Association</i>
ss	et suivant(e)s
STO	<i>Security token offering</i>
supra	plus haut
TAF	Tribunal administratif fédéral
TF	Tribunal fédéral
TGE	<i>Token generating event</i>
trad. lib.	traduction libre
UE	Union européenne
UNODC	<i>United Nations Office on Drugs and Crime</i> (= Office des Nations Unies contre la drogue et le crime, ONUDC)
USA	États-Unis d'Amérique
USD	dollar(s) américain(s)
vol.	volume

Introduction : du *bitcoin* à la *Security Token Offering*

En 2008, au lendemain de la crise financière, l'idée du tout premier cas d'application de la technologie *blockchain* a été lancée. Un individu (ou un groupe d'individu), dont l'identité n'est toujours pas connue à ce jour, a publié un rapport qui conceptualisait un système de paiement décentralisé (le *bitcoin*), par le biais duquel les particuliers pourraient envoyer, de pair à pair, de l'argent électronique. Fondamentalement, cette idée revendiquait qu'il était possible de créer et maintenir un nouveau système monétaire sans l'intervention d'un pouvoir étatique, respectivement, d'un intermédiaire financier (comme une banque).¹

Au début, le *bitcoin* a surtout été accueilli par les idéalistes de la désintermédiation et par les individus recherchant un anonymat quant aux transactions qu'ils effectuaient sur internet, notamment en lien avec des activités illégales.² Aujourd'hui, le potentiel de la technologie *blockchain* commence à recevoir une reconnaissance globale, non seulement dans le monde financier, mais également dans d'autres industries.³

Dans le monde de la finance, l'une des premières applications de la *blockchain* fut la levée de fonds par le biais de *Initial Coin Offerings (ICOs)*. Mi-2013, la toute première *ICO* a levé environ 500'000 USD.⁴ Elle sera battue par le projet suisse *Ethereum*, ayant levé 18 million de USD en 42 jours en 2014.⁵

Initialement, une très grande majorité de ces *ICOs* tendait à émettre des cryptomonnaies qui n'incorporaient aucun droit. Certains projets portaient sur le financement de plateformes *blockchain* dont les droits d'accès étaient incorporés dans les *tokens* à émettre.⁶ Après un succès mondial, avec un volume de financement total de 25.1 milliards de USD entre janvier 2016 et août 2018, le nombre des *ICOs* a drastiquement diminué lors du deuxième trimestre de 2018.⁷ Cela est notamment dû à l'accroissement de réactions – sous forme d'avertissements et de législations/réglementations – des divers pays qui visent à mieux encadrer la levée de fonds par le biais de la *blockchain*.⁸ Ainsi, les investisseurs sont devenus plus attentifs aux fraudes et

¹ NAKAMOTO 2008.

² Documentaire CANNUCIARI/SMITH 2016. Une théorie récente veut que le *bitcoin* ait été créé par Paul Le Roux, programmeur et ancien chef d'une organisation criminelle active notamment dans le trafic de drogues et des armes (Site web news.bitcoin Satoshi Nakamoto).

³ Pour divers cas d'application, voir Client Alert MoFo 2016 ; GREENE/AMICO/BALA 2018, p. 256.

⁴ Site web Forbes.

⁵ Site web Investopedia *successful ICOs*.

⁶ L'*ether*, le *token* émis lors de l'*ICO* du projet *Ethereum*, permet ainsi d'accéder à la plateforme d'applications d'*Ethereum*. Par ailleurs, il est utilisé comme moyen de paiement tant au sein de ce réseau qu'en dehors.

⁷ FISCH, p. 3 ; PwC ICO/STO Report 2019, p. 1.

⁸ University of Cambridge 2019.

certains standards minimaux ont vu le jour. En parallèle, l'idée de *tokenisation* des droits (autre que le droit d'accès à une plateforme) et des actifs a commencé à susciter plus d'intérêts avec l'arrivée de participants professionnels (notamment des acteurs traditionnels comme les banques et les bourses). Dans ce contexte, la nouvelle forme de levée de fonds sur la *blockchain*, la *Security Token Offering (STO)*, a vu le jour.⁹

Le présent travail vise à faire un état de lieux non-exhaustif des émissions de *tokens* (*ICOs/STOs*) et a pour public cible des lecteurs qui ne sont pas spécialisés dans le domaine. Son but est de vulgariser la *blockchain* et de contribuer à une discussion davantage ouverte sur le sujet en Suisse romande. Pour ce faire, il reprend les fondements de cette technologie tout en relevant les principaux aspects juridiques. Ainsi, il est divisé en trois parties principales : dans un premier temps, un contexte général sera dressé (cf. Chap. 1). Deuxièmement, une qualification juridique de *tokens* sera tentée (cf. Chap. 2). Pour finir, l'émission de *tokens* en elle-même sera discutée (cf. Chap. 3). Les analyses juridiques se feront principalement sous l'angle du droit des marchés financiers mais nous discuterons également brièvement de certains aspects du droit privé suisse. Le marché secondaire ne sera pas traité dans ce travail bien qu'il s'agisse d'un sujet important et qui fera l'objet d'une étude ultérieure. Les aspects fiscaux, les considérations de droit international privé et de droit pénal ainsi que les questions liées à la législation sur la poursuite pour dettes et la faillite ne seront pas non plus traités.

Par ailleurs, il est à noter que la *tokenisation* est un phénomène nouveau et en pleine évolution. Contrairement à d'autres nations comme Malte¹⁰ ou le Lichtenstein¹¹, la Suisse n'envisage pas de créer une législation spécifique à la *blockchain* ; en effet, les diverses lois actuellement en vigueur seront adaptées à cette technologie durant les années à venir.¹² En outre, les tribunaux suisses n'ont pas, au moment de la rédaction de ce travail, encore été amenés à se prononcer sur la plupart des questions controversées qui se posent.

⁹ PwC ICO/STO Report 2019, p. 1.

¹⁰ Site web MFSA *virtual financial assets framework*.

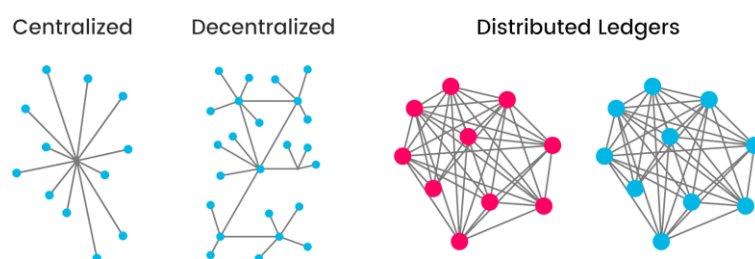
¹¹ Communiqué de presse Lichtenstein *blockchain act*.

¹² Rapport explicatif CF AP-LF TRD ; À ce sujet, voir également la motion Merlini.

1. *Blockchain, Initial Coin Offering et token*

1.1. Terminologie fréquemment utilisée, caractéristiques et délimitations

1. La ‘*distributed ledger technology*’ (DLT) est une base de données en ligne répartie entre plusieurs participants de sorte que chacun d’entre eux possède une copie de l’ensemble des données enregistrées.¹³ Chaque modification de données est approuvée par les participants¹⁴, puis archivée sur toutes les copies de ce registre constamment synchronisées entre elles. Si un participant souhaite altérer les données sans approbation, il ne peut le faire car il devrait alors changer les données chez 51% des participants, à leur insu.¹⁵ La DLT permet donc d’instaurer un historique vérifiable de données.¹⁶ La technologie est basée sur la cryptographie qui devrait en principe assurer la sécurité du réseau.¹⁷ Le concept de la DLT peut être visuellement représenté comme suit :



Source: Site web Blockgeeks blockchain

2. La ‘*blockchain*’ est une forme particulière de DLT. Elle peut être décrite comme un registre virtuel décentralisé et distribué sur lequel les transactions d’actifs virtuels (p.ex. le *bitcoin*) ou réels *tokenisés* (p.ex. une œuvre d’art *tokenisée*) sont enregistrées. Les transactions sont alors archivées non seulement sur une seule source mais chez chaque participant¹⁸. Par conséquent, cette approche rend l’activité d’intermédiation¹⁹ obsolète.²⁰ Pour résumer, les caractéristiques principales de la *blockchain* classique sont :

¹³ Rapport CF *blockchain*, p. 23 à 27.

¹⁴ En principe, l’approbation de 51% des participants est nécessaire, mais ce pourcentage peut varier selon le protocole en question (GUPTA 2018, p. 7.).

¹⁵ Un réseau de DLT n’est donc pas maintenu et géré par une personne ou entité déterminée. Pour acquérir le contrôle, il faudra en principe détenir au moins 51% du réseau. Selon le Rapport GCBF, p. 22 : une prise de contrôle du réseau *bitcoin* nécessitera « une puissance de calcul informatique évaluée [...] à plus de cinquante fois supérieure à celle de [...] Google », ce qui rend une prise de contrôle pratiquement impossible.

¹⁶ Guide pratique ASB, p. 16 ; HARI/DUPASQUIER 2018, p. 424.

¹⁷ Site web Blockgeeks *blockchain*.

¹⁸ Ou la plupart d’entre eux.

¹⁹ L’activité d’intermédiation sous-entend la centralisation. Les intermédiaires interviennent afin d’instaurer la confiance dans les systèmes dans lesquels les participants ne se font autrement pas confiance entre eux.

²⁰ Il y a des limites pratiques et conceptuelles à la désintermédiation, p.ex., en lien avec la conservation et l’administration des objets physiques *tokenisés* ; Swiss Blockchain Taskforce 2018 p. 3.

- Décentralisation et distribution ;
 - Immutabilité / inviolabilité : aucun participant ne peut falsifier une transaction après son enregistrement dans le registre ; la transaction, en tant que telle, ne peut plus être annulée ni supprimée. Pour revenir en arrière, une nouvelle transaction dans le sens inverse entre les deux participants impliqués doit être effectuée.²¹
 - Transparence : chaque participant peut vérifier l'historique des transactions effectuées sur chaque unité de *token* et peut se renseigner sur l'origine des *tokens* (adresse publique de l'émetteur), les transferts consécutifs (adresses publiques des expéditeurs et destinataires) et le montant d'unités transférées.²²
 - Anonymat : chaque participant a une ou plusieurs adresses publiques composées de chiffres et lettres aléatoires. On peut comparer cette adresse publique à une adresse *email* : une personne peut en posséder plusieurs sans aucune identification et ainsi utiliser les diverses adresses *email* pour recevoir des messages électroniques. Dans ce sens, sur la *blockchain*, chaque participant est en principe libre de créer autant de comptes qu'il le désire, voire même une adresse publique par transaction envisagée, sans devoir divulguer sa véritable identité.²³
3. Il est important de noter que différents modèles de *blockchain* peuvent être conçus. Ainsi, une *blockchain* peut être '**publique**' (p.ex. le *bitcoin*) de sorte que chacun peut y participer, ou '**privée**' dans la mesure où l'accès est conditionné à une autorisation.²⁴ En principe, les données mises sur la *blockchain* sont consultables par les participants mais certaines informations²⁵ peuvent être stockées dans des registres '**off-chain**',²⁶ afin de permettre la conformité avec les règles de protection des données^{27, 28}. La combinaison de ces deux concepts offre de nouveaux horizons dans le monde de la *blockchain*²⁹, notamment du point

²¹ GUPTA 2018, p. 7.

²² HARI/DUPASQUIER 2018, p. 428 s.

²³ Rapport GCBF, p. 21 : l'anonymat pose plusieurs problèmes de blanchiment d'argent.

²⁴ Rapport CF *blockchain*, p. 24 ; La procédure d'autorisation peut inclure un contrôle d'identité.

²⁵ P.ex. à caractère personnel.

²⁶ C.-à-d., en dehors de la *blockchain*.

²⁷ Notamment, le RGPD et la LPD.

²⁸ Site web Medium *tokenising shares* ; Pour un survol des enjeux de la protection de données liés à la *blockchain*, voir CNIL 2018.

²⁹ Concrètement, l'adresse publique d'un détenteur de *tokens* sera donc visible à tous les participants de la *blockchain*, mais une base de données privée et *off-chain* peut assurer le maintien sûr de données à caractère personnel (p.ex. nom et prénom, date de naissance, adresse de domicile, etc.). Un lien entre l'adresse publique et ces données privées peut être établi, de sorte que les personnes autorisées à accéder à la base *off-chain* pourront identifier la personne derrière cette adresse publique. De cette manière, les risques de blanchiment d'argent seront

de vue de la *tokenisation* d'actions.³⁰

4. Un '*smart contract*' est un code informatique qui est programmé pour exécuter automatiquement une certaine action, voire une transaction, lorsque les conditions prédéfinies sont remplies.³¹ Combiné avec la DLT, il permet notamment l'exécution automatique et simultanée d'échanges de *tokens* entre détenteurs.³² Cette technologie automatise ainsi le processus transactionnel et réduit l'intérêt d'une intermédiation.³³ Contrairement à ce que son appellation pourrait faire croire, un *smart contract* n'est en principe pas, en tant que tel, un contrat au sens juridique du terme.³⁴
5. Les '*cryptoactifs*' (aussi appelé crypto-avoirs) d'une personne sont les valeurs patrimoniales de cette personne qui se présentent sous une forme digitale.³⁵ Les '*tokens*' (aussi appelé jetons), basés sur la *blockchain*, en font partie.³⁶ Un *token* est une donnée informatisée qui incorpore et instrumentalise une certaine fonctionnalité et finalité. Ainsi, un *token* peut, selon les enthousiastes de la '*tokenisation*', représenter un moyen de paiement³⁷, fournir l'accès à une infrastructure, ou encore incorporer divers droits ou prétentions contractuelles.³⁸

également réduits (mais non pas supprimés car le détenteur d'un compte *blockchain* pourrait toujours transmettre ses identifiants à une autre personne sans procéder à la modification des données sur le registre *off-chain*).

³⁰ La blockchain permet technologiquement une tenue parfaite du registre d'actionnaires (voir exemple de l'État du Delaware (USA) qui a légiféré dans ce sens en 2017 (Site web État du Delaware) ; Rapport explicatif CF AP-LF TRD, p. 27). Par ailleurs, elle permet également la tenue parfaite d'assemblées générales virtuelles d'actionnaires (VON DER CRONE/GROB 2018, p. 20).

³¹ SLTA 2018, p. 9 s.

³² Dans une telle opération, le *smart contract* est codé comme suit : si A transmet 20 *tokens* X à B, alors B transmet 10 *tokens* Y à A. Ainsi, quand A transmet les *tokens* X à B conformément au *smart contract*, la transmission des *tokens* Y à A se fait automatiquement par le logiciel sans que B puisse altérer cette exécution.

³³ Car le manque de confiance n'a plus à avoir lieu ; SLTA 2018, p. 10.

³⁴ HARI/DUPASQUIER 2018, p. 443.

³⁵ Ces valeurs sont, en principe, sécurisées par un système cryptographique ; Guide pratique ASB, p. 17.

³⁶ Un *token* est enregistré sur la *blockchain* et peut être transmis par son détenteur à une autre personne par le biais de cette technologie.

³⁷ Un *token* de paiement est aussi appelé cryptomonnaie. Il faut faire la distinction entre les cryptomonnaies (c.-à-d., les *tokens* de paiement) et les monnaies légales (c.-à-d., une monnaie décrétée par l'État – aussi appelées monnaies fiat – comme p.ex. le CHF, le USD, le EUR, etc.). Une cryptomonnaie peut théoriquement recevoir le statut de 'cours légal' par un État, de sorte que personne ne peut refuser de le recevoir en paiement sur le territoire de cet État. À l'heure actuelle, aucun État n'a, à notre connaissance, reconnu les cryptomonnaies comme monnaies légales.

³⁸ P.ex., un droit d'utiliser une plateforme et/ou de bénéficier d'un certain service, une prétention contractuelle ('*contractual claim*', droit relatif invocable uniquement envers le cocontractant dans une relation contractuelle) à la perception du rendement d'un actif (matériel ou immatériel) ou d'une activité, une prétention contractuelle au transfert d'un actif (matériel ou immatériel), voire une action d'une entreprise, une obligation, un bon de participation ou de jouissance, une part d'un fond de placement collectif ou encore un dérivé dont la valeur découle d'un actif sous-jacent comme p.ex. l'or ou le USD. Selon les enthousiastes de la *tokenisation*, un *token* pourrait également incorporer le droit de propriété (droit absolu invocable contre tous et chacun) sur un actif (matériel ou immatériel) de sorte que la propriété de ce bien ne se transfère qu'avec le transfert du token en question. (MME

6. Le terme ‘**initial coin offering**’ (*ICO*)³⁹ est une déclinaison du terme ‘*initial public offering*’ (*IPO*). Selon la FINMA, les souscripteurs/investisseurs versent, lors d’une *ICO/STO*, un montant en cryptomonnaie à l’adresse publique *blockchain* de l’organisateur ou un montant en monnaie légale à un compte bancaire de celui-ci. En échange, ils reçoivent ou s’attendent à recevoir des *tokens* liés à un projet ou une entreprise de l’émetteur de ces *tokens*.⁴⁰ Il s’agit donc d’une levée de fonds en ligne.⁴¹ En général, la notion d’*ICO* désigne l’émission de *tokens* n’incorporant aucun droit ou prétention contractuelle (cryptomonnaies) ou de *tokens* assimilés à un produit ou service ne relevant pas du secteur financier (jetons d’utilité). En revanche, les émissions de *tokens* incorporant de droits (autre que les droits d’accès à une plateforme basée sur la *blockchain*) sont qualifiées de ‘**security token offering**’ (*STO*), en raison de leur assimilation à des droits-valeurs (*security*).⁴²
7. Dans sa conception, un ‘**white paper**’ ressemble à un plan d’affaires (*business plan*).⁴³ Il s’agit donc d’un document dans lequel l’émetteur de *tokens* explique les aspects principaux du projet.⁴⁴ Les émetteurs y incluent très souvent une note légale (*disclaimer*).⁴⁵ Dans les cas où la loi exige l’établissement d’un prospectus d’émission, l’émetteur devra encore publier un prospectus⁴⁶ car le *white paper* ne remplit, en principe, pas les exigences légales à cet effet.⁴⁷ Finalement, une partie ‘*sales restrictions*’ spécifie les personnes qui ne devraient pas participer à l’*ICO/STO* soit en raison de leur domicile⁴⁸, soit en raison de leur

2018, p. 6 à 9 ; VON DER CRONE/KESSLER/ANGSTMANN 2018, p. 337 à 343).

³⁹ Les notions de ‘*token sale*’ et de ‘*token generating event*’ (*TGE*) sont également fréquemment utilisées avec certaines subtilités, tout en faisant fondamentalement référence au même processus.

⁴⁰ Communication FINMA *ICOs*, p. 2 ; Guide Pratique FINMA *ICOs*, p. 1.

⁴¹ Toute personne connectée à internet peut en principe ‘investir’ dans une *ICO/STO* (ESMA investor alert on *ICOs*, p. 2) à l’instar du financement participatif en ligne ; « Le terme de *crowdfunding* désigne le financement d’un projet par un certain nombre de prêteurs de fonds (bailleurs de fonds des projets). La foule (*crowd*) finance donc des projets téléchargés par les responsables du projet en règle générale sur une plateforme Internet (*crowdfunding-platform*). Si un investisseur est intéressé par un projet, il peut le soutenir financièrement sur cette plate-forme. » (Fiche d’information FINMA *crowdfunding*, p. 1) ; Swiss Blockchain Taskforce 2018, p. 3.

⁴² La FINMA les intitule ‘*asset tokens*’ (Guide Pratique FINMA *ICOs*, p. 3 ; cf. N 49).

⁴³ Rapport CF *blockchain*, p. 34.

⁴⁴ Ainsi, on y trouve très souvent une description du projet à financer et du déroulement de l’*ICO/STO* (notamment, les diverses étapes de financement), un survol sur l’équipe derrière le projet et la levée de fonds et une explication des caractéristiques techniques et fonctionnelles des *tokens* à émettre (Rapport CF *blockchain*, p. 34).

⁴⁵ La note légale précise qu’il ne s’agit pas d’une offre (appel aux investisseurs), ni d’un conseil en investissement ou d’un conseil juridique, et dénie toute responsabilité quant au contenu du *white paper* afin de restreindre la portée légale de ce document.

⁴⁶ Art. 652a ou 1156 CO.

⁴⁷ Dans le cas contraire, l’émetteur pourrait engager sa responsabilité tant du point de vue contractuel, pénal et/ou administratif.

⁴⁸ P.ex., les personnes domiciliées aux USA et en Chine sont très souvent exclues car les législations de ces pays sont restrictives. En Chine, les *ICOs* sont interdites. Aux USA, les *ICOs* sont souvent considérées comme offre et vente de valeurs mobilières selon le droit fédéral et une obligation d’enregistrement auprès de la SEC existe. En

statut⁴⁹.

1.2. Potentiel de la *blockchain* et de la *tokenisation*

8. En raison de sa conception de désintermédiation, la *blockchain* offre des nouvelles voies dans le monde de la finance. En effet, elle permet d'instaurer plus de confiance entre les divers acteurs grâce à sa caractéristique de transparence, combinée avec les *smart contracts* permettant l'exécution automatique et simultanée des opérations.⁵⁰
9. Ainsi, tant dans le domaine du négoce d'instruments financiers qu'en ce qui concerne les systèmes de paiement, cette technologie a pour potentiel de réduire significativement les tâches administratives (*'back-office'*) et les coûts y relatifs. Dans ce contexte, plusieurs banques mondialement importantes développent d'ores et déjà et de concert un projet de système de paiement interbancaire à la base de la *blockchain* en raison des avantages que cette technologie présente en lien avec les processus de règlement (*'settlement'*).⁵¹ Par ailleurs, en 2018, la bourse suisse SIX a annoncé travailler sur sa plateforme SIX Digital Exchange (*SDX*) ; la première infrastructure au monde à offrir un service entièrement digitalisé de négoce, de règlement⁵² et de dépôt de cryptoactifs (*'custody'*).⁵³
10. Outre les raisons d'optimisation des processus précités, la *blockchain* permet de numériser des actifs (*tokenisation*).⁵⁴ Dans ce contexte, les *tokens* peuvent incorporer des instruments financiers classiques comme les actions et les obligations.⁵⁵ Il est également envisageable qu'ils incorporent des objets physiques (p.ex. une œuvre d'art ou un bien immobilier).⁵⁶ En ce qui concerne ces derniers, la *tokenisation* permet ainsi de fractionner les parts de

cas d'offre aux personnes domiciliées dans ces pays, les organisateurs s'exposent aux risques de poursuite administrative et/ou pénale (SEC investor bulletin on *ICOs*).

⁴⁹ Notamment parce que la personne figure sur une liste de sanctions dans le contexte de la lutte contre le terrorisme et son financement. (Site web FINMA Sanctions et déclarations du GAFI).

⁵⁰ La *blockchain* permet donc de réduire l'intérêt notamment à des contreparties centrales (*'clearing houses'*) car le risque de défaut des parties peut être éliminé par l'exécution presque immédiate et simultanée des transactions.

⁵¹ À ce sujet, voir Communiqué de presse Credit Suisse *utility settlement coin*.

⁵² La *blockchain* permet l'exécution presque immédiate de cette étape éliminant ainsi les tâches et les coûts administratifs y relatifs.

⁵³ Site web *SIX digital exchange* ; Concernant la garde de *tokens*, l'idée de base de la *blockchain* veut que chaque participant conserve soi-même ses *tokens*. Or, cette option semble présenter des risques importants (cf. N 17). Pour cette raison, les titulaires de cryptoactifs conséquents préfèrent en règle générale déposer leurs *wallets* auprès de fournisseurs de service spécialisés dans ce domaine pour une conservation sécurisée (cf. N 17).

⁵⁴ Cf. N 5.

⁵⁵ ESMA Advice on *ICOs* and crypto-assets, N 45 et 72.

⁵⁶ Il n'est pas possible de dresser une liste exhaustive des possibilités (Entretien ZEEB *SIX Digital Exchange* ; Guide pratique ASB, p. 15 ; ESMA Advice on *ICOs* and crypto-assets, N 72).

propriété (*'fractional ownership'*) et de les rendre négociables (p.ex. sur internet).⁵⁷

11. Concernant les instruments financiers classiques, l'avantage de la *blockchain* se concrétise principalement dans le processus d'émission (*STOs*). En effet, les *STOs* présentent tous les avantages du financement participatif dans la mesure où elles ont en principe également une étendue mondiale due au fait que la distribution des *tokens* se fait sur internet.⁵⁸ Par ailleurs, les *STOs* contribuent à la démocratisation des marchés de capitaux car les seuils de participation sont en règle générale significativement moins élevés comparés aux modes classiques de financement d'entreprise.⁵⁹ En outre, l'organisation d'une levée de fonds par le biais d'une *STO* est souvent moins coûteuse car la promotion se fait principalement sur internet et les porteurs de projet ne doivent pas investir autant de ressources tant financières qu'humaines pour convaincre les investisseurs 'professionnels' (p.ex. les *roadshows*⁶⁰). De plus, la nature de pair à pair de telles levées de fonds permet de réduire le niveau d'implication d'intermédiaires financiers traditionnels des marchés de capitaux (p.ex. banques) et de minimiser ainsi les coûts y relatifs.⁶¹ Enfin, la tenue d'une campagne de financement participatif donne souvent une grande visibilité aux porteurs de projets, s'avérant très intéressant si leur image est bien gérée lors de ce processus.⁶²
12. Contrairement au *crowdfunding* classique et à l'instar d'une entrée en bourse, les *tokens* émis peuvent en principe facilement être négociés sur le marché secondaire, ce qui rend les *STOs* plus attractifs aux yeux des investisseurs.⁶³

Par ailleurs, la levée de fonds par le biais de la *blockchain* a encore l'avantage que cette technologie offre le potentiel d'une gouvernance efficace des droits émis. Outre les caractéristiques susmentionnées (notamment la transparence), l'organisation des titulaires de *tokens* sur un réseau de *blockchain* facilite le partage d'informations (*'reporting'*) et les contrôles (p.ex. audit) et peut même permettre le paiement de manière simple et directe

⁵⁷ Entretien ZEEB SIX Digital Exchange ; Rapport OECD 2019, p. 24 à 32.

⁵⁸ Rapport CF *blockchain*, p. 36 ; Rapport OECD 2019, p. 24 à 32 ; Toute personne connectée à internet peut y investir (cf. FN 41).

⁵⁹ Rapport CF *blockchain*, p. 36 ; Rapport OECD 2019, p. 24 à 32 ; Site web PME *tokenisation* ; Site web AXA *crowdfunding* ; Contrairement aux modes classiques de financement avec lesquels l'on cherche à récolter une certaine somme d'un petit nombre de participants, le *crowdfunding* vise à obtenir des petits montants d'un grand nombre de participants afin d'atteindre la même somme.

⁶⁰ Il s'agit d'une série de présentations (*'pitch'*) faites par le souscripteur principal (en règle générale, une banque) et l'équipe de direction de l'entreprise sur le point d'entrer en bourse à divers endroits en vue de convaincre les investisseurs potentiels dans le cadre d'une *IPO* (Site web Investopedia *roadshow*).

⁶¹ Rapport CF *blockchain*, p. 33 ; Rapport OECD 2019, p. 24 à 32.

⁶² Site web PME *tokenisation* ; Rapport OECD 2019, p. 24 à 32.

⁶³ Rapport CF *blockchain*, p. 36 ; Ce point dépend de l'existence d'un tel marché secondaire.

d'éventuels dividendes (en cas d'actions *tokenisées*), voire d'intérêts (en cas d'obligations *tokenisées*).⁶⁴ C'est d'ailleurs dans ce contexte que divers établissements financiers importants ont déjà émis des obligations par le biais de la *blockchain* ou envisagent de le faire prochainement.⁶⁵ Enfin, la *tokenisation* des actions des SA est un concept devenant de plus en plus populaire parmi les PME suisses en raison de ce qui précède.⁶⁶

1.3. Risques

13. Afin de pouvoir se construire une idée plus claire de l'émission de *tokens*, une analyse des risques et menaces actuels qui y sont liés semble nécessaire.⁶⁷ Il faut cependant noter qu'il s'agit d'une technologie encore très jeune et qu'un nombre considérable d'acteurs essaient d'en adresser les déficiences.

1.3.1. Inexpérience du public cible et utilisation frauduleuse de la technologie

14. La vaste majorité des *ICOs* est organisée par des entreprises à un stade très précoce dans leur développement. Souvent, les *tokens* émis n'ont pas de valeur intrinsèque autre que la possibilité de les utiliser pour accéder à une plateforme développée par l'émetteur.⁶⁸ Par ailleurs, quand ils sont légitimes, les projets à financer par une *ICO* portent souvent sur des modèles d'affaires expérimentaux et novateurs, de sorte que les émetteurs ne donnent pas (et ne peuvent logiquement pas donner) une garantie quant à leur succès.⁶⁹
15. Or, certains émetteurs font des promesses non-fondées et même frauduleuses. En effet, de nombreux projets frauduleux de cryptoactifs ont déjà été rapportés. Force est de constater qu'il y a, par exemple, énormément de pseudo-entrepreneurs qui veulent financer un 'projet' « *sans avoir en réalité l'intention de développer quelque projet que ce soit* »^{70, 71}
16. Ainsi, un investisseur/souscripteur potentiel devra s'assurer qu'il comprend bien le projet qu'il entend financer, le *token* qu'il envisage d'acquérir, l'équipe qui promet de les

⁶⁴ Site web PME *tokenisation*.

⁶⁵ Communiqué de presse Worldbank ; Communiqué de presse Bundesministerium Finanzen.

⁶⁶ Communiqué de presse Mt Pelerin ; CMTA actions *tokenisées*.

⁶⁷ Ces risques et menaces concernent l'ensemble du cycle de vie de *tokens* (émission, conservation et négoce). La plupart des menaces sont d'ailleurs interconnectées.

⁶⁸ ESMA investor alert on *ICOs*, p. 1 ; Il y a néanmoins de plus en plus d'entités établies et opérationnelles qui s'intéressent aux *STOs*.

⁶⁹ *Id.*

⁷⁰ Dans son rapport, GCBF note « *[qu'environ] deux tiers des ICOs lancées se sont soldées par des échecs ou se sont révélées être des escroqueries* » (Rapport GCBF, p. 26). Selon un rapport à disposition de l'ESMA, environ 80% des *ICOs* sont des cas frauduleux (ESMA Advice on *ICOs* and crypto-assets, N 49).

⁷¹ ESMA Advice on *ICOs* and crypto-assets, p. 14, N 49 ; Rapport GCBF, p. 25.

développer et les risques économiques que sa participation à cette émission engendre⁷².

17. Enfin, même si la cryptographie permet de sécuriser la *blockchain*, un risque de **perte** et de **vol des identifiants d'accès** au compte⁷³ d'un utilisateur persistent toujours, comme avec toute autre donnée informatique.⁷⁴ À l'heure actuelle, toute solution qui permet de réduire ce risque (p.ex. le dépôt du *wallet* auprès d'une entité spécialisée⁷⁵) compromet les principes de décentralisation et d'anonymat. En outre, ces solutions ne sont pas dépourvues de risques (cf. *failles technologiques*).

1.3.2. Immaturité du marché et insuffisance de la protection juridique

18. L'**illiquidité** et la **volatilité**⁷⁶ extrême sont des risques très élevés, touchant la vaste majorité des cryptoactifs.⁷⁷
19. La participation à des *ICOs/STOs* étrangères ainsi que l'utilisation des services des fournisseurs étrangers peuvent engendrer des risques, autre que les fraudes. À titre d'exemple, il se peut que l'émetteur de *tokens* ou le fournisseur de service soit actif dans un pays où la réglementation n'est pas claire et, par conséquent, se retrouve face à des poursuites judiciaires et administratives. Dans de tels cas, les souscripteurs/investisseurs seront sans doute victime (p.ex., cession d'activité et/ou blocage des fonds⁷⁸).⁷⁹

Il se peut également que ces entités étrangères ne soient **pas régulées de manière**

⁷² L'adage veut que « *plus les rendements promis sont élevés, plus le risque est élevé* » (Avertissement FINMA protection d'investisseurs 2018, p. 20). Dans ce contexte, il apparaît que la grande majorité des *tokens* émis en 2017 est descendue en valeur après leur émission et que 30% ont perdu toute valeur (ESMA Advice on *ICOs* and crypto-assets, N 47).

⁷³ Aussi appelé portefeuille ou '*wallet*'.

⁷⁴ Rapport CF *blockchain*, p. 32 ; Contrairement à un compte d'*email* ou d'*e-banking*, la personne titulaire du *wallet* ne pourra pas bloquer celui-ci en cas de perte ou de vol (afin d'éviter toute transaction depuis ce compte sans son accord) et ne pourra pas réclamer un nouvel accès, ni exiger que les transactions effectuées à son insu soient annulées. En effet, les transactions sont irréversibles, la *blockchain* est décentralisée et les comptes ne sont, en principe, pas gérés par une entité centrale (Avertissement FINMA protection d'investisseurs 2018, p. 13). Ce qui précède concerne également les transactions effectuées de manière incorrecte (p.ex. fausse adresse de destination). En droit suisse, une telle erreur pourrait déclencher l'application des règles sur l'enrichissement illégitime (art. 62 ss CO). Néanmoins, si l'on ne peut identifier le partenaire contractuel, il ne sera pas possible de le contacter ni de procéder à la restitution (Avertissement FINMA protection d'investisseurs 2018, p. 13).

⁷⁵ Pour plus d'informations à ce sujet, voir '*hot wallet*' (Site web Investopedia *hot wallet*) et '*cold storage*' (Site web Investopedia *cold storage*) ainsi que '*cryptocurrency custody solutions*' (Site web Investopedia *cryptocurrency custody*).

⁷⁶ Selon House of Commons, N 64 : « *Crypto-assets have no inherent value. In the absence of any market fundamentals, their prices fluctuate according to sentiment. This causes far higher volatility than other asset classes, exposing investors to larger potential gains, but correspondingly greater risk of loss* ».

⁷⁷ La valeur des cryptomonnaies et des jetons d'utilité est, en principe, uniquement déterminée par le jeu de l'offre et de la demande (ESMA investor alert on *ICOs*, p. 2).

⁷⁸ À titre d'exemple, voir le Site web QuadrigaCX.

⁷⁹ Communiqué de presse IOSCO *ICOs*, p. 1.

adéquate, voire pas régulées du tout. Ainsi, en l'absence d'une réglementation adéquate, ces infrastructures sont plus vulnérables face à des événements malheureux.⁸⁰ En effet, le but principal d'une surveillance réglementaire est la protection des investisseurs et de l'intégrité du marché.⁸¹ En conséquence, quand les mesures organisationnelles adéquates ne sont pas mises en place, il devient plus facile pour des personnes malintentionnées d'en profiter.⁸²

1.3.3. Failles technologiques

20. Les déficiences de système sont un problème important dans le monde de la *blockchain*, cette technologie étant en plein développement. Un exemple parfait d'une telle déficience de système était le projet '*the Decentralized Autonomous Organization*' (DAO).⁸³
21. Comme tout système informatique, la *blockchain* est également vulnérable aux attaques de *hacking* et *code cracking*.⁸⁴ Par exemple, les auteurs de telles attaques pourraient accéder aux *wallets* des utilisateurs et effectuer des transactions à leur guise. Grâce à l'anonymat lié aux *comptes* destinataires, il est particulièrement difficile d'identifier à qui ces fonds ont été versés et où l'auteur et/ou le bénéficiaire se trouvent géographiquement, de sorte que toute action policière et judiciaire devient pratiquement impossible. Selon le rapport du GCBF, ces vols « *se chiffrent souvent à des sommes équivalant à plusieurs dizaines de millions de dollars* ». ⁸⁵

1.3.4. Activités illégales et blanchiment d'argent

22. L'**anonymat** constituant une caractéristique fondamentale des *blockchains* dominantes, la

⁸⁰ P.ex., le co-fondateur d'une plateforme d'échange canadienne de cryptoactifs est récemment décédé en étant la seule personne à connaître les identifiants de certains *wallets* sur lesquels les cryptoactifs des clients étaient conservés. Environ USD 130 millions ne sont plus accessibles à cause de cet événement (Site web Themerkle) ; ESMA investor alert on ICOs, p. 1.

⁸¹ Art. 4 LFINMA ; Rapport GCBF, p. 24 ; ZULAUF/EGGEN 2013, p. 6.

⁸² À titre d'exemple, en l'absence de tout contrôle réglementaire, un émetteur de *tokens* qui a listé ses *tokens* sur une plateforme d'échange pourrait procéder à des nouvelles émissions du même *token* à l'insu des souscripteurs/investisseurs et de la plateforme, et ainsi manipuler le marché de ce *token* ; Rapport GCBF, p. 25 ; House of Commons, N 111.

⁸³ Du 30 avril 2016 au 28 mai 2016, une start-up allemande a levé environ USD 150 millions pour son projet en émettant des *tokens* DAO. Juste avant la fin de l'ICO, des faiblesses dans le code informatique ont été découvertes (SEC Report The DAO, p. 2 à 9). Même si la start-up a essayé de prendre des mesures, elle n'a pas pu prévenir l'événement du 17 juin 2016 : un souscripteur (ou un groupe de souscripteurs) a redirigé un tiers des fonds récoltés vers une autre adresse *blockchain*, tout en respectant le protocole (il ne s'agissait donc pas d'une '*attaque de hacking*' proprement dite) (Rapport GCBF, p. 24). Ainsi, environ 50 millions de USD ont été 'volés' à cause d'un bogue dans le code.

⁸⁴ MME 2018, p. 13 ; L'absence d'une réglementation adéquate (p.ex. des standards minimaux) peut notamment accentuer ces risques.

⁸⁵ Rapport GCBF, p. 23.

détermination de l'identité réelle de la personne derrière une adresse et une transaction est très difficile.⁸⁶

En outre, l'exécution des transactions de cryptoactifs se fait plus **rapidement** par rapport aux monnaies légales, dans la mesure où « *les montants impliqués peuvent [...] être mis presque immédiatement à disposition d'utilisateurs anonymes disséminés aux quatre coins du globe* ». ⁸⁷ Finalement, le détenteur d'un compte peut donner, sur internet, les identifiants de son compte à une autre personne, peu importe où elle se trouve, « *dans le plus parfait anonymat* ». ⁸⁸

Au vu de ce qui précède, les cryptoactifs⁸⁹ sont des outils parfaitement adaptés aux actes de blanchiment d'argent⁹⁰ et sont de plus en plus répandus parmi les criminels qui sont à la recherche de nouveaux outils pour échapper à la croissance continue de la réglementation en matière de blanchiment d'argent.⁹¹

23. Les infractions typiques, préalables au blanchiment d'argent⁹², ou celles facilitées par l'anonymat offert par la *blockchain* sont notamment :

- le trafic de stupéfiants et d'armes (p.ex. sur le *darknet*)⁹³ ;

⁸⁶ En plus du degré d'anonymat de base offert par cette technologie, les utilisateurs recherchant un anonymat plus étendu pour une raison ou une autre, recourent souvent aux outils suivants : (i) la 'signature par cercle' ('*ring signature*'), basée sur un algorithme, réunit plusieurs utilisateurs sous une seule et même adresse. Lorsque l'un des utilisateurs effectue une transaction, celle-ci part de l'adresse du groupe ; ainsi, il n'est plus possible de savoir quel utilisateur a donné l'ordre (Rapport GCBF, p. 21 ; Pour plus d'informations sur les aspects technologiques, voir Site web Medium *ring signatures*) ; (ii) Les services de 'mélange' ('*mixers/tumblers*'), qui permettent de cacher le montant réel d'une transaction en la fractionnant lors de l'exécution. Un tel service reçoit la transaction à effectuer, la répartit entre un grand nombre d'autres adresses et effectue par la suite des milliers de transactions de petits montants vers l'adresse du destinataire (Rapport GCBF, p. 21).

⁸⁷ Rapport GCBF, p. 22.

⁸⁸ *Id.*

⁸⁹ Les cryptomonnaies, comme le *bitcoin* et l'*ether*, en raison de leur haute liquidité et de l'existence d'acheteur et de vendeur partout dans le monde sont particulièrement concernés.

⁹⁰ Le blanchiment d'argent est la dissimulation de fonds d'origine criminelle par la réintroduction de ces fonds dans le cercle économique légal, de manière à cacher leurs origines criminelles (Site web UNODC money laundering ; CORBOZ 2010, p. 630 ss). En droit suisse, il ne peut y avoir un acte de blanchiment d'argent que si les fonds en question proviennent d'une crime au sens de l'art. 10 al. 2 CP ou d'un délit fiscal qualifié au sens de l'art. 305bis al. 1bis CP (art. 305bis CP ; LOMBARDINI 2016, p. 69, N 277).

⁹¹ Rapport GCBF, p. 22 ; HAUSER-SPÜHLER 2017, p. 117, N 74.

⁹² DE PREUX/TRAJILOVIC 2018, p. 66.

⁹³ À titre d'exemple, *Liberty Reserve*, une version *crypto* de *Western Union* ou de *PayPal*, a permis, pendant plusieurs années, à ses utilisateurs non-vérifiés de transmettre de l'argent de manière anonyme et non-traçable (HAUSER-SPÜHLER 2017, p. 120, N 82; GAFI Guidance, p. 33). Selon le GAFI, « *Liberty Reserve avait été conçu de manière à contourner toute surveillance réglementaire et policière, et ainsi à aider les criminels à distribuer, stocker et blanchir les produits des activités de fraude de carte de crédit, de vol d'identité, d'escroquerie aux investisseurs, de piratage informatique, de trafic de stupéfiants et de pédopornographie* » (GAFI Guidance, p. 33, trad. lib.). Par le biais de *Liberty Reserve*, environ USD 6 milliards auraient été blanchis (Site web The Economist).

- le financement d'actes terroristes⁹⁴.

1.4. Développements politiques et intervention réglementaire

24. Les cryptoactifs, comme expliqués ci-dessus, engendrent des risques considérables pour les souscripteurs/investisseurs mais aussi pour l'intégrité du marché. En raison de sa conception révolutionnaire et de sa structure décentralisée, de nombreux cas d'application de la *blockchain* ne sont souvent pas compatibles avec les pratiques réglementaires traditionnelles dans de nombreux pays. Dans ce contexte, cette nouvelle technologie tombe souvent dans un 'vide' juridique. Ainsi, il arrive que des marchés non-régulés, avec beaucoup d'activités frauduleuses et illégales, se créent ou que le potentiel de la *blockchain* se voit simplement limité.⁹⁵
25. En 2014, le CF a publié sa première analyse en matière de cryptomonnaies.⁹⁶ C'était alors la première fois qu'une entité étatique suisse déclarait que « *les opérations impliquant des [cryptomonnaies] sont couvertes par la législation en vigueur et ne se déroulent donc pas dans un vide juridique* ». ⁹⁷
26. Dans le même contexte, la surveillance des marchés financiers en Suisse ayant également pour but de « *contribue[r] [...] à améliorer la réputation, la compétitivité et la viabilité de la place financière suisse* »⁹⁸, la FINMA a d'abord créé son 'Fintech desk' en 2015⁹⁹ et a ensuite publié sa première communication en septembre 2017¹⁰⁰ afin d'encourager les entrepreneurs *blockchain*¹⁰¹. Dans cette communication, elle a certes averti les souscripteurs/investisseurs des risques, mais a également annoncé que le droit suisse des marchés financiers est fondé sur des principes et « *se veut neutre à l'égard de la*

⁹⁴ P.ex., une organisation terroriste peut lever des fonds par le biais d'une ICO, en se cachant derrière un projet en réalité non-existant (Rapport CF *blockchain*, p. 145 ; Rapport GCBF, p. 30 s).

⁹⁵ GREENE/AMICO/BALA 2018, p. 254. Pour une liste des communications et publications des autorités de surveillance des marchés financiers de divers Etats au sujet de la *blockchain*, des ICOs/STOs et des cryptoactifs, voir Site web IOSCO.

⁹⁶ Rapport CF monnaies virtuelles.

⁹⁷ *Id.*, p. 11 ; Même si le Conseil fédéral n'est pas une autorité législative, ni judiciaire, et que son rapport n'a aucune portée juridique et contraignante, ce 'geste' avait donné des signaux positifs aux enthousiastes de la *blockchain*.

⁹⁸ Art. 4 LFINMA.

⁹⁹ Rapport CF *blockchain*, p. 86 : « *l'objectif du Fintech desk est pouvoir fournir rapidement au public intéressé, aux start-up et aux prestataires de services financiers établis de plus longue date des renseignements spécifiques à la Fintech sur les questions d'interprétation du droit des marchés financiers* ». Pour plus d'informations, voir Site web FINMA Fintech desk.

¹⁰⁰ Communication FINMA ICOs.

¹⁰¹ Elle a notamment reconnu le potentiel de la *blockchain* (*Id.*, p. 2).

technologie »¹⁰², et que les règles en vigueur peuvent s'appliquer selon les caractéristiques concrètes de l'émission de *tokens*.¹⁰³

27. Le 16 février 2018, la FINMA a publié son guide pratique 'pour les questions d'assujettissement concernant les *initial coin offerings*', afin d'accroître davantage la sécurité juridique en la matière.¹⁰⁴ Dans son guide, elle fournit des lignes directrices à la classification des *tokens* et à l'application des diverses lois des marchés financiers.¹⁰⁵ En outre, elle précise qu'une approche abstraite et généralisée aux *ICOs/STOs* n'est pas possible car les projets se présentent sous diverses formes avec des caractéristiques différentes.¹⁰⁶ Or, elle encourage les organisateurs à soumettre la description concrète et détaillée de leurs projets afin que la FINMA puisse les analyser, au cas par cas, selon la fonction économique des *tokens* à émettre.¹⁰⁷

28. Toutefois, la FINMA est, en tant qu'autorité tenue « *de protéger, conformément aux lois sur les marchés financiers, les créanciers, les investisseurs et les assurés, et d'assurer le bon fonctionnement des marchés financiers* »¹⁰⁸, aussi intervenue pour discipliner le marché des cryptoactifs. Outre les fiches d'information et les avertissements, elle a notamment rendu une décision constatant que la société *envion SA* a violé la législation bancaire en acceptant, sans autorisation, des dépôts du public « *pour un montant total dépassant les 90 millions de francs et provenant d'au moins 37 000 investisseurs* ».¹⁰⁹ En outre, jusqu'à fin décembre 2018, elle a ouvert environ 80 enquêtes en lien avec l'émission ou l'offre au public de *tokens*, dont 45 dossiers ont été clos.¹¹⁰ Dans la majorité des cas, la FINMA a constaté que l'émission n'impliquait aucune obligation d'autorisation.¹¹¹ Elle a également procédé à des inscriptions sur la liste noire de la FINMA, des ouvertures de procédures

¹⁰² *Id.*

¹⁰³ *Id.*, p. 2 s.

¹⁰⁴ Guide Pratique FINMA *ICOs*, p. 3 à 5.

¹⁰⁵ *Id.*, p. 3 à 8 ; La FINMA est le premier régulateur des marchés financiers au monde, à explicitement communiquer sa position concernant la classification réglementaire des *tokens*.

¹⁰⁶ *Id.*, p. 2.

¹⁰⁷ *Id.*, p. 2 à 5 ; À cet effet, le guide contient un certain nombre de questions auxquelles les émetteurs de *tokens* devraient répondre, s'ils souhaitent solliciter une lettre de non-assujettissement de la FINMA (*Id.*, p. 9 à 11).

¹⁰⁸ Art. 4 et 6 al. 1 LFINMA.

¹⁰⁹ Dans ce cas, la FINMA s'est néanmoins contentée de la publication de son observation et n'a ordonné aucune autre mesure, car la société est déjà en liquidation, sur ordre de faillite du Tribunal cantonal de Zoug (Communiqué de presse FINMA *envion SA*).

¹¹⁰ Rapport annuel 2018 FINMA, p. 94.

¹¹¹ *Id.*

d'enforcement et des dénonciations pénales.¹¹²

29. Fin 2018, le CF a publié un nouveau rapport de 172 pages, faisant un état des lieux des bases juridiques applicables à la *blockchain*.¹¹³ Dans celui-ci, il annonce que le cadre juridique devrait être optimisé pour faire de la Suisse une « *place économique innovante et durable de premier plan* »¹¹⁴ et rappelle que la lutte contre les activités frauduleuses et illégales devrait rester une priorité, afin de protéger l'intégrité du marché suisse ainsi que la réputation du pays.¹¹⁵ Dans ce contexte, le CF argumente qu'il n'est nullement nécessaire de créer une législation spécifique à la *blockchain* mais qu'il faudrait plutôt adapter de manière ciblée les lois actuellement en vigueur.¹¹⁶

30. Pour donner suite à son rapport de décembre 2018, le CF a publié en date du 22 mars 2019 son projet d'adaptation de la législation suisse à la *blockchain* et a ouvert une consultation publique.¹¹⁷ Dans ce projet, le CF tend à proposer les adaptations ciblées s'imposant dans certains domaines¹¹⁸ « *afin de renforcer la sécurité juridique, de supprimer les obstacles qui entravent les applications fondées sur [...] la blockchain et de limiter les risques nouveaux* »¹¹⁹.

1.5. *Rulings* FINMA

31. En raison des nombreuses questions émergentes quant à l'application du droit des marchés financiers et aux éventuelles obligations d'autorisation, la FINMA a posé, dans son guide pratique, un standard minimum quant aux demandes de non-assujettissement.¹²⁰ Ainsi, les émetteurs de *tokens* voulant obtenir un '*ruling*' (aussi appelé '*non-action letter*') de la

¹¹² *Id.* ; La liste noire de la FINMA est une liste des entreprises qui sont « *susceptibles d'exercer sans autorisation une activité soumise à autorisation et assujettie à sa surveillance* » (Site web FINMA liste noire). Le terme d'enforcement désigne « *l'ensemble des enquêtes, procédures et mesures que la FINMA a à sa disposition pour tirer au clair et sanctionner les manquements au droit de la surveillance* » (Site web FINMA enforcement). En ce qui concerne les dénonciations pénales, voir cf. N 82.

¹¹³ Rapport CF *blockchain* ; Le CF n'étant pas un organe législatif, ce rapport n'a pas de portée juridique en tant que tel, de sorte que les prises de position du CF qui y figurent n'ont aucun caractère contraignant.

¹¹⁴ *Id.*, p. 12.

¹¹⁵ *Id.*

¹¹⁶ *Id.*, p. 14.

¹¹⁷ La consultation se terminera à la fin du mois de juin 2019 (Communiqué CF AP-LF TRD).

¹¹⁸ Il s'agit principalement d'adaptations du droit des papiers-valeurs, du droit sur l'insolvabilité des banques et du droit des infrastructures des marchés financiers.

¹¹⁹ Rapport explicatif CF AP-LF TRD, p. 2.

¹²⁰ Guide pratique FINMA ICOs, p. 1 s ; En 2018, la FINMA a répondu à 155 demandes d'assujettissement d'ICO : « *[d]ans 45% des cas [...], la FINMA a constaté un système reposant sur des jetons de paiement. Dans 43% des cas, il s'agissait de jetons d'investissement. Les 12% restant concernaient des jetons d'utilité. En outre, 31% des jetons évalués étaient en fait des jetons hybrides (à la fois jetons d'investissement et jetons de paiement)* » (Rapport annuel 2018 FINMA, p. 28 s).

FINMA doivent répondre à un certain nombre de questions figurant dans l'annexe du guide pratique.¹²¹

32. Le *ruling* de non-assujettissement de la FINMA est un document dans lequel la FINMA analyse le projet en question (exclusivement) sous l'angle du droit des marchés financiers en vigueur, et se prononce sur la nécessité d'une éventuelle autorisation. En théorie, cette analyse peut souvent être faite par tout spécialiste, sans passer par la FINMA. Or, le fait de demander une *non-action letter* est devenu une *best practice* en Suisse. L'existence d'un tel *ruling* rassure les partenaires commerciaux de l'émetteur.¹²² Néanmoins, le *ruling* FINMA ne devrait nullement être utilisé à des fins publicitaires¹²³, notamment en raison de sa nature confidentielle.

¹²¹ La demande doit contenir des informations sur les conditions d'émission et de participation, la (les) entité(s) impliquée(s), la fonctionnalité des *tokens* à émettre, ainsi que des indications concernant le marché secondaire (*Id.*, p. 9 à 11).

¹²² Dans ce sens, l'ASB recommande aux banques l'obtention d'une copie de ce document avant l'ouverture d'un compte bancaire pour un émetteur de *tokens* (Guide pratique ASB, p. 8 s).

¹²³ P.ex. pour attirer des souscripteurs/investisseurs.

2. Qualification juridique de *tokens*

2.1. Sous l'angle du droit privé suisse

2.1.1. Droit de propriété sur les *tokens*

33. Un *token* est une donnée informatisée, enregistrée sur un support informatique, qui est détenu par une personne.¹²⁴ Sous l'angle du droit privé suisse actuellement en vigueur, force est de constater que les *tokens* ne sont ni couverts par le droit réel de la propriété¹²⁵, ni par les différentes lois de propriété intellectuelle¹²⁶.
34. En pratique, cette situation ne pose pas un grand problème dans la mesure où les différents domaines de droit pour lesquels la notion de propriété joue un rôle offrent souvent des solutions.¹²⁷ Dans ce contexte, certaines autorités fiscales ont déjà établi leur pratique quant à l'imposition des cryptoactifs. Par ailleurs, le vol de cryptoactifs entre, à notre sens, dans le champ d'application de l'infraction de soustraction de données.¹²⁸
35. Enfin, pour qu'un *token* puisse être négocié, il n'est pas nécessaire qu'il soit soumis à un droit de propriété. En effet, le droit suisse des contrats admet que les 'valeurs patrimoniales' qui ne sont pas des choses au sens des droits réels ou des biens immatériels couverts par les lois de propriété intellectuelle peuvent également faire objet d'accords contractuels.¹²⁹

¹²⁴ HARI/DUPASQUIER 2018, p. 437.

¹²⁵ Le droit de la propriété peut uniquement porter sur des 'choses' (art. 641 ss CC). Une chose, dans ce sens, peut être foncière (art. 655 ss CC) ou mobilière (art. 713 ss CC). Le CC ne définit pas cette notion. Or, selon la doctrine dominante, la chose sur laquelle un droit de propriété peut exister doit, dans tous les cas, être un objet corporel et tridimensionnel (cf. critère de la matérialité, en allemand '*Körperlichkeit*'). Ainsi, aucun droit de propriété ne peut porter sur un *token* en tant que tel (contrairement au support informatique physique sur lequel il est conservé) (Rapport CF *blockchain*, p. 47 et les réf. cit. ; SLTA 2018, p. 17 ; VON DER CRONE/KESSLER/ANGSTMANN 2018, p. 339 s et les réf. cit.). Pour contredire cette approche, une partie minoritaire de la doctrine propose néanmoins qu'un *token* soit considéré comme une 'force naturelle' au sens de l'art. 713 CC. Selon cet article, les forces naturelles, susceptibles d'appropriation – comme p.ex. l'électricité – sont assimilées à des choses et se voient appliquer le régime réel de propriété, sans pour autant avoir une existence tridimensionnelle (Rapport CF *blockchain*, p. 47 et les réf. cit. ; SLTA 2018, p. 17 ; VON DER CRONE/KESSLER/ANGSTMANN 2018, p. 339 et les réf. cit.). En l'absence d'une jurisprudence à ce sujet, cette question reste néanmoins ouverte.

¹²⁶ Les droits des propriétés intellectuelles portent sur des actifs immatériels (considérés indépendamment des objets corporels qui les matérialisent) et regroupent principalement les marques (LPM), les brevets d'invention (LBI), les dessins et modèles industriels (LDes) et le droit d'auteur (LDA). Il va de soi que la propriété sur un *token* ne puisse voir sa base dans les différentes législations portant sur les marques, les brevets ainsi que les designs. En revanche, les logiciels sont des œuvres pouvant faire objet d'une protection de droit d'auteur (art. 2 al. 3 LDA). Dans ce contexte, est une œuvre protégeable au sens de la LDA « toute création de l'esprit, littéraire ou artistique, qui a un caractère individuel » (art. 2 al. 1 LDA). Or, le *token* n'est qu'une donnée informatisée, et non un logiciel. Par conséquent, il n'est pas couvert par la LDA alors que le logiciel sur lequel il fonctionne peut éventuellement être protégé par cette loi.

¹²⁷ Par conséquent, le CF a renoncé à introduire un droit spécifique de propriété sur les *tokens* dans son projet d'adaptation du droit fédéral aux développements de la *blockchain*, contrairement à ce qu'une partie de la doctrine juridique suisse proposait (Rapport explicatif CF AP-LF TRD ; Rapport CF *blockchain*, p. 47 à 49).

¹²⁸ Art. 143 CP.

¹²⁹ Le *goodwill* d'une entreprise en est un exemple ; KOLLER 2015, N 12.

2.1.2. Qualification selon le contenu

36. Comme soulevé auparavant, les *tokens* peuvent instrumentaliser des finalités différentes.

Le principe de la liberté contractuelle¹³⁰ règne en la matière, de sorte que les émetteurs ont une grande liberté quant à la détermination du contenu d'un *token*. Du point de vue du droit privé, le contenu d'un *token* va, par la suite, déterminer son sort juridique.¹³¹ Or, il est important de noter, à titre liminaire, qu'un *token* peut éventuellement contenir plusieurs finalités et une analyse au cas par cas est toujours nécessaire dans la pratique.

37. Les cryptomonnaies pures ne contiennent aucun droit absolu ni relatif.¹³² Une fois titulaire, le détenteur d'une cryptomonnaie ne peut juridiquement rien réclamer à son émetteur, ni à des tiers (utilisateurs du réseau *blockchain* ou non).¹³³ Dans leur conception, les *tokens* de cette catégorie sont censés représenter un moyen de paiement ou d'échange, à utiliser dans les relations commerciales.

Or, depuis la création du *bitcoin*, la question de savoir si le *bitcoin* et les cryptomonnaies, en général, peuvent être considérés comme monnaie ou non est un sujet de discussion controversé. D'un point de vue juridique, le droit suisse ne définit pas la notion de monnaie de manière « *claire, uniformisée ou systématique* ». ¹³⁴ Néanmoins, une distinction entre la notion de monnaie au sens stricte et au sens large est faite.¹³⁵

Dans la mesure où la notion de monnaie au sens stricte ('moyens de paiement ayant cours légal') découle de l'art. 2 LUMMP¹³⁶, force est de constater que les cryptomonnaies (à l'instar des cartes de crédit p.ex.) n'en font pas parties.¹³⁷ Néanmoins, le droit privé suisse se fonde souvent sur une approche économique et fonctionnelle pour définir la notion de monnaie (au sens large).¹³⁸ Dans ce contexte, on qualifie souvent de monnaie les 'objets/valeurs' contenant les trois fonctions suivantes :¹³⁹

¹³⁰ Art. 19 al. 1 CO.

¹³¹ Rapport CF *blockchain*, p. 49 ; MME 2018, p. 6 à 9 ; BARSAN 2017, p. 56.

¹³² MME 2018, p. 6.

¹³³ EGGEN 2018, p. 561.

¹³⁴ Rapport CF *blockchain*, p. 54 et les réf. cit.

¹³⁵ BARSAN 2017, p. 56 s ; SCHÖNKNECHT 2016, p. 309.

¹³⁶ Toute personne est tenue d'accepter les paiements effectués sous ces formes, conformément aux limites légales prévues (art. 3 LUMMP).

¹³⁷ ATF 6B_99/2019 et 6B_148/2019 consid. 2.3.2.

¹³⁸ Rapport CF *blockchain*, p. 55 ; ATF 6B_99/2019 et 6B_148/2019 consid. 2.3.2 : « *Solche privat geschaffenen Parallelwährungen [...] dienen letztlich nur (aber immerhin) als Tauschmittel. Ihr Gebrauch hängt damit ausschliesslich von der Akzeptanz des Gläubigers ab* ».

¹³⁹ Rapport CF monnaies virtuelles, p. 7 ; BARSAN 2017, p. 57.

- Moyen de mesure permettant d'exprimer un prix¹⁴⁰ ;
- Moyen d'échange ou de paiement utilisé dans les relations commerciales¹⁴¹ ;
- Moyen de réserve de valeur, dans la mesure où ils peuvent être échangés contre des monnaies légales¹⁴².

Par conséquent, les cryptomonnaies peuvent être utilisées en tant que moyen d'échange dans les relations contractuelles, pour autant que la contrepartie les accepte.¹⁴³ Néanmoins, il y a encore des limites autres que l'acceptation de la contrepartie, notamment liées à la volatilité des cryptomonnaies.¹⁴⁴ À titre d'exemple, la libération du capital d'une société entièrement en cryptomonnaies est une opération engendrant des risques accrus.¹⁴⁵

Enfin, il est également important de noter que la valeur des cryptomonnaies pures est, en principe, uniquement déterminée par le jeu de l'offre et de la demande¹⁴⁶ et que personne ne garantit des gains, ni le remboursement du capital investi dans leur acquisition.

¹⁴⁰ BECK 2015, p. 585.

¹⁴¹ La liberté contractuelle (art. 19 al. 1 CO) veut que les parties soient libres dans leur choix d'objet, de partenaire contractuel, de modalités d'exécution, etc. Pour qu'un contrat soit conclu, il faut que les parties se mettent d'accord sur les points essentiels du contrat par un jeu d'échange réciproque et concordant de volontés (la réelle et commune intention des parties) au sens de l'art. 1 CO. Une cryptomonnaie, en tant que valeur patrimoniale immatérielle, peut constituer la prestation des parties à des accords contractuels (à titre de moyen d'échange) (ATF 6B_99/2019 et 6B_148/2019 consid. 2.3.2 ; EGGEN 2018, p. 562 s ; MÜLLER/REUTLINGER/KAISER 2018, p. 86 s ; BÄRTSCHI/MEISSER 2015, p. 145 ; EGGEN 2017, N 15 ; Rapport CF *blockchain*, p. 50). Cependant, il n'existe aucune obligation d'accepter les cryptomonnaies en paiement (art. 3 LUMMP *a contrario*). Dans ce contexte, la plus grande boutique en ligne de Suisse, Digitec Galaxus, a récemment annoncé qu'elle commencera à accepter les paiements en *bitcoin* et autres cryptomonnaies (Site web Swissinfo *Digitec*).

¹⁴² GLESS/KUGLER/STAGNO 2005, p. 87 ; SCHÖNKNECHT 2016, p. 309 ; Ce critère est, à notre sens, lié à la volatilité des cryptomonnaies. En effet, même si les cryptomonnaies peuvent être converties en monnaies légales, elles sont souvent très volatiles comparées à des monnaies officielles établies (Rapport CF *blockchain*, p. 55). Dans ce contexte, la grande majorité des titulaires de cryptomonnaies les utilisent rarement comme moyen de paiement. En effet, ces personnes voient les cryptomonnaies comme une classe d'investissement ; celles-ci désirent plutôt faire un gain en les achetant quand les prix sont bas, et en les revendant quand les prix sont hauts, que de payer leurs factures avec.

¹⁴³ À ce sujet, BACHARACH-II 2019 : « [...] *il en résulte qu'un paiement en cryptomonnaie ne sera pas qualifié de paiement monétaire au sens de l'art. 84 CO, mais sera plutôt soumis aux règles du contrat d'échange (art. 237 et s. CO)* ».

¹⁴⁴ Dans ce contexte, la Deutsche Bundesbank a annoncé que, selon son appréciation, « *[les cryptomonnaies] ne remplissent pas les fonctions centrales de l'argent dans une économie nationale. Car face aux fluctuations de cours, les crypto-[monnaies] ne sont [faites] ni pour préserver la valeur de manière fiable, ni pour servir d'unité de compte. Ils ne sont que rarement utilisés comme instruments d'échange, car les coûts des transactions sont souvent élevés et leur traitement prend en comparaison beaucoup de temps [...]. Selon une étude de [Bank for international settlements], publiée en janvier 2019, pas une seule des 63 banques centrales interrogées n'avait, dans son pays respectif, d'utilisation notable des crypto-[monnaies]* » (Communiqué de presse Deutsche Bundesbank ; BARONTINI/HOLDEN 2019).

¹⁴⁵ La société peut se retrouver dans une situation de perte de capital ou de surendettement au sens de l'art. 725 CO d'un jour à l'autre. Dans ce contexte, les offices de registre du commerce qui acceptent la libération du capital par apports de cryptomonnaies ne les considèrent pas comme monnaie au sens de l'art. 633 CO et appliquent les règles de la libération des apports en nature.

¹⁴⁶ Rapport CF *blockchain*, p. 54.

38. Un *token* (p.ex. l'*ether*) peut par ailleurs fournir l'accès, à l'instar d'une clé de licence d'un logiciel, à un protocole *blockchain* qui permet de développer d'autres outils *blockchain*, notamment des *smart contracts*. En principe, un tel *token*, si déjà utilisable¹⁴⁷, ne contient également pas de droit absolu ni relatif.¹⁴⁸

39. Outre les considérations ci-dessus, un *token* peut également représenter le droit d'utiliser une plateforme *blockchain* ou le droit de bénéficier d'un certain service, la prétention au paiement d'un certain montant, la participation à la valeur ou au rendement d'un actif (matériel ou immatériel) ou d'une activité, voire encore la prétention au transfert d'un tel actif. De plus, un *token* peut incorporer les actions d'une entreprise, des obligations, des bons de participation ou de jouissance, voire des parts d'un fond de placement collectif ou encore des dérivés dont la valeur découle d'un actif sous-jacent. Ces *tokens* contiennent un droit relatif (une créance découlant du droit des obligations et/ou un droit découlant du droit des sociétés) envers une contrepartie.¹⁴⁹

Dans ce contexte, force est de constater que la création de *tokens* incorporant certains droits déterminés engendre des subtilités.¹⁵⁰ À titre d'exemple, il y a un processus strict à suivre quand une société envisage d'émettre des actions sous forme de *tokens* (p.ex. souscription et libération de capital, acte par un notaire, inscription au registre du commerce, tenue d'un registre d'actions, etc.).

2.1.3. Qualification selon la forme

40. Dans sa conception, un *token* peut tendre à incorporer un certain droit, une prétention contractuelle.¹⁵¹ Cette idée se rapproche en effet de celle de la matérialisation des droits par des titres physiques (papiers-valeurs), phénomène connu depuis la Renaissance italienne¹⁵² qui rend ces droits négociables sur les marchés des capitaux.¹⁵³ En vertu de l'art. 965 CO, les papiers-valeurs sont « *tous les titres auxquels un droit est incorporé* ». Seul le détenteur

¹⁴⁷ En revanche, si l'infrastructure n'est pas encore fonctionnelle mais que l'émetteur a promis le développement de celui-ci, les souscripteurs auront en principe une créance contractuelle à l'encontre de l'émetteur pour le développement de l'infrastructure en question.

¹⁴⁸ MME 2018, p. 6 ; Si l'émetteur du *token* a, p.ex., promis le maintien et la mise à jour du protocole, cette créance découlera en principe du contrat de vente du *token*, voire du contrat d'abonnement à ce service, et non pas du *token* même.

¹⁴⁹ *Id.*, p. 6 à 9.

¹⁵⁰ À titre d'exemple, le droit suisse des sociétés ne connaît pas les mêmes libertés que le droit des contrats (Rapport CF *blockchain*, p. 50 s)

¹⁵¹ BACHARACH-I 2019.

¹⁵² *Id.*

¹⁵³ Cf. fonction de transmission des droits (DEPIERRE 2019) ; KUHN 2016, art. 965 CO, N 20 ; MEIER-HAYOZ/VON DER CRONE 2018, N 7 ss.

du titre physique peut faire valoir le droit concerné¹⁵⁴ et le transfert de ce dernier ne peut se faire qu'avec le transfert de ce titre¹⁵⁵.

Or, force est de constater qu'un *token* n'est pas un titre physique. Cependant, une partie de la doctrine suggère l'inclusion des titres numérisés dans l'interprétation de la notion de papier-valeur. Le CF et certains auteurs de la doctrine défendent une position contraire, car selon eux « *le droit des papiers-valeurs repose, [à l'instar des droits réels], sur la conception que les papiers-valeurs sont des objets pouvant être appréhendés matériellement* ». ¹⁵⁶

41. Cela étant, le CO prévoit encore les droits-valeurs qui sont « *des droits ayant la même fonction que des papiers-valeurs* »¹⁵⁷. Cet outil permet donc d'émettre, sous forme immatérielle¹⁵⁸, tous les droits¹⁵⁹ qui peuvent normalement être incorporés dans un titre physique.¹⁶⁰ À titre d'exemple, une société qui veut émettre des actions peut ainsi le faire sans aucun support matériel.¹⁶¹

En vertu de l'art. 973c al. 3 CO, les droits-valeurs naissent par leur inscription dans un registre tenu à ce titre et n'existent que dans la mesure où ils y sont inscrits.¹⁶²

Dans ce contexte, force est de constater que la *tokenisation* est également une sorte de dématérialisation de titres qui incorporent un droit. Le réseau *blockchain* sur lequel elle

¹⁵⁴ Cf. fonction de légitimation (DEPIERRE 2019).

¹⁵⁵ Cf. fonction de protection des transactions (*Id.* ; Rapport CF *blockchain*, p. 56).

¹⁵⁶ Rapport CF *blockchain*, p. 59 s et les réf. cit. ; VON DER CRONE/KESSLER/ANGSTMANN 2018, p. 341 et les réf. cit.

¹⁵⁷ Art. 973c al. 1 CO.

¹⁵⁸ Il s'agit de la dématérialisation des papiers-valeurs.

¹⁵⁹ Il faut donc qu'il s'agisse de droits fongibles, de même nature (identiques et interchangeable) et créés en grand nombre, sur une base juridique commune (p.ex. les statuts) (VON DER CRONE/KESSLER/ANGSTMANN 2018, p. 342 et les réf. cit.).

¹⁶⁰ Rapport CF *blockchain*, p. 60 ; Les éventuelles conditions de l'émission de droits-valeurs doivent être respectées (art. 973c al. 1 CO), notamment la publication d'un prospectus d'émission, l'insertion d'une disposition dans les statuts ou l'obtention du consentement des créanciers/déposants à cet effet. Cependant, il faut noter que les droits-valeurs ne représentent pas tout à fait les mêmes fonctions que les papiers-valeurs. En effet, en l'absence d'un support matériel et tridimensionnel sur lequel un droit de propriété existe, les droits-valeurs sont dénués de la composante réelle (droit absolu) et conservent uniquement une nature obligationnelle (droit relatif) (PÖSCHEL/MAIZAR 2012, N 42 s ; BOHNET/HÄNNI 2017, N 4 ; MEIER-HAYOZ/VON DER CRONE 2018, N 1326). Pour pallier cette faiblesse, la législation suisse prévoit le système des titres intermédiés (art. 1 al. 2 LTI) qui instaure une protection plus accrue de droits-valeurs quant à la titularité et à la sécurité des transactions (art. 29 LTI). Néanmoins, la *blockchain*, en tant que registre décentralisé, est un concept de désintermédiation alors que le système de la LTI est fondé sur des entités centrales qui garantissent la confiance et la sécurité de transactions. Ainsi, l'application de la LTI aux *tokens* ne semble pas adaptée (Rapport CF *blockchain*, p. 62).

¹⁶¹ BACHARACH-I 2019 ; CMTA Actions *tokenisées*.

¹⁶² Il n'y a aucune prescription légale quant à la forme et les modalités de tenue de ce registre (VON DER CRONE/KESSLER/ANGSTMANN 2018, p. 342).

repose est un registre décentralisé de données, et permet d'enregistrer les transactions de *tokens* effectuées.¹⁶³ Par conséquent, la FINMA, le CF ainsi que la doctrine majoritaire considèrent les *tokens* incorporant un certain droit¹⁶⁴ comme des droits-valeurs.¹⁶⁵

42. Néanmoins, les acteurs de l'écosystème ne sont pas complètement satisfaits par cette solution, car le transfert de droits-valeurs est soumis à l'exigence de la forme écrite¹⁶⁶ (à l'instar de la cession de créances¹⁶⁷), ce qui pose un problème s'agissant de la validité des transferts de *tokens* sur la *blockchain*.¹⁶⁸ En principe, cette exigence peut également être satisfaite de manière électronique.¹⁶⁹ Toutefois, l'intégration des exigences techniques d'une autorisation à ce titre dans la *blockchain* ne s'est pas avérée facile dans la pratique.¹⁷⁰
43. Ainsi, le CF propose, dans son avant-projet de loi d'adaptation aux développements de la *blockchain*, d'intégrer dans le système actuel de droits-valeurs une nouvelle sous-catégorie¹⁷¹ (*'droits-valeurs d'un registre distribué'*) afin d'« *augmenter, dans le droit civil, la sécurité juridique lors du transfert de droits au moyen de registres numériques* ». ¹⁷² De plus, selon le message du CF, « *les art. 973d ss AP-CO visent à créer la possibilité d'inscrire des droits dans un registre électronique (distribué) comme ayant la même fonction que des papiers-valeurs* ». ¹⁷³

2.2. Qualification réglementaire de *tokens*

44. La FINMA fait la distinction entre les jetons de paiement, d'utilité et d'investissement afin de pouvoir déterminer l'application des différentes lois des marchés financiers.¹⁷⁴ Dans ce

¹⁶³ Selon la FINMA ainsi que la doctrine majoritaire, ce registre peut être tenu sur la *blockchain* (Guide pratique FINMA ICOs, p. 4 ; VON DER CRONE/KESSLER/ANGSTMANN 2018, p. 342 ; BACHARACH-I 2019).

¹⁶⁴ Il s'agit donc de *tokens* « *n'ayant pas une seule fonction de paiement* » (au sens du Guide pratique FINMA ICOs) ; DEPIERRE 2019.

¹⁶⁵ Guide pratique FINMA ICOs, p. 4 ; Rapport CF *blockchain*, p. 61 ; EGGEN 2018, p. 564 ; VON DER CRONE/KESSLER/ANGSTMANN 2018, p. 342 s ; BACHARACH-I 2019.

¹⁶⁶ Art. 973c al. 4 et 14 al. 1 CO ; Certains auteurs de la doctrine ne sont pas de cet avis et argumentent que le transfert de *tokens* sur la *blockchain* n'est pas soumis à l'exigence de la forme écrite car les participants donnent, en participant au réseau, leur accord au transfert sans exigence de forme (VON DER CRONE/KESSLER/ANGSTMANN 2018, p. 344).

¹⁶⁷ Art. 165 al. 1 CO.

¹⁶⁸ SLTA 2018, p. 6 et 35 ; Swiss Blockchain Taskforce 2018, p. 5 à 16.

¹⁶⁹ Art. 14 al. 2bis CO : la signature électronique qualifiée au sens de la SCSE.

¹⁷⁰ DEPIERRE 2019.

¹⁷¹ *Id.* ; KRAMER/OSER/MEIER 2019, p. 5 ; Rapport explicatif CF AP-LF TRD, p. 28.

¹⁷² Rapport explicatif CF AP-LF TRD, p. 6 ; L'art. 973d al. 1 ch. 2 AP-CO sous-entend la validité des transferts effectués sur la *blockchain*, sans que les parties 'signent' de manière manuscrite ou électronique.

¹⁷³ Selon l'art. 973e AP-CO, les trois fonctions traditionnelles des papiers-valeurs, soit la fonction de transmission des droits, la fonction de légitimation et la fonction de protection des transactions, sont également garanties par le régime de droits-valeurs d'un registre distribué (Rapport explicatif CF AP-LF TRD, p. 12 et 32).

¹⁷⁴ Guide pratique FINMA ICOs, p. 3.

contexte, elle évalue les projets d'ICO/STO selon la fonction économique des *tokens* émis ou à émettre.¹⁷⁵

45. À titre liminaire, la FINMA précise d'ailleurs qu'il est important d'analyser chaque catégorie de *tokens* sous l'angle d'une éventuelle qualification de **valeur mobilière** au sens de l'art. 2 let. b LIMF, car « *les règles du négoce de valeurs mobilières ont pour but de garantir aux acteurs du marché la possibilité de prendre leurs décisions de placement [...] sur la base d'informations minimales fiables [et] d'assurer que le négoce [soit] réalisé de manière équitable [et] fiable et avec une formation des prix efficiente* ». ¹⁷⁶ À titre d'exemple, l'émission de valeurs mobilières requiert souvent la publication d'un prospectus d'émission.¹⁷⁷ Sur le marché secondaire, le négoce – tant sur les plateformes de négoce que de manière gré à gré – de valeurs mobilières est extensivement réglementé.¹⁷⁸

46. Ainsi, il faudrait définir la notion de valeur mobilière avant de se pencher sur les détails de la catégorisation de *tokens*. Selon l'art. 2 al. b LIMF, les valeurs mobilières sont

- i. des papiers-valeurs, des droits-valeurs, des dérivés et des titres intermédiés,
- ii. standardisés, et
- iii. susceptibles d'être diffusés en grand nombre sur le marché.

Les *tokens* incorporant un droit peuvent être qualifiés de droit-valeur (i). En vertu de l'art. 2 al. 1 OIMF, la standardisation signifie que les droits-valeurs en question (*tokens*) sont « *structurés et fractionnés de la même façon* », c.-à-d., qu'ils ont le même contenu et portent les mêmes caractéristiques (ii). Selon le même article de cet ordonnance, la condition de 'diffusion en grand nombre sur le marché' est remplie quand ces droits-valeurs sont « *offerts au public* » ou sont « *vendus à plus de 20 clients* », pour autant que ces droits-valeurs ne soient pas créés spécialement pour certaines personnes déterminées (iii).

47. Le **token de paiement** (aussi appelé cryptomonnaie) est le jeton qui sert comme moyen de paiement pour l'achat et la vente de marchandises ou de services « *dans les faits* » ou « *selon l'intention de l'organisateur* ». ¹⁷⁹ Un *token* de paiement peut également servir « *à la transmission de fonds ou de valeurs* ». ¹⁸⁰ La FINMA reconnaît notamment le *bitcoin* et

¹⁷⁵ *Id.*

¹⁷⁶ *Id.*, p. 3 s.

¹⁷⁷ Art. 652a et 1156 CO ; art. 51 ss LSFIN.

¹⁷⁸ Par la LIMF et la LBVM.

¹⁷⁹ Guide pratique FINMA ICOs, p. 3.

¹⁸⁰ *Id.*

l'*ether* comme cryptomonnaies.¹⁸¹

Pour la FINMA, seule l'intention de son émetteur suffit pour qualifier un *token* de cryptomonnaie, indépendamment de l'utilisation réelle faite de ce *token* après l'émission.¹⁸² Dans le même sens, les *tokens* d'investissement et d'utilité, qui présentent également un caractère de paiement dans les faits ou selon l'intention de l'émetteur, relèvent de la catégorie des jetons de paiement (aussi appelés 'jetons hybrides'¹⁸³).¹⁸⁴

Selon la FINMA, le régime de la LBA s'applique à l'émission de *tokens* de paiement et de *tokens* hybrides.¹⁸⁵ En revanche, elle est silencieuse quant à la qualification de nouvelles *blockchains* de cryptomonnaies comme système de paiement au sens de l'art. 81 LIMF.¹⁸⁶

Enfin, ce type de *tokens*, pour autant qu'il ne s'agisse pas de jetons hybrides, ne confère aucun droit à l'égard de tiers et n'incorpore pas de droits-valeurs.¹⁸⁷ Ainsi, selon la FINMA, « *compte tenu du fait que les jetons de paiement [purs] sont conçus [uniquement] comme des moyens de paiement et que leur fonction économique ne présente aucune analogie avec les valeurs mobilières traditionnelles, la FINMA ne traite pas les jetons de paiement comme des valeurs mobilières* ». ¹⁸⁸

En revanche, si l'*ICO* se présente sous forme de préfinancement¹⁸⁹ et de prévente¹⁹⁰, de

¹⁸¹ Fiche d'information FINMA monnaies virtuelles ; Guide pratique FINMA *ICOs*, p. 4.

¹⁸² Il n'importe donc pas que le *token* puisse, en réalité, être économiquement considéré comme une monnaie (au sens large) pour autant que l'intention de son émetteur allait dans ce sens.

¹⁸³ Un jeton peut relever de plusieurs catégories de *tokens*.

¹⁸⁴ Guide pratique FINMA *ICOs*, p. 3.

¹⁸⁵ *Id.*, p. 6 à 8 ; Selon notre compréhension, la FINMA reconnaît la catégorie de *tokens* hybrides et, ainsi, tend à garder le champ d'application de la législation sur la lutte contre le blanchiment d'argent aussi large que possible, afin de mieux contrer les risques accrus de blanchiment d'argent engendrés par les cryptoactifs. En revanche, la LBA n'est pas applicable lorsque les *tokens* émis sont des purs jetons d'utilité ou d'investissement qui ne représentent aucun caractère de paiement.

¹⁸⁶ Selon l'art. 81 LIMF, « *on entend par système de paiement toute organisation fondée sur des règles et procédures communes qui sert à compenser et régler des obligations de paiement* ». L'outil 'twint' est un exemple. Néanmoins, « *l'exploitant d'un système de paiement ne doit obtenir une autorisation de la FINMA que si le fonctionnement des marchés financiers ou la protection des participants aux marchés financiers l'exigent et si le système de paiement n'est pas exploité par une banque* » (art. 4 al. 2 LIMF). À notre sens, cette question est également intéressante car, même si ce domaine est dominé par des grands établissements bancaires établis, le nombre de jeunes entreprises voulant apporter une approche novatrice au marché des systèmes de paiement ne cesse d'augmenter.

¹⁸⁷ Les jetons hybrides avec un caractère d'utilité et non pas d'investissement peuvent être qualifiés de droits-valeurs mais ne seront pas qualifiés de valeurs mobilières.

¹⁸⁸ Guide pratique FINMA *ICOs*, p. 4.

¹⁸⁹ Lorsque les jetons (ou le service principal) doivent encore être développés et que les investisseurs, en contrepartie de leurs investissements faits lors de la levée de fonds, s'attendent à recevoir les jetons uniquement à une date ultérieure (*Id.*, p. 5)

¹⁹⁰ C.-à-d. lorsque les investisseurs reçoivent des jetons (qui ne permettent pas l'accès au service, à la fin de l'émission de *tokens*, mais) qui offrent la possibilité d'acquérir les vrais *tokens* à une date ultérieure (*Id.*).

sorte que les vrais *tokens* de paiement seront remis à une date ultérieure mais qu'il existe déjà une créance négociable pour l'obtention de ces *tokens*, il y a lieu d'admettre qu'il y a émission de valeurs mobilières.¹⁹¹ En effet, nous pouvons parler d'une véritable opération de financement dans ces cas (à l'instar d'un investissement).

48. Le **token d'utilité** est le jeton qui donne accès « à un usage ou à un service numériques » et « qui s'appuient sur l'utilisation d'une infrastructure de type blockchain ».¹⁹²

D'un point de vue fonctionnel et économique, le jeton d'utilité pur peut être assimilé à un bon d'achat, une clé de licence, voire une souscription ou un abonnement.¹⁹³ Ainsi, les *tokens* de ce type sont fondés sur un rapport contractuel entre le souscripteur et l'émetteur, et peuvent être qualifiés de droits-valeurs.¹⁹⁴

Néanmoins, selon le guide pratique de la FINMA, un jeton d'utilité (hybride ou non) ne constitue pas une valeur mobilière pour autant qu'il ne présente pas un caractère d'investissement.¹⁹⁵ D'ailleurs, pour qu'un *token* d'utilité ne soit pas qualifié de valeur mobilière, il faut, contrairement aux cas de préfinancement ou de prévente, que ce jeton et la plateforme pour laquelle il a été conçu ainsi que ses fonctionnalités soient utilisables à la date d'émission, soit que le service principal, auquel le *token* en question donne accès, soit fonctionnel à cette date.¹⁹⁶ Dans ce sens, le souscripteur paie seulement pour l'accès « à l'usage ou au service numériques » et n'investit pas dans un projet encore à développer.¹⁹⁷ Ainsi, le lien avec le marché des capitaux au sens de la LIMF fait défaut dans le cas de jetons d'utilité normaux, même s'ils sont diffusés en grand nombre sur internet.¹⁹⁸ Par conséquent, ils ne seront pas qualifiés de valeurs mobilières et la réglementation des marchés financiers ne leur sera pas applicable.

49. Le **token d'investissement** (*'asset token'*) est le jeton qui représente une valeur patrimoniale « de l'économie réelle située hors de la blockchain »¹⁹⁹, notamment une créance contractuelle envers l'émetteur (p.ex. paiement des parts des rendements futurs

¹⁹¹ *Id.*, p. 7 s.

¹⁹² *Id.*, p. 3.

¹⁹³ Rapport CF *blockchain*, p. 87.

¹⁹⁴ *Id.*

¹⁹⁵ Guide pratique FINMA *ICOs*, p. 4.

¹⁹⁶ *Id.*, p. 7 s.

¹⁹⁷ Vidéo CCIG.

¹⁹⁸ Guide pratique FINMA *ICOs*, p. 4 ; Rapport CF *blockchain*, p. 88.

¹⁹⁹ Rapport CF *blockchain*, p. 87.

d'un bien) ou un droit de sociétariat (p.ex. actions *tokenisées*).²⁰⁰ Selon la FINMA, cette catégorie inclut également « les jetons [qui sont] censés rendre négociables sur la blockchain des objets de valeur physiques » (*hard asset tokens*)²⁰¹, comme par exemple une œuvre d'art, une voiture de collection ou un immeuble.

Par ailleurs, la FINMA précise que les *tokens* d'utilité peuvent, économiquement, avoir une fonction d'investissement²⁰², notamment lorsque l'émetteur a voulu créer un *token* mixte, comportant tant des caractéristiques d'un jeton d'utilité que d'un jeton d'investissement. En outre, force est de constater qu'une majorité d'investisseurs participent à des émissions de *tokens* d'utilité, en principe non-conçus comme investissement selon l'intention des émetteurs, dans l'espoir de pouvoir, par la suite, les revendre sur un marché secondaire.²⁰³ À notre sens, ces *tokens* devraient également être qualifiés de jetons d'investissement car les souscripteurs achètent les *tokens* dans un but de placement (même si cela ne correspond pas à l'intention de l'émetteur).²⁰⁴ La FINMA ne précise pas publiquement sa position quant à cette question.²⁰⁵ Dans ce contexte, la détermination de l'intention réelle des investisseurs s'avère, selon notre compréhension, une tâche complexe dans la pratique.²⁰⁶

Enfin, les *tokens* d'investissement sont qualifiés de valeurs mobilières conformément à l'art. 2 let. b LIMF, car ils représentent des droits-valeurs ou dérivés, « *standardisés et susceptibles d'être diffusés en grand nombre sur le marché* ». ²⁰⁷

50. Pour récapituler, la FINMA se base sur une approche économique et admet que les jetons peuvent, selon les caractéristiques du cas particulier, être classés dans plusieurs catégories. Cela permet notamment à la FINMA de prévenir des structures de contournement et mieux lutter contre le blanchiment d'argent et assurer la protection des investisseurs.²⁰⁸ Ainsi, la catégorisation de *tokens* de la FINMA peut être schématisée comme suit :

²⁰⁰ Guide pratique FINMA ICOs, p. 3.

²⁰¹ *Id.*

²⁰² *Id.*, p. 5.

²⁰³ DURAND 2019, p. 103.

²⁰⁴ Cette qualification est importante en lien avec le marché secondaire (cf. N 45) ; VON DER CRONE/KESSLER/ANGSTMANN 2018, p. 341 et 343 ; LYANDRES/PALAZZO/RABETTI 2019, p 30.

²⁰⁵ Néanmoins, la FINMA demande aux émetteurs qui entendent obtenir un *ruling* des indications sur le marché secondaire, notamment si ceux-ci envisagent d'enregistrer les *tokens* sur une plateforme d'échange. (Guide pratique FINMA ICOs, p. 11.)

²⁰⁶ Il est notamment très difficile de récolter des données fiables en lien avec l'intention des investisseurs avant l'ICO en question ainsi que sur leur comportement après celle-ci.

²⁰⁷ Guide pratique FINMA ICOs, p. 5.

²⁰⁸ *Id.*, p. 2.

	Préfinancement et pré-vente / le jeton n'existe pas encore, mais il existe un droit négociable au transfert du jeton	Le jeton existe
ICO de jetons de paiement	= Valeurs mobilières ≠ Moyens de paiement selon la LBA	≠ Valeurs mobilières = Moyen de paiement selon la LBA ³
ICO de jetons d'utilité ⁴		≠ Valeurs mobilières, si fonction d'utilité exclusive = Valeurs mobilières si également fonction d'investissement ≠ Moyen de paiement selon la LBA, si accessoire
ICO de jetons d'investissement ⁴		= Valeurs mobilières ≠ Moyen de paiement selon la LBA

⁴ Dans les cas de jetons hybrides, le jeton peut être considéré à la fois comme valeur mobilière et comme moyen de paiement.

Source : Guide pratique FINMA ICOs, p. 7 s

51. Selon notre avis, la position de la FINMA se rapproche, dans une certaine mesure, de celle de la SEC. La dernière applique le '*Howey test*'²⁰⁹ pour déterminer, sur la base de tous les éléments du cas concret²¹⁰, si un *token* doit être considéré comme une valeur mobilière ou non.
52. Or, il faut encore apporter une clarification concernant les *tokens* hybrides avec une nature à la fois d'investissement et de paiement. En effet, la FINMA admet que les *tokens* d'investissement peuvent comporter un caractère de paiement en parallèle et précise que la LBA s'applique dans ces cas de figure.²¹¹ Contrairement à l'approche américaine, la FINMA semble ne pas admettre qu'un *token* de paiement fonctionnel, qui ne contient aucun droit, puisse également avoir une nature d'investissement, et ainsi être qualifié de jeton d'investissement.²¹²

En effet, une majorité d'investisseurs participent à des émissions de *tokens* de

²⁰⁹ En vertu du droit fédéral américain, les contrats d'investissement ('*investment contract*') sont des valeurs mobilières. Selon la position de la SEC, les *tokens* émis lors d'une *ICO* peuvent être qualifiés de contrats d'investissement et, ainsi, de valeurs mobilières, lorsque les conditions suivantes sont remplies : il s'agit d'un (a) investissement d'argent (b) dans une 'entreprise commune' (c) dont le but est d'en tirer des rendements générés par les efforts d'autrui (SEC Framework for Investment Contract, p. 2 ss). Dans cette analyse, l'accent est mis sur la réalité économique ; la forme du 'contrat d'investissement' n'importe pas, d'autant plus que l'inexistence d'un contrat formel ne change rien au résultat (SEC Framework for Investment Contract, p. 3).

²¹⁰ Sont pertinentes toutes les circonstances entourant le *token* et la façon dont il est offert au public, vendu sur le marché primaire et revendu sur le marché secondaire (*Id.*, p. 1).

²¹¹ Guide pratique FINMA ICOs, p. 3 : « Dans de tels cas, le jeton peut être cumulativement considéré comme valeur mobilière et comme moyen de paiement ».

²¹² *Id.*, p. 7 s.

paiement (purs), dans l'espoir de pouvoir, par la suite, les revendre sur un marché secondaire afin d'en tirer un gain.²¹³ Ainsi, ces investisseurs ne visent souvent pas à utiliser les cryptomonnaies comme un moyen de paiement, mais les voient comme une nouvelle classe d'investissement.²¹⁴

Même si cette situation est malheureuse²¹⁵, force est de constater que la FINMA ne peut, selon le droit actuel, considérer comme jetons d'investissement les *tokens* de paiement qui n'incorporent aucun droit : en l'absence de tout droit y incorporé, les *tokens* de paiement purs ne peuvent être qualifiés de droits-valeurs et ne remplissent, dès lors, simplement pas les conditions de la notion de valeur mobilière au sens de l'art. 2 let. b LIMF.²¹⁶

²¹³ DURAND 2019, p. 103.

²¹⁴ Cf. N 49 par. 2 et les FN correspondantes ; cf. FN 144.

²¹⁵ La qualification de jeton d'investissement, respectivement de valeur mobilière est surtout importante pour le marché secondaire (cf. N 45).

²¹⁶ Néanmoins, certains auteurs de la doctrine argumentent que mêmes les *tokens* de paiement purs incorporent des droits, notamment les prétentions des titulaires de *tokens* envers les autres participants du réseau pour la reconnaissance de leur titularité des *tokens* concernés. Ainsi, selon ces auteurs, les *tokens* de paiement purs peuvent également être qualifiés de valeurs mobilières. (cf. FN 204, les réf. cit.).

3. Marché primaire : l'émission de *tokens*

3.1. Comment l'organiser ?

53. Le processus d'organisation d'une émission de *tokens* sous forme d'*ICO/STO* est de plus en plus formalisé et professionnalisé. Il y a en principe cinq étapes principales dans l'organisation d'une *ICO/STO*.
54. Dans la **phase préparative** (a), le porteur de projet développe son *business plan*, clarifie les questions juridiques et réglementaires qui entourent son projet, crée et/ou restructure les entités impliquées²¹⁷, prépare le *white paper* ainsi que la documentation légalement requise²¹⁸ et entame les collaborations avec les divers prestataires de service, notamment en lien avec les contrôles *KYC/AML*²¹⁹, le développement de l'infrastructure informatique ainsi que la campagne de promotion. En principe, cette phase n'a aucune portée sous l'angle du droit des marchés financiers.
55. Dans la phase de '**vente privée**' (*'private sale'*) des *tokens* (b), le porteur de projet, qui entend financer celui-ci, vise à obtenir des fonds de certains investisseurs déterminés²²⁰ avant le lancement de l'appel au grand public.²²¹ Pour restreindre la participation et encadrer les négociations avec ces potentiels investisseurs, le porteur de projet détermine, en principe, des conditions de participation strictes (p.ex. montant minimal d'investissement, déroulement de la tour d'investissement, etc.).²²²

Sur le marché actuel des *ICOs/STOs*, une vente privée bien réussie est un indicateur important pour la qualité de l'équipe et du projet à financer.²²³

56. La '**vente publique anticipée**' (*'public presale'*) des *tokens* (c) se fait également avant la vente publique principale.²²⁴ Lors de cette phase, le financement du projet est ouvert au public, mais il y a toujours certaines conditions de participation strictes (p.ex. montant minimum d'investissement plus élevé que le montant minimum de la vente publique principale). Les investisseurs/souscripteurs de cette phase bénéficient en principe d'une

²¹⁷ P.ex., adapte les statuts. Pour de plus amples informations, voir CMTA actions *tokenisées*.

²¹⁸ P.ex., le contrat de vente, le contrat d'investissement, le prospectus d'émission, etc.

²¹⁹ Les contrôles de '*Know your customer*' (*KYC*), '*Know your transaction*' (*KYT*), et '*Anti-money laundering*' (*AML*) sont requis par la législation sur la lutte contre le blanchiment d'argent.

²²⁰ En principe, sont visés dans cette phase les investisseurs institutionnels et/ou les individus ayant une capacité d'investissement élevée.

²²¹ Site web Medium *ICOs*.

²²² DURAND 2019, p. 104.

²²³ Les investisseurs potentiels visés dans cette phase sont en général très difficiles à convaincre ; *Id.*

²²⁴ Site web Medium *ICOs*.

prime de participation anticipée (p.ex. une réduction de prix et/ou un bonus de *tokens* supplémentaires).²²⁵

57. Dans la phase de ‘**vente au public**’ (*‘crowdsale’*) des *tokens* (d), le porteur de projet offre ses *tokens* au grand public et lève le reste des fonds.²²⁶

58. Selon la structuration de l’offre et les circonstances qui l’entourent, les trois phases de vente susmentionnées peuvent tomber dans le champ d’application du droit des marchés financiers. Pour le surplus, les relations entre l’émetteur et les investisseurs/souscripteurs sont de nature contractuelle.

59. Selon les besoins de financement du projet ou de l’activité de l’émetteur, la vente privée peut parfois suivre la vente au public. Dans ces cas de figure, les porteurs de projet tendent à obtenir d’abord une certaine approbation du marché afin de pouvoir utiliser cette réussite comme argument dans les négociations avec les grands investisseurs potentiels.

60. Finalement, dans la phase d’**attribution** et **distribution** de *tokens* (e), les *tokens* sont émis et attribués aux différents investisseurs/souscripteurs en principe de manière automatisée par le biais d’un *smart contract*.

À partir de ce moment, les investisseurs/souscripteurs peuvent se prévaloir des fonctionnalités des *tokens* reçus, conformément au code informatique et aux modalités contractuelles. Par ailleurs, ils peuvent en principe échanger leurs *tokens* de gré à gré, ou par le biais d’une plateforme, pour autant qu’un marché secondaire, pour les *tokens* concernés, se voit créé.²²⁷

3.2. À la lumière du droit privé suisse

3.2.1. Entité émettrice

61. En théorie, une émission de *tokens* peut être organisée par toute entité ou personne car il n’y a aucune limite juridique quant à la forme de l’émetteur. Or, le seul fait d’organiser une *ICO/STO* par le biais de laquelle on entend lever des montants élevés est une activité à haut risque. Dans ce contexte, seules sont alors intéressantes les sociétés de capitaux qui protègent la fortune privée des personnes derrière le projet. Dans la pratique commerciale, la SA²²⁸ et la Srl²²⁹ prévalent. Par conséquent, tant la SA que la Srl sont, en principe,

²²⁵ DURAND 2019, p. 104.

²²⁶ Site web Medium *ICOs*.

²²⁷ DURAND 2019, p. 104.

²²⁸ Art. 620 ss CO.

²²⁹ Art. 772 ss CO.

adaptées à l'émission de *tokens* de (presque) tout type²³⁰.

62. En plus de l'émission à travers des sociétés commerciales, les *tokens* peuvent également être émis par une **fondation**²³¹. En effet, la Suisse a connu divers projets d'*ICOs* réalisés par des fondations, notamment par la Fondation *Ethereum* à Zoug.²³²

Une fondation repose sur un but spécial qui est déterminé de manière précise. Son activité ne devrait, en aucun cas, dévier de ce but.²³³ Ce but ne peut être modifié que de manière très restrictive.²³⁴ En outre, elle est soumise à surveillance.²³⁵ Ainsi, cette forme juridique est réglementée de manière lourde.

Au début du phénomène des *ICOs*, la fondation a été préférée par beaucoup d'émetteurs de *tokens* pour des raisons économiques, car celle-ci peut potentiellement bénéficier d'une exemption fiscale en vertu de l'art. 56 let. g LIFD. Toutefois, à moins que l'entité en question ne poursuive un but de service public ou d'utilité publique²³⁶, que les fonds ne soient exclusivement et irrévocablement affectés à ce but idéal, et que les fondateurs n'agissent de manière complètement altruiste²³⁷, la fondation ne bénéficiera pas d'une exemption fiscale. De plus, ce régime d'exemption fiscale ne concerne pas uniquement les fondations mais toute personne morale qui en remplit les conditions.

Par conséquent, la forme de la fondation n'offre pas la flexibilité souhaitée par la grande majorité d'organiseurs d'*ICOs/STOs* et n'est, à notre sens, pas appropriée pour les projets d'émission de *tokens*.

²³⁰ L'une des différences à considérer entre ces deux formes concerne l'anonymat des associés/actionnaires : alors que la SA offre un anonymat total de la qualité d'actionnaire quant aux tiers, le statut d'associé d'une Sàrl est publiquement affiché par une inscription au registre du commerce. Dans ce contexte, la *tokenisation* des parts sociales d'une Sàrl n'est pas intéressante car le négoce ultérieur de ces parts est rendu difficile par la charge bureaucratique représentée par le devoir d'inscription au registre du commerce des transferts de parts et des associés (art. 931a ss CO, et 15 ss et 82 ss ORC). Par ailleurs, cette visibilité n'est en général pas appréciée par les investisseurs.

²³¹ Art. 80 ss CC. La fondation est une entité qui se compose de biens que les donateurs ont affectés en faveur d'un but spécial.

²³² NASKAR/PASQUIER 2018, p. 92 s.

²³³ Art. 83d al. 2 et 84 al. 2 CC.

²³⁴ Art. 86a al. 1 CC : « lorsque l'acte de fondation réserve cette possibilité et que 10 ans au moins se sont écoulés depuis la [création] de la fondation ou depuis la dernière modification requise par le fondateur ».

²³⁵ Art. 80 ss CC, plus spécifiquement art. 84 CC. La réglementation lourde et la surveillance sont motivées par le fait que les donateurs n'ont, en principe, aucune influence ni sur l'activité de la fondation ni sur le sort des biens affectés à la fondation.

²³⁶ Tout but économique est en principe exclu (art. 56 let. g LIFD).

²³⁷ ATF 2C_484/2015 consid. 5.3 à 5.5.

63. Enfin, une **association**²³⁸ peut également émettre des *tokens*.²³⁹ En effet, celle-ci peut lever des fonds et même entreprendre une certaine activité commerciale²⁴⁰. Cependant, une association ne peut avoir qu'un but idéal et non pas lucratif.²⁴¹ Lorsqu'elle gère une entreprise commerciale, elle le fait uniquement pour atteindre son but idéal. Enfin, contrairement à la fondation, le régime juridique encadrant les associations est très flexible²⁴² et, contrairement aux sociétés de capitaux, sa création ne nécessite pas la libération d'un capital minimum.²⁴³

Au vu de ce qui précède, la forme de l'association peut, au cas par cas, être adaptée pour l'émission de *tokens*. Néanmoins, si le but principal du projet ou de l'entité à financer est de nature lucrative, la forme d'association est exclue.

3.2.2. Émission de *tokens* : quelques précisions

64. Lors d'une émission de *tokens*, l'émetteur récolte les fonds des investisseurs/souscripteurs, soit en cryptomonnaies, soit en monnaies légales. Par la suite, il attribue à ceux-ci les *tokens* créés à cet effet.

65. L'émission se fait sur la base d'un contrat entre l'investisseur/souscripteur et l'émetteur. Le type du contrat dépendra du contenu exact des *tokens* émis et ne peut être déterminé qu'au cas par cas. Or, il s'agit souvent d'un contrat de vente²⁴⁴, voire d'échange²⁴⁵. Dans certains cas, le contrat conclu entre l'investisseur/souscripteur et l'émetteur pourrait même être qualifié de contrat innomé²⁴⁶ ou mixte²⁴⁷.

66. Il faudra encore apporter quelques précisions quant à l'émission d'actions d'une société.

²³⁸ Art. 60 ss CC.

²³⁹ BEAT SCHAUWECKER 2018, p. 11.

²⁴⁰ Lorsque l'association entreprend une activité commerciale d'une certaine ampleur, elle doit s'inscrire au registre du commerce (art. 61 al. 2 ch. 1 CC et 90 ss ORC). Néanmoins, l'identité de ses membres ne fait pas l'objet de cette inscription.

²⁴¹ Selon l'art. 60 al. 1 CC, les buts éventuels sont p.ex. de nature politique, religieuse, scientifique, artistique, récréative et humanitaire.

²⁴² La notion de l'association est basée sur le regroupement de personnes physiques et/ou morales (membres). Celles-ci ont une influence sur la gestion de l'association.

²⁴³ Par ailleurs, les membres d'une association ne répondent en principe pas de ses dettes, à l'instar de la SA et de la Sàrl (art. 75c CC).

²⁴⁴ Art. 184 ss CO.

²⁴⁵ Art. 237 ss CO (BACHARACH-II 2019). ATF 6B_99/2019 et 6B_148/2019 consid. 2.3.2 : « *Solche privat geschaffenen Parallelwährungen [...] dienen letztlich nur (aber immerhin) als Tauschmittel. Ihr Gebrauch hängt damit ausschliesslich von der Akzeptanz des Gläubigers ab.* »

²⁴⁶ Cette terminologie désigne la création de nouveaux types de contrats qui ne sont pas prévus par la loi (cf. principe de la liberté contractuelle, art. 19 al. 1 CO).

²⁴⁷ Cette terminologie désigne la combinaison des différents types de contrats explicitement prévus par la loi (cf. principe de la liberté contractuelle, art. 19 al. 1 CO).

Tokenisée ou non, l'émission de nouvelles actions est, en effet, strictement réglée par le droit des sociétés. La société qui entend procéder à cette démarche décide en principe d'augmenter son capital.²⁴⁸ Dans le contexte des *STOs*, il faudrait notamment analyser la question de libération des apports, dans la mesure où les investisseurs peuvent en général participer à l'émission tant avec les monnaies légales que les cryptomonnaies.²⁴⁹

67. En cas de libération des apports en cryptomonnaies, la question de l'interprétation de la notion de monnaie au sens de l'art. 633 CO se pose.²⁵⁰ À notre connaissance, aucun office cantonal de registre du commerce considère, à l'heure actuelle, les cryptomonnaies comme monnaie dans ce contexte.²⁵¹ Sans aller dans les détails, cette approche se justifie, à notre sens, en raison de la volatilité élevée et souvent imprévisible des cryptomonnaies ainsi que de leur nature opaque.²⁵²
68. Concernant la libération du capital par apport de biens patrimoniaux autres qu'en espèce, le droit des SA prévoit encore le régime des apports en nature²⁵³. Dans ce contexte, pour qu'un investisseur puisse utiliser des cryptomonnaies pour libérer ses apports, il faut que celles-ci remplissent les critères matériels suivants : la cryptomonnaie à apporter doit être comptablement activable (i)²⁵⁴, transférable (ii), disponible de manière immédiate et sans réserve pour la société (iii) ainsi que réalisable (iv)²⁵⁵.²⁵⁶ À ce jour, l'office de registre du commerce du canton de Zoug, par exemple, admet de manière générale que le *bitcoin* et l'*ether* remplissent ces quatre conditions et peuvent être apportés par la procédure de

²⁴⁸ Dans certains cas, une société peut émettre de nouvelles actions sans augmenter le capital en annulant les anciennes actions. Toute émission de nouvelles actions exige le respect de certaines règles formelles, notamment quant aux différents intervenants (p.ex. notaire), instances de prise de décision (p.ex. assemblée générale et/ou conseil d'administration) et investisseurs (p.ex. souscription des actions et libération des apports).

²⁴⁹ Même en présence d'un très grand nombre de participants, les investissements en monnaies légales ne posent en principe pas de problèmes dans la mesure où il s'agit d'une libération simplifiée des apports en espèce. Dans ces cas, les investisseurs vont simplement verser en monnaie légale les montants de leurs investissements sur un compte bancaire de la société ouvert à cet effet (art. 652c et 633 CO).

²⁵⁰ Comme discuté ci-dessus, le droit suisse ne définit pas la notion de monnaie de manière « *claire, uniformisée ou systématique* ». (cf. N 37 ; Rapport CF *blockchain*, p. 54 et les réf. cit.).

²⁵¹ BEROUD/FAVROD-COUNE 2018, p. 2 ; MÜLLER/STOLTZ/KALLENBACH 2017, p. 1321 à 1323 ; MÜLLER/ZYSSE T/KALAITZIDAKIS 2019, N 4 à 7.

²⁵² *Id.*

²⁵³ Art. 652c et 634 CO.

²⁵⁴ Art. 959 al. 2 CO.

²⁵⁵ Une cryptomonnaie est 'réalisable' lorsqu'elle est susceptible d'être vendue sur un marché secondaire existant ; Art. 634 ch. 2 CO.

²⁵⁶ Communication OFRC, p. 2 ; VON DER CRONE 2014, N 138 ss ; BÖCKLI 2009, N 375 ss ; MÜLLER/STOLTZ/KALLENBACH 2017, p. 1323 à 1329 ; MÜLLER/ZYSSE T/KALAITZIDAKIS 2019, N 11 à 21 ; Parfois, une cinquième condition est exprimée selon laquelle le bien doit être utile à la société (GRISSEL, p. 23 ss).

libération qualifiée.²⁵⁷ Concernant les autres cryptomonnaies, il procède à un examen au cas par cas.²⁵⁸

69. En plus des conditions matérielles susmentionnées, la société doit encore respecter certaines exigences formelles pour que l'apport en nature puisse être accepté par les offices de registre du commerce.²⁵⁹ En vertu de 634 CO, il faut un contrat d'apport passé en la forme écrite ou authentique²⁶⁰, un rapport d'augmentation²⁶¹ dans lequel le conseil d'administration constate notamment que les conditions matérielles d'un apport en nature sont remplies pour les cryptomonnaies en question, ainsi qu'une attestation de vérification²⁶² par laquelle un réviseur agréé atteste l'intégralité et l'exactitude du rapport d'augmentation.²⁶³
70. Sans aller dans les détails sur ces divers éléments, force est de constater que le régime d'apport en nature est complexe. En présence d'un nombre élevé d'investisseurs qui souhaitent libérer leur apport en cryptomonnaie, il devient alors pratiquement très difficile de procéder par ce biais. Or, il est envisageable que la société émettrice crée une société fille afin de pallier cette situation complexe. Dans une telle construction, les investisseurs versent alors les cryptomonnaies à la société fille qui souscrit d'abord aux nouvelles actions de la société émettrice et libère les apports en nature. Celle-ci transmet, par la suite, les actions aux investisseurs. Cette opération a l'avantage que la libération en cryptomonnaie se fait en une seule fois et au nom d'un seul souscripteur, soit la société fille.
71. Enfin, malgré cette construction, les divers risques, notamment de surévaluation d'actifs²⁶⁴, liés aux fortes fluctuations de valeurs des cryptomonnaies ne seront pas contrés tant que la libération des apports se fait en cryptomonnaies. Or, il est également possible que la société fille convertisse en premier lieu les cryptomonnaies reçues des divers investisseurs en monnaie légale, puis libère les apports en espèce selon le régime ordinaire.²⁶⁵

²⁵⁷ Canton de Zoug Merkblatt.

²⁵⁸ *Id.*

²⁵⁹ BEROUD/FAVROD-COUNE 2018, p. 3.

²⁶⁰ Art. 634 ch. 1 CO.

²⁶¹ Art. 652e CO.

²⁶² Art. 652f CO.

²⁶³ MÜLLER/STOLTZ/KALLENBACH 2017, p. 1327 ; MÜLLER/ZYSSET/KALAITZIDAKIS 2019, N 22 à 29.

²⁶⁴ BEROUD/FAVROD-COUNE 2018, p. 6.

²⁶⁵ Dans ce contexte, il est important de noter que les petits investisseurs n'ont pas toujours accès aux services de conversion alors que plusieurs prestataires de service sérieux existent en Suisse, collaborant avec des clients 'qualifiés' envisageant des opérations de conversion pour des montants élevés (p.ex. à partir de CHF 100'000).

3.2.3. Obligation d'établir un prospectus d'émission

72. En droit suisse, l'offre au public de droits de participation ou de créances exige en principe l'établissement d'un prospectus d'émission.²⁶⁶ Dans ce contexte, il est important de déterminer quels types de *tokens* sont concernés par cette exigence.

L'art. 652a CO concerne l'émission de nouvelles actions (ou bons de participation en vertu de l'art. 656a al. 2 CO).²⁶⁷ L'art. 1156 CO porte sur l'émission des obligations d'un emprunt. La loi ne définit pas précisément la notion d'obligation d'un emprunt et ne délimite pas clairement le champ d'application de l'art. 1156 CO.²⁶⁸ Toutefois, selon la doctrine, l'art. 1156 CO inclut « *tout type d'obligations* » qui incorpore « *une créance portant sur une prestation en argent* ». ²⁶⁹

Par conséquent, l'émission de *tokens* de paiement purs ne nécessite pas la publication d'un prospectus. Concernant les jetons d'investissement, l'émission de *tokens* qui incorporent une action, un bon de participation ou de jouissance, une obligation ou toute autre prétention à un rendement monétaire, nécessite en principe l'établissement d'un prospectus. Enfin, l'émission de *tokens* d'utilité purs (sans caractère d'investissement) ne nécessite pas l'établissement d'un prospectus, dans la mesure où il s'agit, en principe, de la vente d'un produit ou d'un service non financier.

73. L'obligation d'établissement d'un prospectus existe seulement quand l'appel aux investisseurs est public. « *Est public tout appel de souscriptions qui ne s'adresse pas à un cercle limité de personnes* »²⁷⁰. Dans ce contexte, la loi ne définit pas de critères quantitatifs, mais certains auteurs de la doctrine juridique suisse argumentent, en s'inspirant des autres règles concernant la notion d'offre au public²⁷¹, qu'il y a un appel au public nécessitant l'établissement d'un prospectus à partir de 20 investisseurs.²⁷²

74. Le prospectus d'émission contient des informations qui visent « *à la protection des investisseurs ainsi qu'au bon fonctionnement du marché* ». ²⁷³ En résumé, celui-ci décrit de façon objective, précise et complète « *les éléments qui peuvent influencer la décision des*

²⁶⁶ Art. 652a et 1156 CO.

²⁶⁷ L'art. 652a CO n'est applicable qu'en présence d'une SA (ATF 129 III 71, consid. 2.3).

²⁶⁸ THÉVENOZ 2006, p. 65.

²⁶⁹ DARBELLAY/REYMON 2018, p. 58 ; LOMBARDINI 2012, p. 355 ; ZUFFEREY 2017, N 15 ; LANG/KLÖTI 2016, N 1 s.

²⁷⁰ Art. 652a al. 2 et 1156 al. 2 CO.

²⁷¹ Art. 2 al. 1 OIMF, 6 al. 1 OB et 1a let. d OPCC.

²⁷² SCHALLER/KESSLER 2016, N 1 ; LAMBER/GERICKE 2016, N 2.

²⁷³ DARBELLAY/REYMON 2018, p. 58.

futures acquéreurs » de *tokens*.²⁷⁴ Selon les art. 652a al. 1 et 1156 al. 2 CO, l'émetteur doit donner des indications notamment sur :

- les informations le concernant inscrites au registre du commerce²⁷⁵,
- l'état actuel de son capital-actions avec certains détails sur la composition de celui-ci²⁷⁶ et,
- sa situation financière²⁷⁷.

Enfin, l'art. 1156 al. 2 CO précise que le prospectus doit en outre mentionner le détail des conditions de l'émission, notamment le nombre de *tokens* à émettre, l'échéancier de dates des différentes étapes (tant du projet à financer que de l'émission elle-même) et toutes autres modalités et informations importantes (intérêts, garanties, remboursements, etc.).²⁷⁸

Même si le *white paper* d'une ICO/STO peut contenir certains de ces éléments, celui-ci ne saurait en principe être considéré comme un prospectus.²⁷⁹

75. En cas de non-respect de cette obligation, il y a un risque éminent que l'acceptation des fonds des investisseurs soit qualifiée d'acceptation de dépôts du public et déclenche l'application de la LB.²⁸⁰ Par ailleurs, lorsque l'émission est effectuée sans un prospectus conforme aux explications qui précèdent, ou lorsque le prospectus contient des informations inexactes ou trompeuses, l'émetteur ainsi que toute autre personne ayant participé à l'établissement du prospectus engagent leur responsabilité sous l'angle du droit privé.²⁸¹

76. D'un point de vue d'opportunité, l'établissement d'un prospectus n'est, en réalité, pas une entrave à l'émission de *tokens*. Au contraire, en préparant un tel document technique et élaboré, les émetteurs mettent leur projet à l'épreuve avant même de prendre des engagements envers des investisseurs. Par ailleurs, l'existence d'un prospectus conforme aux exigences légales est un indicateur positif aux yeux du public cible.

77. Enfin, le droit suisse actuel, contrairement à d'autres juridictions, comme par exemple les

²⁷⁴ LOMBARDINI 2008, p. 662.

²⁷⁵ Eventuellement, « la description [de ses] activités, de sa stratégie, du marché dans lequel il opère, de la concurrence qu'il doit affronter, de l'origine de ses revenus et des facteurs qui peuvent les influencer » (*Id.*).

²⁷⁶ Ces détails concernent notamment les privilèges attachés à certaines actions, ainsi que les dispositions statutaires concernant l'augmentation autorisée ou conditionnelle du capital-actions.

²⁷⁷ C.-à-d. les derniers comptes annuels et les comptes de groupe avec les rapports de révision ainsi que les dividendes payés pendant les cinq dernières années ou depuis sa fondation.

²⁷⁸ DARBELLAY/REYMON 2018, p. 59.

²⁷⁹ Cf. N 7.

²⁸⁰ Art. 5 al. 3 let. b OB *a contrario* ; cf. Chap. 3.3.2.

²⁸¹ Art. 752 et 1156 al. 3 CO.

USA²⁸² et les Etats membres de l'Union européenne²⁸³, ne requiert pas l'approbation du prospectus par une autorité étatique.²⁸⁴

Cette situation va changer prochainement, avec l'entrée en vigueur des art. 51 ss LSFin. Ainsi, toute personne voulant émettre des valeurs mobilières pour offre au public en Suisse devra publier un prospectus, conformément aux exigences de cette nouvelle loi²⁸⁵, et soumettre celui-ci à l'approbation de l'organe de contrôle²⁸⁶ avant sa publication, pour que cet organe vérifie « *l'intégralité, la cohérence et la clarté* » dudit prospectus.²⁸⁷ La LSFin prévoit des exceptions, tant par rapport à la publication d'un prospectus²⁸⁸ que par rapport à sa vérification²⁸⁹. À titre d'exemple, aucun prospectus ne devra être publié lorsque l'offre « *[est destinée] à moins de 500 investisseurs* »²⁹⁰ ou « *ne [dépasse] pas une valeur totale de 8 millions de francs, calculée sur une période de douze mois* »²⁹¹. En outre, l'art. 47 LSFin délègue au CF la possibilité de prévoir des allègements en matière de prospectus pour certains émetteurs (en principe les PME).²⁹²

Enfin, lorsque « *[l']offre portant sur un instrument financier vise des clients privés* »²⁹³, une feuille d'information de base devra, à partir du 1^{er} janvier 2020, (également) être établie²⁹⁴ sauf en cas d'offre d'actions ou de toute autre valeur mobilière assimilable à des actions, ou d'offre de titres de créances.²⁹⁵ Ce document exposera uniquement les indications essentielles et devra être facilement compréhensible.²⁹⁶ S'agissant d'un document moins exigeant que le prospectus, cette possibilité réduira

²⁸² US Securities and Exchange Acts.

²⁸³ Directive UE 2003/71/CE.

²⁸⁴ Guide pratique FINMA ICOs, p. 5 s.

²⁸⁵ Art. 35 al. 1 et 40 ss LSFin ; Sont qualifiés de valeurs mobilières au sens de la LSFin « *les papiers-valeurs, les droits-valeurs, les dérivés et les titres intermédiés standardisés susceptibles d'être diffusés en grand nombre sur le marché* » (art. 3 let. b LSFin).

²⁸⁶ Il s'agira d'un organe agréé par la FINMA (art. 52 al. 1 LSFin) et non de la FINMA même.

²⁸⁷ Art. 51 al. 1 LSFin.

²⁸⁸ Art. 36 ss LSFin.

²⁸⁹ Art. 51 al. 2 et 3 LSFin.

²⁹⁰ Art. 36 al. 1 let. b LSFin ; Sont concernés les clients privés au sens de l'art. 4 al. 2 LSFin (LEIMGRUBER/FLÜCKIGER 2018, N 46).

²⁹¹ Art. 36 al. 1 let. e LSFin.

²⁹² Ces allègements concerneront « *les émetteurs qui n'ont pas dépassé deux des valeurs suivantes durant le dernier exercice: i) total du bilan: 20 millions de francs, ii) chiffre d'affaires: 40 millions de francs, iii) moyenne annuelle des emplois à plein temps: 250 emplois* » (art. 47 al. 1 LSFin).

²⁹³ Art. 4 al. 2 LSFin : « *sont considérés comme des clients privés les clients non professionnels* ».

²⁹⁴ Art. 58 al. 1 LSFin.

²⁹⁵ Art. 59 al. 1 LSFin.

²⁹⁶ Art. 60 al. 1 et 61 al. 1 LSFin.

considérablement les coûts et les efforts administratifs liés à l'activité d'émission.²⁹⁷

Au vu de ce qui précède, sous le régime de la LSFin, l'offre de *tokens* incorporant une action, voire un bon de participation ou de jouissance, une obligation et/ou toute autre prétention contractuelle ('titres de créance n'ayant pas le caractère de dérivé') pourra alors se faire sans publication de prospectus, ni de feuille d'information de base, si l'offre est destinée à moins de 500 investisseurs ou si elle ne dépasse pas la limite de 8 millions de CHF. Ainsi, la réglementation suisse d'information du public demeurera toujours moins stricte d'un point de vue de comparaison international.²⁹⁸ Néanmoins, cette situation représente un risque non-négligeable en ce qui concerne la protection des investisseurs.²⁹⁹

3.3. Réglementation suisse des marchés financiers

78. La réglementation des marchés financiers « *a pour objectifs principaux la protection individuelle (des créanciers, des investisseurs et des assurés), la stabilité du système et la garantie du bon fonctionnement de ces marchés* ». ³⁰⁰ Dans ce contexte, diverses activités en lien avec les marchés financiers nécessitent une autorisation et sont soumises à une surveillance (directe ou indirecte).
79. L'émission de *tokens* pouvant présenter des liens forts avec les marchés financiers, il est alors judicieux d'analyser cette activité sous l'angle de diverses réglementations. Ainsi, l'analyse sous l'angle de chaque législation sera divisée en trois parties principales. D'abord, la raison d'être de la loi en question sera brièvement expliquée afin de contextualiser les enjeux. Puis, les questions d'assujettissement sous l'angle de cette législation seront traitées. Enfin, les conséquences d'une éventuelle obligation d'autorisation et les conditions d'obtention seront énoncées.
80. À titre liminaire, il est important de rappeler les conséquences du non-respect des règles encadrant ce domaine. L'exercice d'une activité sans autorisation, reconnaissance, agrément ou enregistrement, alors qu'une obligation dans ce sens est prévue par l'une des lois des marchés financiers, est pénalement punissable selon l'art. 44 LFINMA. Par ailleurs, le non-respect des décisions de la FINMA est pénalement répréhensible en vertu de l'art. 48 LFINMA.³⁰¹

²⁹⁷ LEIMGRUBER/FLÜCKIGER 2018, N 46.

²⁹⁸ IFFLAND/LÄSER 2018, p. 418.

²⁹⁹ LEIMGRUBER/FLÜCKIGER 2018, N 46.

³⁰⁰ Site web SFI réglementation des marchés financiers.

³⁰¹ Les lois spéciales des marchés financiers prévoient davantage de dispositions pénales (p.ex., art. 46 ss LB, 42a LBVM, 147 ss LIMF, 148 ss LPCC, 37 ss LBA).

81. En ce qui concerne l'application de ces dispositions pénales, la FINMA n'est ni l'autorité de poursuite, ni celle de jugement.³⁰² Elle est, certes, l'autorité chargée de surveiller les marchés financiers³⁰³ et possède un certain nombre d'instruments à ce titre³⁰⁴, mais elle n'a pas de compétences pénales proprement dites.

82. En revanche, la FINMA a une obligation de dénonciation à l'égard des autorités de poursuite pénale concernant les infractions dont elle a connaissance.³⁰⁵ En outre, les mesures administratives auxquelles la FINMA peut recourir ont souvent un caractère disciplinaire et peuvent également s'avérer intrusives.³⁰⁶ La FINMA peut notamment ordonner :

- le rétablissement de l'ordre légal³⁰⁷ ;
- des interdictions d'exercer³⁰⁸ ;
- la publication des décisions (« y compris les données personnelles » dans un but de '*naming and shaming*')³⁰⁹ ;
- la confiscation du gain acquis en lien avec la violation grave du droit des marchés financiers³¹⁰ ;
- le retrait d'autorisations, de reconnaissances, d'agréments et d'enregistrements³¹¹.

Enfin, la FINMA peut également faire liquider et radier du registre du commerce les entités et les personnes auxquels elle a retiré leur autorisation ou approbation, ou qui exerçaient une activité sans autorisation ou approbation.³¹²

3.3.1. Emetteur : un négociant en valeurs mobilières ?

83. La réglementation des marchés financiers a pour but la protection des investisseurs et des

³⁰² Art. 50 LFINMA.

³⁰³ Art. 5 al. 1 s et 6 al. 1 LFINMA.

³⁰⁴ Art. 24 ss LFINMA.

³⁰⁵ Art. 38 al. 3 LFINMA.

³⁰⁶ À ce titre, la question de savoir si ces mesures administratives ont une nature pénale au sens de l'art. 6 CEDH est controversée. Dans ce contexte, le TF a néanmoins nié la qualification pénale de l'interdiction d'exercer en 2016 (ATF 142 II 243 consid. 3.4).

³⁰⁷ Art. 31 LFINMA.

³⁰⁸ Art. 33 al. 1 LFINMA.

³⁰⁹ Art. 34 al. 1 LFINMA ; HSU/BAHAR/RENNINGER 2011, N 46.

³¹⁰ Art. 35 al. 1 LFINMA.

³¹¹ Art. 37 al. 1 LFINMA.

³¹² Art. 23ter LB, 36 LBVM, 87 al. 2 LIMF, 134 et 135 al. 1 LPCC, 20 LBA.

créanciers et le bon fonctionnement des marchés financiers.³¹³ Les personnes et entités impliquées dans l'émission et le commerce des valeurs mobilières sont donc légalement encadrées. Dans ce sens et de manière simplifiée, les personnes physiques ou morales sises en Suisse³¹⁴ qui achètent et vendent des valeurs mobilières (marché secondaire³¹⁵) ou les créent et/ou les offrent au public³¹⁶ (marché primaire³¹⁷) peuvent éventuellement être qualifiées de négociants³¹⁸ et doivent, le cas échéant, obtenir une autorisation de la FINMA avant d'entamer cette activité.³¹⁹

84. Selon l'art. 3 al. 2 et 3 OBVM, les négociants qui, à titre professionnel, offrent au public des valeurs mobilières sur le marché primaire sont qualifiés de 'maisons d'émission'. Ceux qui, à titre professionnel, créent des dérivés et les offrent au public sur le marché primaire sont qualifiés de 'fournisseurs de dérivés'.
85. Actuellement, seuls sont considérés comme valeurs mobilières les *tokens* d'investissement (hybrides ou non), les *tokens* d'utilité ayant également une fonction d'investissement et les droits négociables au transfert d'un jeton dans les cas de préfinancement et de prévente.³²⁰
86. Or, une exigence de base pour la qualification de négociant est 'l'activité exercée à titre professionnel'.³²¹ Dans le contexte des maisons d'émission et des fournisseurs de dérivés, 'l'activité exercée à titre professionnel' implique que « *[l'activité d'émission] des valeurs mobilières soit une activité économique indépendante qui vise à réaliser des revenus réguliers* ». ³²² En outre, il faut que l'émetteur soit principalement actif dans le domaine financier pour qu'il soit considéré comme négociant au sens de la LBVM.³²³ Cela signifie

³¹³ Art. 4 LFINMA et 1 al. 2 LBVM.

³¹⁴ Circ. 08/5, CM 5.

³¹⁵ ATF 136 II 43, consid. 4.1 : le marché secondaire est le marché sur lequel les titres émis sont négociés sur la bourse ou hors bourse (de gré-à-gré).

³¹⁶ Circ. 08/5, CM 14 : « *une offre est considérée comme publique lorsqu'elle est adressée à un nombre indéterminé de destinataires, soit en particulier lorsqu'elle est diffusée par voie d'annonces, de prospectus, de circulaires ou par le biais de médias électroniques (de même art. 7 OB)* ». N'est en principe pas déterminant si 20 personnes ou plus ont effectivement acheté les valeurs mobilières en question (Circ. 08/5, CM 27 et 35).

³¹⁷ ATF 136 II 43, consid. 4.1 : « *le marché primaire est le marché sur lequel des titres (actions, obligations, etc.) sont émis pour la première fois* ».

³¹⁸ Art. 2 let. d LBVM.

³¹⁹ Art. 10 al. 1 LBVM ; Il y a différentes catégories de négociants selon l'activité exacte entretenue dans le marché des capitaux (art. 3 OBVM).

³²⁰ En revanche, les *tokens* de paiement et d'utilité n'ayant pas une fonction d'investissement ne sont pas des valeurs mobilières au sens de la LIMF. Par conséquent, ils n'entrent pas dans le champ d'application de la LBVM et leur émission ne nécessite jamais une autorisation de négociant.

³²¹ Art. 3 al. 1 à 5 OBVM ; Circ. 08/5, CM 11.

³²² Circ. 08/5, CM 12, 25 et 33.

³²³ Art. 2 al. 1 s OBVM.

que son « *activité dans le domaine financier doit prédominer nettement par rapport à d'autres activités éventuelles (de nature industrielle et commerciale)* »³²⁴.

87. Dans ce contexte, la FINMA précise que « *la création de droits-valeurs dans le sens d'une propre émission n'entraîne en principe pas d'obligation d'assujettissement, même si ces droits-valeurs ont qualité de valeurs mobilières dans le sens de la LIMF (c.-à-d. s'ils sont standardisés et susceptibles d'être diffusés en grand nombre sur le marché).* »^[325] Il en va de même de l'offre publique de valeurs mobilières »³²⁶.

88. En somme, cela signifie que l'émission de *tokens* qualifiant de valeurs mobilières ne nécessite en principe pas non plus une autorisation au sens de la LBVM, pour autant que l'émetteur la fasse pour son propre compte et exerce principalement une activité industrielle ou commerciale en dehors du domaine de la finance.³²⁷ Dans la pratique actuelle des *ICOs/STOs*, il est rare que les émetteurs nécessitent une autorisation de négociant car les porteurs de projet qui visent à obtenir du financement par ce biais n'envisagent l'organisation des *ICOs/STOs* que de manière épisodique et ne sont que très peu souvent actifs dans le domaine financier.³²⁸

89. À titre de précision supplémentaire, le concept de l'exercice d'une activité principalement industrielle ou commerciale devrait être compris de manière large, dans la mesure où la société fille ou sœur, chargée des aspects financiers d'un groupe de sociétés dont elle fait partie, n'est pas assujettie à la LBVM tant que l'activité principale du groupe dans son entier n'est pas dans le domaine financier.³²⁹

90. Au vu de ce qui précède, force est de constater que le champ d'application de la LBVM est limité concernant l'émission de *tokens*. En revanche, si une autorisation s'avère tout de même nécessaire dans un cas particulier, plusieurs conditions doivent être remplies, notamment la libération entière d'un capital minimum de 1,5 million de CHF et la garantie

³²⁴ Circ. 08/5, CM 7.

³²⁵ Toutefois, cette qualification joue un rôle important sur le marché secondaire, les plateformes permettant le négoce de valeurs mobilières étant régulées (LIMF) et les personnes impliquées dans le négoce, à titre professionnel, de valeurs mobilières nécessitant une autorisation de négociant et étant soumises à surveillance (LBVM).

³²⁶ Guide pratique FINMA *ICOs*, p. 5.

³²⁷ Circ. 08/5, CM 8 : « *l'exigence de devoir exercer une activité principalement dans le domaine financier permet en particulier d'éviter que des entreprises industrielles ou commerciales ne tombent sous le coup de la loi sur les bourses en raison de l'activité de leur département financier* » ; LEIMGRUBER/FLÜCKIGER 2018, N 93.

³²⁸ DURAND 2019, p. 108 ; En revanche, si l'activité d'émission devient régulière et génère des 'revenus', il y a lieu d'admettre qu'une obligation d'autorisation existe.

³²⁹ Circ. 08/5, CM 9 ; Ainsi, la manière de structurer les sociétés afin de faciliter l'apport en nature de cryptomonnaies (cf. N 70) n'est en principe pas soumise à une autorisation de négociant.

d'une activité irréprochable, d'une gestion efficace des risques et d'un système de contrôle interne efficace et indépendant.³³⁰ La procédure d'autorisation dure en principe six mois.³³¹

91. Enfin, il est important de noter que la LBVM sera remplacée par la LEFin dès le 1^{er} janvier 2020. Or, l'émission de valeurs mobilières³³² pour son propre compte ne sera toujours pas soumise à une autorisation de négociant (appelé maison de titres selon la terminologie de la LEFin³³³) sous le nouveau régime.³³⁴ Ainsi, la situation actuelle ne changera pas.

3.3.2. Récolte des fonds : une activité bancaire ?

92. La LB ne se prononce explicitement sur la notion de banque que depuis l'entrée en vigueur le 1^{er} janvier 2019 de son nouvel art. 1a. Désormais, « *est réputé[e] banque quiconque est principalement actif dans le secteur financier* » et de manière générale « *accepte à titre professionnel des dépôts du public [...] ou fait appel au public*^[335] pour les obtenir ». Dans ce contexte, l'art. 1 al. 2 LB indique que « *les personnes physiques ou morales qui ne sont pas assujetties à la [LB] ne peuvent [pas] accepter des dépôts du public à titre professionnel* ». Il en résulte que l'activité bancaire est fondamentalement liée à l'acceptation de dépôts du public et l'obligation de les restituer ultérieurement.³³⁶

93. Avant de traiter les divers éléments d'un éventuel assujettissement à la LB, il faut comprendre la 'raison d'être' de cette législation. De manière 'simplifiée', pour pouvoir payer des intérêts et faire un profit, les banques utilisent l'argent déposé pour financer les projets d'autres personnes.³³⁷ Dans ce contexte, les opérations bancaires comportent des risques élevées pour les clients³³⁸. Par conséquent, l'acceptation des dépôts du public est soumise à autorisation et les établissements y impliqués sont intensivement réglementés et

³³⁰ Art. 17 ss OBVM.

³³¹ Site web FINMA autorisation négociants.

³³² Les *tokens* qualifiés de valeurs mobilières sous le droit actuel seront en principe également qualifiés de valeurs mobilières au sens de l'art. 3 let. b LSFin.

³³³ Art. 2 al. 1 let. e et 41 ss LEFin.

³³⁴ Art. 12 LEFin *a contrario* ; Rapport CF *blockchain*, p. 122 ; Le critère 'd'activité d'émission exercée à titre professionnel' demeure important dans la détermination d'une éventuelle obligation d'autorisation (art. 12 LEFin).

³³⁵ La notion d'appel au public désigne toute activité de publicité concernant l'activité de dépôt.

³³⁶ LEIMGRUBER/FLÜCKIGER 2018, N 9 s ; ATF 2C_929/2010 consid. 3.3.1 ; ATF 132 II 382 consid. 6.3.1 ; ATF 136 II 43 consid. 4.2 ; ATF 2C_345/2015 consid. 6f.

³³⁷ Dans ce sens, art. 1a LB : « *est réputé banque quiconque est principalement actif dans le secteur financier et [...] se refinance dans une mesure importante auprès de plusieurs banques ne participant pas de manière notable à son capital dans le but de financer pour son propre compte, de quelque manière que ce soit, un nombre indéterminé de personnes ou d'entreprises avec lesquelles il ne forme pas une entité économique* ». Très souvent, ce financement se fait sous forme de crédits.

³³⁸ Guide pratique FINMA ICOs, p. 6 : « *la [LB] vise tout d'abord à protéger le public, notamment les créanciers des banques et leurs dépôts* ».

étroitement surveillés.

94. Au vu de ce qui précède, trois critères sont au cœur du sujet quant à la question de savoir si une émission de *tokens* peut être qualifiée d'activité bancaire et si une autorisation est exigée à cet effet : l'acceptation de fonds du public à titre professionnel (i), la qualification des fonds étrangers investis en tant que dépôt (ii) et la provenance des fonds du public (iii).
95. Selon l'art. 6 al. 1 OB, agit à titre professionnel (i) au sens de la législation sur les banques « celui qui [...] accepte plus de 20 dépôts du public ou fait appel au public pour obtenir des dépôts, même si le nombre de dépôts obtenus est inférieur à 20 ». Le même article prévoit, à son al. 2, un allègement qui exclut le caractère professionnel d'acceptation de dépôts, même en présence de plus de 20 dépôts ou d'appel au public, lorsque la valeur des dépôts ne dépasse pas un montant total d'un million de CHF (le *sandbox* bancaire suisse).³³⁹ Dans la pratique, les émetteurs de *tokens* qui font appel au public par le biais d'ICOs/STOs visent, en principe, à rassembler des montants excédant le seuil d'un million de CHF. Ainsi, la grande majorité d'organiseurs d'ICO/STO ne pourrait pas bénéficier dudit allègement.
96. En vertu de l'art. 5 al. 1 OB, « tous les engagements envers les clients » sont considérés comme dépôts (ii) du public (iii). La notion de dépôt est large : en d'autres termes, tous les passifs sur le bilan d'une banque pourraient avoir le caractère de dépôts.³⁴⁰ Or, l'art. 5 al. 2 et 3 OB prévoit les exceptions en lien avec la notion de dépôt ainsi que celle de la provenance du public.
97. S'agissant de la dernière notion (iii), les fonds reçus notamment d'une banque³⁴¹, des proches³⁴² et des investisseurs institutionnels³⁴³ ne viennent pas du public en vertu de l'art. 5 al. 2 OB.³⁴⁴ Par ailleurs, si l'entité qui récolte les fonds est une association, une fondation ou une société commerciale à but idéal (et non lucrative) et si elle n'est pas active dans le

³³⁹ L'art. 6 al. 2 OB énumère toutes les conditions à remplir pour que la personne qui entend faire un appel au public puisse bénéficier de cet allègement (cf. FN 458). Pour plus d'informations sur les subtilités de cet allègement, voir Circ. 08/3, CM 8.2 à 8.5.

³⁴⁰ Circ. 08/3, CM 10. L'acceptation de cryptomonnaies peut également constituer un dépôt du public (Rapport CF *blockchain*, p. 90 et les réf. cit.). Or, la FINMA précise que l'acceptation de cryptomonnaies n'est pas soumise à une autorisation bancaire, s'il s'agit uniquement d'un service de conservation sécurisée et que les cryptomonnaies déposées sont directement conservées sur la *blockchain* et peuvent, à tout moment, être attribuées aux différents clients concernés (Fiche d'information FINMA monnaies virtuelles, p. 2). En revanche, la qualification de dépôt ne s'étend pas à l'acceptation de *tokens* d'investissement et d'utilité n'ayant aucun caractère de paiement.

³⁴¹ Art. 5 al. 2 let. a OB.

³⁴² P.ex. les actionnaires qualifiés au sens de l'art. 3 al. 2 let. c *bis* LB et les sociétés économiquement liées ; Art. 5 al. 2 let. b OB.

³⁴³ Art. 5 al. 2 let. c OB.

³⁴⁴ Pour davantage d'informations à ce sujet, voir Circ. 08/3, CM 19 à 30.

domaine financier, les fonds reçus ne sont pas qualifiés de dépôts du public.³⁴⁵

98. Quant à la première notion (ii), les fonds reçus³⁴⁶ dans le contexte d'un contrat portant sur le transfert de propriété d'un bien (p.ex. contrat de vente ou d'échange)³⁴⁷ ou sur la fourniture d'un service ne sont pas considérés comme des dépôts.³⁴⁸ En outre, les investissements reçus dans le cadre d'une émission d'obligations ou de droits-valeurs ne sont pas qualifiés de dépôts en vertu de l'art. 5 al. 3 let. b OB, pour autant que les investisseurs aient été « *informés de manière équivalente aux prescriptions prévues par l'art. 1156 [CO]* », c.-à-d. qu'un prospectus, voire une feuille d'information de base, respectant les exigences légales leur a été communiqué.³⁴⁹

Pour compléter ce qui précède, la jurisprudence du TF ajoute encore que l'existence d'une obligation de remboursement est l'élément fondamental dans la définition de la notion de dépôt.³⁵⁰ En effet, la banque accepte l'argent de son client dans le but de le rembourser à une date ultérieure.³⁵¹ Dans ce contexte, le guide pratique de la FINMA précise que « *l'émission de jetons n'est habituellement pas associée à des demandes de remboursement envers l'organisateur de l'ICO et ne relève donc pas de la notion de dépôt* ». En revanche, si l'émetteur de *tokens* s'est engagé à rembourser l'argent récolté, les conditions de l'une des exceptions prévue par l'art. 5 al. 3 OB doivent être remplies pour ne pas tomber sous le champ d'application de la LB.³⁵²

99. En principe, les émetteurs de *tokens* de paiement et d'utilité transmettent leurs *tokens* aux souscripteurs en vertu d'un contrat de vente ou d'échange et ne font aucune promesse de rendements économiques. Ainsi, les conditions de la notion de dépôt au sens de l'art. 5 OB n'étant pas remplies, ces émetteurs ne doivent pas obtenir une autorisation bancaire pour cette activité.³⁵³

Cependant, les *tokens* d'investissements évoquent, en raison de leur nature, un expectatif à un certain rendement économique aux yeux des investisseurs. Il se peut même qu'un *token*

³⁴⁵ Art. 5 al. 2 let. f OB ; DURAND 2019, p. 105.

³⁴⁶ P.ex., « *un acompte dans un contrat de vente, une provision lors d'une commande, un dépôt de loyer, etc.* » (Circ. 08/3, CM 12).

³⁴⁷ Rapport CF *blockchain*, p. 91.

³⁴⁸ Art. 5 al. 3 let. a OB.

³⁴⁹ Art. 1 al. 2 LB et 5 al. 3 let. b OB ; Message LSFfin / LEFin FF 2015, p. 8946 ; Une adaptation de l'art. 5 al. 3 let. b OB est néanmoins nécessaire car il ne réfère qu'à l'art. 1156 CO (LEIMGRUBER/FLÜCKIGER 2018, N 46).

³⁵⁰ ATF 132 II 382 consid. 6.3.1 ; ATF 136 II 43 consid. 4.2 ; ATF 2C_345/2015 consid. 6f.

³⁵¹ KLEINER/SCHWOB/KRAMER 2013, N 28 à 30 ; SCHÖNKNECHT 2016, p. 307.

³⁵² Guide pratique FINMA *ICOs*, p. 6.

³⁵³ Art. 5 al. 3 let. a OB.

d'investissement incorpore, par exemple, la promesse des rendements d'un bien immobilier et le remboursement à une date ultérieure des fonds investis. Dans ces cas, l'émission de *tokens* nécessite l'information adéquate des potentiels investisseurs par le biais d'un prospectus. Si ce prospectus remplit les exigences de l'art. 1156 CO, il n'y a pas lieu d'obtenir une autorisation bancaire car l'exception de l'art. 5 al. 3 let. b OB s'applique.

En revanche, si aucun prospectus n'est publié ou que le prospectus ne remplit pas les exigences légales, les fonds reçus des investisseurs seront qualifiés de dépôt public. Ne bénéficiant d'aucune exception légale, l'émetteur devrait alors obtenir une autorisation bancaire en vertu de l'art. 3 LB avant de procéder à l'acceptation des avoirs de ses investisseurs. S'il ne l'obtient pas, la FINMA et/ou les autorités pénales pourront alors intervenir en raison de l'exercice sans autorisation d'une activité soumise à autorisation.³⁵⁴

100. Au vu de ce qui précède, il est important que les émetteurs de tout type de *tokens* fassent particulièrement attention à l'établissement correct de la documentation autour de l'émission. Si les *tokens* émis n'incorporent aucun droit au remboursement des fonds investis, les émetteurs doivent éviter toute formulation ambiguë, notamment dans les *white papers*, qui pourrait faire penser qu'un tel droit existe, pour ne pas entrer dans le champ d'application de la LB. Par ailleurs, si l'établissement d'un prospectus est exigé, celui-ci doit absolument inclure, de manière claire et compréhensible, tous les éléments exigés par la loi.

101. Enfin, si une autorisation bancaire s'avère tout de même nécessaire³⁵⁵, une demande à cet effet doit être déposée à la FINMA.³⁵⁶

La procédure d'obtention d'une autorisation bancaire ordinaire dure environ six mois.³⁵⁷ Il y a des conditions tant matérielles que formelles à remplir³⁵⁸ ; selon la FINMA, « *le requérant doit remplir ou pouvoir remplir toutes les conditions d'autorisation sans laisser*

³⁵⁴ P.ex., voir Communiqué de presse FINMA *envion SA*: « dans le cadre de son ICO, *envion SA* a émis des jetons «EVN». Les investisseurs avaient la possibilité d'acquérir ces jetons en payant en [USD], en *Ethereums* ou en *Bitcoins*. La société *envion SA* garantissait aux propriétaires de jetons un droit au remboursement après une durée de trente ans. Par ailleurs, les conditions relatives à ces jetons EVN, assimilables à des emprunts, n'étaient pas identiques pour tous les investisseurs, les prospectus d'émission ne répondaient pas aux exigences légales minimales et l'organe de révision requis légalement faisait défaut. Accepter des [USD], des *Ethereums* et des *Bitcoins* correspondait donc, dans ce cas, à accepter des dépôts du public au sens de la loi sur les banques, ce qui requiert une autorisation bancaire ».

³⁵⁵ Une autorisation bancaire s'avèrerait nécessaire, p.ex. dans le cas d'une entité innovatrice envisageant une activité bancaire par le biais de l'acceptation de cryptomonnaies comme dépôt tout en émettant des *tokens* liés à cette opération et qui incorporent un droit aux intérêts et au remboursement du dépôt effectué.

³⁵⁶ Art. 3 al. 1 LB.

³⁵⁷ Site web FINMA autorisation banques.

³⁵⁸ Art. 3 ss LB et 8 ss OB ; Guide pratique FINMA autorisation banques et négociants.

place au moindre doute ». ³⁵⁹ Certaines des principales de ces exigences sont les suivantes :

- Capital minimum entièrement libéré de 10 millions de CHF³⁶⁰ ;
- Actionnaires qualifiés (détenant au moins 10% du capital ou des droits de vote)³⁶¹ et membres des organes dirigeants offrant la garantie d'une activité irréprochable et jouissant d'une bonne réputation³⁶² ;
- Documentation décrivant précisément les activités envisagées et les territoires géographiques sur lesquels ces activités seront entretenues³⁶³ ;
- Claire séparation entre les différentes fonctions, c.-à-d. entre les activités de crédits, de négoce, de gestion de fortune et d'exécution des transactions³⁶⁴ et entre les organes de stratégie, de surveillance interne et de gestion³⁶⁵ ;
- Société d'audit reconnue d'abord pour la procédure d'autorisation puis pour la surveillance permanente³⁶⁶.

Depuis le 1^{er} janvier 2019, les entreprises financières innovantes peuvent bénéficier d'un allègement par l'obtention d'une autorisation *Fintech* (aussi appelée licence bancaire '*light*') de la FINMA sous certaines conditions.³⁶⁷ Cette autorisation « *donne le droit d'accepter des dépôts du public jusqu'à un montant maximal de [CHF] 100 millions* »³⁶⁸ mais « *ces dépôts ne peuvent [...] être ni investis, ni rémunérés* ». ³⁶⁹ La FINMA a publié un guide pratique en décembre 2018 afin de faciliter la préparation des requêtes en autorisation.³⁷⁰ Comme pour les banques classiques, l'activité envisagée ne peut être entreprise qu'après l'obtention de l'autorisation³⁷¹ et les personnes en possession d'une

³⁵⁹ Site web FINMA autorisation banques.

³⁶⁰ Art. 15 al. 1 OB.

³⁶¹ Art. 3 al. 2 let. c^{bis} LB.

³⁶² Art. 3 al. 2 let. c LB et 14d OB.

³⁶³ Art. 3 al. 2 let. a LB et 9 OB.

³⁶⁴ Art. 12 al. 1 OB.

³⁶⁵ Art. 11 al. 2 OB.

³⁶⁶ Art. 28a LFINMA.

³⁶⁷ Art. 1b LB.

³⁶⁸ Le CF peut adapter ce montant si cela s'avère nécessaire au vu « *de la compétitivité et de la capacité d'innovation de la place financière suisse* » (art. 1b al. 2 LB). En outre, la FINMA peut également appliquer ce régime aux cas où le seuil maximum est dépassé pour autant que les dépôts ne soient pas investis ni rémunérés et que la protection des clients soit garantie par des mesures particulières (art. 1b al. 5 LB). La FINMA n'a pas encore défini de lignes directrices à ce sujet.

³⁶⁹ Art. 1b al. 1 LB ; Site web FINMA autorisation *Fintech*.

³⁷⁰ Guide pratique FINMA autorisation *Fintech*, p. 1.

³⁷¹ Art. 1b al. 1 en lien avec art. 3 al. 1 LB.

telle autorisation sont surveillées par la FINMA³⁷². Elles sont également soumises à diverses obligations d'organisation³⁷³ et de capital minimum³⁷⁴.

3.3.3. Projet : un véhicule de placement collectif ?

102. Les placements collectifs de capitaux sont des instruments d'investissement permettant aux investisseurs de mettre en commun leurs actifs avec ceux d'autres investisseurs. Ils fournissent l'accès aux marchés auxquels les investisseurs individuels ne pourraient autrement pas accéder en raison des montants de placement minimaux.³⁷⁵ En outre, les placements collectifs permettent une meilleure diversification des portefeuilles d'investissement / de placement grâce au montant élevé des fonds disponibles.³⁷⁶
103. Un placement collectif est géré par une direction indépendante³⁷⁷ et les investisseurs n'ont en principe aucune influence sur la stratégie d'investissement. Par conséquent, il y a un besoin accru de protection de ces investisseurs, raison pour laquelle la LPCC encadre, de manière détaillée, la création et la distribution³⁷⁸ des placements collectifs.³⁷⁹ En effet, la loi « *a pour but de protéger les investisseurs et d'assurer la transparence et le bon fonctionnement du marché des placements collectifs* »³⁸⁰. Dans ce contexte, « *quiconque administre des placements collectifs, les garde ou les distribue à des investisseurs non qualifiés doit obtenir une autorisation de la FINMA* »³⁸¹, sans laquelle les auteurs d'une violation à cette règle pourraient se voir attribuer des sanctions pénales et/ou administratives.
104. En l'absence d'un caractère d'investissement, les *tokens* d'utilité et de paiement purs n'entrent pas dans le champ d'application de la LPCC.³⁸² Concernant les *tokens* d'investissement³⁸³, la fonction économique des *tokens* doit être analysée à la lumière des

³⁷² Art. 1b al. 1 LB.

³⁷³ Art. 14a ss OB.

³⁷⁴ Art. 17a OB ; al. 1 : « *le capital minimum [...] s'élève à 3 % des dépôts du public [acceptés], mais au moins à 300 000 francs. Il doit être entièrement libéré et maintenu en permanence* ».

³⁷⁵ ZULAUF/EGGEN 2013, p. 41.

³⁷⁶ *Id.*

³⁷⁷ Art. 25 al. 1 let. b, 28 al. 5 et. 30 LPCC et 45 OPCC.

³⁷⁸ Art. 3 al. 1 OPCC : « *la proposition ou la publicité de placements collectifs englobe tout type d'activité visant l'acquisition de parts de placements collectifs par un investisseur* ».

³⁷⁹ ZULAUF/EGGEN 2013, p. 41.

³⁸⁰ Art. 1 LPCC et Guide pratique FINMA ICOs, p. 6.

³⁸¹ Art. 13 al. 1 LPCC.

³⁸² Dans ces cas, le but « *d'obtenir un rendement et/ou une augmentation de valeur ou, pour le moins, une conservation de substance des sommes investies* » fait, à notre sens, défaut (cf. N 106 ch. i).

³⁸³ Tous les *tokens* d'investissement sont concernés, y compris les *tokens* de paiement et d'utilité ayant une fonction d'investissement.

critères d'un placement collectif.

105. Selon l'art. 7 al. 1 LPCC, « *les placements collectifs sont des apports constitués par des investisseurs pour être administrés en commun pour le compte de ces derniers. Les besoins des investisseurs sont satisfaits à des conditions égales* ». En outre, l'art. 5 al. 1 OPCC précise que « *sont considérés comme placements collectifs, quelle que soit leur forme juridique, des apports constitués par au moins deux investisseurs indépendants pour être investis en commun et être administrés par des tiers* ».

106. Après analyse du message du CF concernant la LPCC et de la jurisprudence du TF dans ce contexte, force est de constater que les critères cumulatifs suivants doivent être remplis pour qu'un véhicule d'investissement soit considéré comme un placement collectif :

- (i) Fortune : il s'agit d'un rassemblement de moyens financiers destinés à être utilisés, en principe sur le long terme, dans le but « *d'obtenir un rendement et/ou une augmentation de valeur ou, pour le moins, une conservation de substance des sommes investies* ». ³⁸⁴ La loi est neutre en ce qui concerne la forme juridique du véhicule. ³⁸⁵
- (ii) Communauté d'investisseurs : au moins deux investisseurs, indépendants l'un de l'autre, investissent dans le véhicule de placement concerné, dans le but de gérer les placements en commun ('*pooling*'). ³⁸⁶ De plus, il n'est pas possible d'individualiser les moyens financiers investis dans un véhicule de placement collectif en fonction des différents investisseurs et de leurs besoins et ceux-ci ne connaissent jamais l'affectation exacte de leurs avoirs. ³⁸⁷
- (iii) Égalité de traitement : les besoins des investisseurs sont satisfaits à des conditions égales. Selon la jurisprudence du TF, un placement collectif est fondé sur la notion de prestation supra-individuelle du gestionnaire selon laquelle ce dernier traite tous les investisseurs de manière uniforme. ³⁸⁸ Ainsi, le gestionnaire ne se soucie pas des besoins individuels des investisseurs mais agit de manière indépendante et

³⁸⁴ ATF 116 Ib 79 consid. 1.c).

³⁸⁵ Art. 2 al. 1 LPCC et 5 al. 1 OPCC.

³⁸⁶ Dans ce contexte, « *il est [...] nécessaire que le placement de capitaux soit géré pour plusieurs investisseurs, sinon il s'agirait d'un placement individuel exclu par le champ d'application de la [LPCC]* » (Message LPCC FF 2005, p. 6015).

³⁸⁷ ATF 116 Ib 79 consid. 1.c) ; MÜLLER/DIF 2016, p. 20 ; LOMBARDINI 2012, p. 276 s ; Message LPCC FF 2005, p. 6015) ; En effet, les fonds investis sont administrés en commun, contrairement à une gestion individuelle effectuée par un gérant de fortune sur la base du profil de risque individuel de chaque client (ATF 116 Ib 79 consid. 1.c).

³⁸⁸ ATF 116 Ib 79 consid. 1.c) et les réf. cit.

exclusivement dans l'intérêt des investisseurs dans leur ensemble.³⁸⁹

- (iv) Gestion par un tiers (*Fremdverwaltung*) : le véhicule de placement concerné est administré par un tiers pour le compte d'investisseurs et non pas géré par les investisseurs eux-mêmes.³⁹⁰ Dans ce contexte, il y a lieu de constater que le critère de la gestion par un tiers est rempli lorsque les (groupes d')investisseurs n'ont aucune influence sur la politique d'investissement du gestionnaire qui agit exclusivement dans l'intérêt de la communauté d'investisseurs.³⁹¹ En revanche, il faudrait exclure la gestion par un tiers lorsque les fonctions dudit tiers sont purement administratives ou qu'il intervient uniquement pour la mise en œuvre des directives prédéfinies.³⁹²

107. L'art. 2 al. 2 LPCC prévoit néanmoins une exception au champ d'application de la LPCC concernant, notamment

- les sociétés qui exercent une activité commerciale ou industrielle (let. d), et
- les associations et les fondations (let. g)³⁹³.

Or, ces exceptions ne sont pas appliquées en présence d'une construction juridique qui vise à contourner l'application de la LPCC, car celle-ci est neutre quant à la forme juridique.³⁹⁴ Par conséquent, pour pouvoir bénéficier de ces exceptions, il faut que la société soit véritablement opérationnelle dans le domaine commercial ou industriel³⁹⁵ et que l'association ou la fondation soit créée avec des intentions et fins qui légitiment le choix de la forme juridique.

108. Au vu de ce qui précède, les *tokens* d'investissement peuvent, selon leur contenu, la configuration du projet et les promesses de l'organisateur, constituer un véhicule de

³⁸⁹ Art. 20 al. 1 let. a LPCC.

³⁹⁰ ATF 107 Ib 358 consid. 3.cc).

³⁹¹ *Id.*

³⁹² Rapport CF *blockchain*, p. 138.

³⁹³ Cela pourrait également être une raison pour laquelle de nombreux organisateurs d'ICO ont choisi d'effectuer les émissions par le biais des fondations.

³⁹⁴ Art. 2 al. 1 LPCC et 5 al. 1 OPCC ; Par ailleurs, concernant les projets d'ICOs/STOs, la FINMA précise clairement qu'elle analyse les projets sur la base de la réalité économique (Guide pratique FINMA ICOs, p. 2).

³⁹⁵ Il est en principe admis qu'une société commerciale ou industrielle puisse disposer d'une trésorerie professionnelle afin d'optimiser sa gestion financière. À notre sens, si la société est véritablement opérationnelle et la gestion professionnelle de la trésorerie ne constitue pas une activité économique indépendante qui vise à réaliser des revenus réguliers, la société pourrait toujours bénéficier de l'exception de l'art. 2 al. 2 let. d LPCC. Selon la FINMA, « une trésorerie professionnelle existe lorsque l'entreprise charge au moins une personne expérimentée ayant des qualifications dans le domaine financier de gérer les moyens financiers de l'entreprise de façon constante » (Circ. 08/5, CM 16, cf. aussi Circ. 08/3, Cm 25).

placement collectif. Selon les pratiques actuelles suisses, la plupart des projets de *STO* tendent à *tokeniser* des instruments financiers classiques comme par exemple des actions, des bons de participation et des obligations. En principe, ces *STOs* ne tombent pas sous le champ d'application de la LPCC.³⁹⁶ En effet, il n'y a pas de gestion de fortune pour le compte d'investisseurs dans de tels cas.³⁹⁷ Au contraire, ces derniers financent simplement l'activité commerciale ou industrielle des sociétés en question. Ces sociétés visent certes à apporter (indirectement) de la valeur aux investisseurs mais leur raison d'être (but social) consiste en la vente de produits ou l'offre de services.

109. Il y a également de plus en plus de projets qui visent à *tokeniser* des objets de valeur physique (cf. *hard asset tokens*). Dans ces cas, une attention particulière à la conception du projet de *tokenisation* doit être portée. Même si ce phénomène permet la négociation des objets physiques sur la *blockchain*³⁹⁸, ceux-ci ne peuvent jamais être détachés du monde physique dans la mesure où ils doivent être conservés, voire administrés, par quelqu'un pour le compte des détenteurs de *tokens*. À notre avis, pour qu'un tel projet ne tombe pas sous le champ d'application de la LPCC, il faut que les parts affectées à chaque investisseur puissent être individualisées, c.-à-d. que les objets physiques sur lesquels chaque investisseur a une prétention doivent être précisément identifiables. De plus, un assujettissement à la LPCC est également exclu si les détenteurs de *tokens* peuvent exercer une influence sur le sort des objets physiques concernés.³⁹⁹

110. En revanche, dans l'éventualité où un *hard asset token* incorpore une prétention, voire un droit de copropriété, sur un ensemble d'objets dont la composition – qui peut notamment changer au cours du temps – n'est pas déterminée par les détenteurs du *token* mais, au contraire, par un tiers, il y a lieu d'admettre qu'un assujettissement à la LPCC est probable.⁴⁰⁰

111. Or, il est conseillé que les objets physiques que l'on vise à *tokeniser* soient précisément déterminés au plus tard au moment de la vente publique de *tokens*, de sorte que la décision

³⁹⁶ Art. 2 al. 2 let. d LPCC.

³⁹⁷ En l'absence d'un rapport de gestion de fortune pour le compte d'investisseurs, la protection de la LPCC n'est, à notre sens, pas justifiée.

³⁹⁸ Guide pratique FINMA *ICOs*, p. 3.

³⁹⁹ Dans ce contexte, la *blockchain* peut être utilisée pour organiser des votations à distance de manière sécurisée (Rapport CF *blockchain*, p. 137).

⁴⁰⁰ La *tokenisation* des objets de valeur physique est l'un des cas d'application de la technologie *blockchain*, dont le traitement réglementaire est difficile à analyser. Dès lors, il est fortement recommandé que les organisateurs de tels projets demandent un *ruling* auprès de la FINMA avant de lancer une offre publique pour la vente de tels *tokens*.

d'investissement demeure aux investisseurs et ne soit pas déléguée à un tiers.⁴⁰¹ Si les objets sont identifiables à ce stade, il n'importe plus que ceux-ci soient acquis par l'émetteur de *tokens*, dans un deuxième temps, avec les fonds levés lors de la *STO*. En effet, la décision est alors prise par les investisseurs mêmes et l'émetteur intervient uniquement dans sa mise en œuvre.

112. Pour finir, il se peut que certains projets visent en réalité la création de véritables placements collectifs, conformément à la LPCC. Comme mentionné précédemment, les personnes impliquées dans l'offre au public (la *STO*), dans l'administration et dans la conservation de tels véhicules doivent obtenir une autorisation de la FINMA.⁴⁰² La LPCC et l'OPCC prévoient « *une série de conditions personnelles, financières et organisationnelles* ». ⁴⁰³ Les personnes responsables doivent notamment jouir d'une bonne réputation et offrir la garantie d'une activité irréprochable.⁴⁰⁴ Ils doivent, « *de par leur formation, leur expérience et leur carrière* », posséder les qualifications nécessaires à l'exercice de l'activité en question.⁴⁰⁵ La fortune / le capital minimal requis peut varier de 100'000 CHF jusqu'à 5 millions de CHF selon le type du placement collectif.⁴⁰⁶ Enfin, le produit offert (les *tokens* et toute la documentation autour de leur offre) doit obtenir une approbation de la FINMA.⁴⁰⁷

3.3.4. Loi sur le blanchiment d'argent

113. Au regard des risques accrus liés au blanchiment d'argent, l'applicabilité de la LBA doit également être examinée. Cette loi a « *pour but de protéger le système financier du blanchiment d'argent et du financement du terrorisme* ». ⁴⁰⁸ Le blanchiment d'argent, le financement du terrorisme et le défaut de vigilance requise en matière d'opérations financières sont des infractions réprimées respectivement par les art. 305bis, 260quinquies

⁴⁰¹ Au contraire, si la documentation de la *STO* ne précise, ni ne décrit avec un certain degré de précision les objets sur lesquels les détenteurs de *tokens* auront une prétention, mais laisse la création du portefeuille d'objets à la décision de l'émetteur ou d'un tiers, il y a lieu d'admettre que la condition de la gestion par un tiers est remplie. Ce projet court le risque de tomber sous le champ d'application de la LPCC.

⁴⁰² Art. 13 al. 1 LPCC.

⁴⁰³ Art. 13 LPCC ; Site web FINMA autorisation placements collectifs.

⁴⁰⁴ Art. 10 al. 2 OPCC.

⁴⁰⁵ Art. 10 al. 1 OPCC.

⁴⁰⁶ Art. 13, 35, 188 et 122a OPCC.

⁴⁰⁷ Art. 15 LPCC.

⁴⁰⁸ Guide pratique FINMA ICOs, p. 6. Les actes de blanchiment d'argent et les infractions sous-jacentes ayant très souvent un caractère transfrontalier, l'intervention isolée des pays n'est pas suffisante (Rapport GCBF, p. 32). À titre d'exemple, le service néerlandais d'information et d'enquête fiscales (FIOD) a très récemment fermé, en coopération avec les autorités luxembourgeoises et l'agence européenne spécialisée dans la répression de la criminalité Europol, l'un des trois principaux services de mélange au monde (Communiqué de presse Europol).

et 305^{ter} CP. La présente analyse ne se concentre cependant que sur la LBA, l'OBA et l'ordonnance et la circulaire de la FINMA en la matière. Dans ce contexte, le régime de la LBA règle les aspects réglementaires et concrétise les diverses obligations.⁴⁰⁹

114. La LBA s'applique uniquement aux intermédiaires financiers.⁴¹⁰ Sont notamment concernés les banques au sens de la LB⁴¹¹, certaines directions de fonds ou sociétés au sens de la LPCC⁴¹² et les négociants en valeurs mobilières au sens de la LBVM⁴¹³. Ainsi, si l'organisateur d'une *ICO/STO* est assujéti à la surveillance découlant de la LB, de la LBVM ou de la LPCC, il est en principe soumis au régime de la LBA en parallèle.⁴¹⁴

115. Indépendamment d'une surveillance LB, LBVM ou LPCC, sont également intermédiaires financiers les personnes qui « *émettent ou gèrent des moyens de paiement comme les cartes de crédit et les chèques de voyage* »⁴¹⁵. Dans ce sens, l'émission de *tokens* de paiement représente, selon la FINMA, « *une émission de moyens de paiements assujettie, dès lors que les jetons peuvent être techniquement transmis sur une infrastructure de type blockchain* »⁴¹⁶. En effet, les *tokens* de paiement permettent de payer des biens et des services à des tiers, du moins selon leur conception.⁴¹⁷

116. En revanche, la vente de produits et l'offre de services ne sont pas soumises à la LBA.⁴¹⁸ Concernant l'émission directe de valeurs mobilières, cette activité ne tombe pas sous le champ d'application du régime de la LBA non plus.⁴¹⁹ Par conséquent, l'émission de purs

⁴⁰⁹ Art. 1 LBA.

⁴¹⁰ Art. 2 al. 1 s LBA.

⁴¹¹ Art. 2 al. 1 let. a LBA.

⁴¹² Art. 2 al. 1 let. b et b^{bis} LBA.

⁴¹³ Art. 2 al. 1 let. d LBA.

⁴¹⁴ DURAND 2019, p. 109.

⁴¹⁵ Art. 2 al. 2 let. b LBA et art. 4 al. 1 let. b OBA ; La liste de moyens de paiement prévue dans la loi n'est pas exhaustive (Rapport CF *blockchain*, p. 141).

⁴¹⁶ Guide pratique FINMA *ICOs*, p. 6.

⁴¹⁷ Rapport CF *blockchain*, p. 149 ; KOGENS/LUCHSINGER 2018, p. 592. En revanche, si les *tokens* émis servent comme un moyen de paiement uniquement envers l'émetteur et non également envers d'autres personnes, il n'y a pas d'assujettissement à la LBA (Circ. 11/1, CM. 64). Concrètement, si l'émetteur A émet des *tokens* que les acquéreurs peuvent utiliser uniquement pour payer un produit ou service offert par l'émetteur A, l'émission de ces *tokens* ne tombe pas sous le champ d'application de la LBA. En revanche, si les *tokens* A peuvent en même temps être utilisés dans l'acquisition de produits ou services d'une société B, la Loi sur le blanchiment d'argent s'applique à cette émission.

⁴¹⁸ Il ne s'agit pas de fonds et de valeurs patrimoniales au sens des art. 2 al. 3 LBA et 4 OBA. Selon l'art. 2 let. c OBA-FINMA, les fonds et les valeurs au sens de la LBA sont les espèces, les métaux précieux, les cryptomonnaies, les chèques ou les autres instruments de paiement.

⁴¹⁹ En revanche, le négoce, la gestion et la conservation de valeurs mobilières sont soumis à la LBA (art. 2 al. 3 let. c et g LBA, art. 5 et art. 6 al. 1 let. a et c OBA). Ces activités tombent en principe également sous le champ d'application de la LBVM (Rapport CF *blockchain*, p. 149 et 150).

tokens d'investissement ou d'utilité n'est pas une activité soumise à la LBA.⁴²⁰

117. Néanmoins, la FINMA considère en principe l'émission de jetons hybrides comme une émission de moyens de paiements assujettie à la LBA.⁴²¹ Seuls sont exclus de l'assujettissement les *tokens* d'utilité ayant un caractère de paiement accessoire.⁴²² Afin de posséder ce dernier caractère, il faut que le *token* à émettre ne possède aucun lien avec le secteur financier, que le caractère de paiement n'existe qu'envers l'émetteur, que ce caractère ait une importance subalterne par rapport au caractère d'utilité, et qu'il soit très difficile de concevoir le *token* d'utilité en question sans ce caractère de paiement accessoire.⁴²³

118. Schématiquement, la FINMA résume sa position de manière suivante :

	Préfinancement et pré-vente / le jeton n'existe pas encore, mais il existe un droit négociable au transfert du jeton	Le jeton existe
ICO de jetons de paiement	= Valeurs mobilières ≠ Moyens de paiement selon la LBA	≠ Valeurs mobilières = Moyen de paiement selon la LBA ³
ICO de jetons d'utilité ⁴		≠ Valeurs mobilières, si fonction d'utilité exclusive = Valeurs mobilières si également fonction d'investissement ≠ Moyen de paiement selon la LBA, si accessoire
ICO de jetons d'investissement ⁴		= Valeurs mobilières ≠ Moyen de paiement selon la LBA

⁴ Dans les cas de jetons hybrides, le jeton peut être considéré à la fois comme valeur mobilière et comme moyen de paiement.

Source : Guide pratique FINMA ICOs, p. 7 s

119. Au vu de ce qui précède, il n'est pas toujours simple de déterminer si la LBA s'applique à une émission de *tokens*, plus particulièrement lorsqu'il y a lieu d'évaluer l'accessoirité d'un éventuel caractère de paiement.⁴²⁴

⁴²⁰ Guide pratique FINMA ICOs, p. 6 s.

⁴²¹ *Id.*

⁴²² Rapport CF *blockchain*, p. 150.

⁴²³ Art. 2 al. 2 let. a ch. 3 OBA ; Circ. 11/1, CM. 13 à 20.

⁴²⁴ Par conséquent, il est recommandé d'obtenir un *ruling* de la FINMA s'il ne peut pas être exclu avec certitude que le *token* à émettre a une fonction de paiement (même accessoire). Dans ce contexte, il est important de noter que le deuxième objectif stratégique de la FINMA est le suivant : « la FINMA influence positivement et durablement le comportement commercial des établissements financiers, notamment en matière de lutte contre les pratiques de blanchiment d'argent » (Objectifs stratégiques FINMA, p. 7).

120. Dans ce sens, la bonne pratique en Suisse veut que l'émission de tout *token* ayant (ou étant susceptible d'acquérir après son émission) un caractère de paiement, même accessoire, se conforme aux exigences de la LBA. Cela est notamment important pour l'organisateur car il est actuellement très compliqué de convaincre une banque suisse d'ouvrir un compte afin de déposer les fonds levés par le biais d'une *ICO/STO* si les contrôles découlant du régime de la LBA n'étaient pas (correctement) effectués, ceci indépendamment de l'existence d'une obligation légale à cet effet.⁴²⁵
121. Si l'émission est assujettie à la LBA, diverses obligations relatives à cette activité pèsent sur l'émetteur. Premièrement, l'émetteur doit adhérer à un organisme d'autorégulation (OAR)⁴²⁶ ou se soumettre directement à la surveillance de la FINMA avant de procéder à l'émission.⁴²⁷ Selon cette dernière, « *cette obligation est réputée respectée lorsque la réception des fonds est assurée par un intermédiaire financier assujetti à la LBA en Suisse et que les obligations de diligence sont remplies. Une affiliation indépendante à un OAR ou un assujettissement direct de l'organisateur de l'ICO à la FINMA n'est pas requis dans un tel cas* ». ⁴²⁸
122. Dans la pratique, les émetteurs de *tokens* qui ne sont soumis à la LBA qu'en raison de l'émission vont surtout opter pour la seconde solution pour des raisons d'opportunité.⁴²⁹ En revanche, si l'émetteur a déjà ou aura une autre activité soumise à la LBA après l'émission⁴³⁰, celui-ci va adhérer à un OAR⁴³¹ ou se soumettre directement à la surveillance

⁴²⁵ Le guide pratique de l'ASB vise à modérer l'approche très stricte des banques suisses dans ce domaine. Dans ce guide, l'ASB tend à parcourir les points principaux auxquels les banques devraient faire attention lorsque celles-ci envisagent des relations d'affaires avec des entreprises financées par une *ICO/STO* ou avec des entreprises ayant un modèle d'affaires en lien avec la *blockchain*. L'ASB ne conçoit pas son guide comme définissant des normes minimales, mais précise que chaque banque devrait interpréter et/ou appliquer le guide en fonction de sa propre stratégie de gestion de risque et d'organisation interne (Guide pratique ASB, p. 6). Pour plus d'informations au sujet d'ouverture de comptes et d'acceptation des fonds des sociétés *blockchain*, voir Guide pratique de l'ASB.

⁴²⁶ « *Les OAR précisent les obligations de diligence au sens de la LBA dans un règlement et veillent à ce que les intermédiaires financiers qui leur sont affiliés les respectent. En sus, les OAR doivent effectuer des contrôles pour s'assurer que les intermédiaires financiers qui leur sont affiliés respectent leurs obligations* » (Site web FINMA OARs).

⁴²⁷ Art. 12 let. c et 14 al. 1 LBA ; Guide pratique FINMA *ICOs*, p. 7 ; Rapport CF *blockchain*, p. 142.

⁴²⁸ Guide pratique FINMA *ICOs*, p. 7 ; art. 28 et 29 OBA-FINMA.

⁴²⁹ S'assurer du respect des obligations de diligence de la LBA à l'interne peut s'avérer une tâche compliquée et coûteuse pour les entreprises. En effet, cela nécessite une certaine organisation et la présence à l'interne des outils et des connaissances pour pouvoir effectuer les contrôles exigés par la loi (art. 8 LBA et 23 ss OBA-FINMA). En cas de non-respect de ces obligations, les entreprises et personnes physiques impliquées risquent des sanctions disciplinaires (par l'OAR auquel elles sont affiliées), administratives (par la FINMA) et/ou pénales (par l'autorité pénale compétente). En Suisse, il y a plusieurs prestataires de services affiliés à un OAR qui accompagnent les émetteurs pour les aspects découlant de la LBA lors des *ICOs/STOs*.

⁴³⁰ À titre d'exemple, le commerce, pour son propre compte ou pour celui de tiers, de cryptomonnaies est une activité découlant du statut d'intermédiaire financier selon l'art. 2 al. 3 let. c LBA.

⁴³¹ Il y a plusieurs OARs reconnus par la FINMA (art. 18 let. a LBA), qui sont souvent spécialisés en lien avec

de la FINMA.

123. L'assujettissement au régime de la LBA implique d'ailleurs le respect de diverses obligations de diligence qui sont étroitement liées au principe de *'Know Your Customer'* et de *'Know Your Transaction'*.⁴³² Ce principe oblige les intermédiaires financiers à identifier⁴³³ le cocontractant⁴³⁴ et l'ayant droit économique⁴³⁵ dans le but d'établir une trace écrite (à caractère probant) et de pouvoir évaluer l'origine (il)légal(e) des avoirs.⁴³⁶ Dans certains cas⁴³⁷, il y a des obligations de diligence particulières⁴³⁸ selon lesquelles l'intermédiaire financier est tenu de clarifier l'arrière-plan et le but d'une transaction ou d'une relation d'affaires ou encore des activités commerciales du cocontractant ou de l'ayant droit économique.⁴³⁹

124. Dans ce contexte, l'intermédiaire financier ne peut pas entretenir une relation d'affaires *« avec des entreprises ou des personnes dont il sait ou doit présumer qu'elles financent le terrorisme ou constituent une organisation criminelle, qu'elles sont membres d'une telle organisation ou qu'elles soutiennent une telle organisation »*⁴⁴⁰. Par ailleurs, *« il est interdit à l'intermédiaire financier d'accepter des valeurs patrimoniales dont il sait ou doit présumer qu'elles proviennent d'un crime ou d'un délit fiscal qualifié, même si le crime ou le délit a été commis à l'étranger »*⁴⁴¹. La violation des obligations découlant du régime de

l'activité exacte de leurs membres. Pour la liste de divers OARs reconnus, voir Site web FINMA OARs.

⁴³² En vertu de l'art. 2 let. c OBA-FINMA, la récolte de cryptomonnaies tombe également dans le champ d'application du régime LBA ; MOLO/DRZALIC, p. 55 ; Site web news.bitcoin KYT.

⁴³³ L'identification peut être effectuée par vidéo ou en ligne si les exigences définies par la Circ. 16/7 sont respectées. Par ailleurs, il y a lieu de procéder à une identification simplifiée lorsque le montant de la transaction est inférieur à CHF 3'000 (art. 12 al. 2 let. d OBA-FINMA).

⁴³⁴ Art. 3 LBA.

⁴³⁵ Art. 4 LBA.

⁴³⁶ MOLO/DRZALIC, p. 55.

⁴³⁷ Les obligations de diligence particulières existent lorsqu'il y a des transactions ou relations d'affaires inhabituelles et/ou à risques accrus ou qu'il y a des *« indices [qui] laissent supposer que des valeurs patrimoniales proviennent d'un crime ou d'un délit fiscal qualifié au sens de l'art. 305bis ch. 1bis CP, qu'une organisation criminelle (art. 260ter ch. 1 CP) exerce un pouvoir de disposition sur ces valeurs ou que celles-ci servent au financement du terrorisme (art. 260quinquies al. 1 CP) »*. La manière de procéder en cas d'obligations de diligence particulières est précisée aux art. 13 ss OBA-FINMA.

⁴³⁸ L'intensité du contrôle dépendra en principe du niveau de risque représenté par la relation d'affaires envisagée. À cet effet, les intermédiaires financiers sont notamment tenus d'élaborer leurs propres critères en lien avec les différentes branches d'activité (art. 13 al. 1 OBA-FINMA ; RONC/SCHUPPLI 2018, p. 534). Vu la nature neuve et complexe des opérations financières en lien avec les *tokens*, plusieurs acteurs suisses tendent à élaborer des standards minimaux concernant la mise en œuvre des obligations découlant de la LBA. La *'Capital Markets and Technology Association'* a publié en octobre 2018 un guide intitulé *'AML Standards for Digital Assets'* afin de standardiser les processus (CMTA AML Standards).

⁴³⁹ Art. 6 LBA ; Rapport CF *blockchain*, p. 143.

⁴⁴⁰ Art. 8 let. a OBA-FINMA.

⁴⁴¹ Art. 7 al. 1 OBA-FINMA.

la LBA peut, selon la gravité, entraîner une interdiction d'exercer et la confiscation du gain acquis en lien avec ces violations.⁴⁴²

125. Enfin, l'intermédiaire financier est tenu d'informer immédiatement le MROS⁴⁴³ lorsqu'il est confronté à une situation qui l'empêche d'entamer une relation d'affaires ou d'accepter des avoirs en vertu des art. 8 et 9 OBA-FINMA.⁴⁴⁴ Dans ces cas, il est également tenu de bloquer les avoirs qui lui ont déjà été confiés.⁴⁴⁵

3.4. Survol : plateforme de STO

126. Par plateforme de STO est entendue la plateforme de financement participatif qui « permet de collecter des fonds auprès de [la foule] »⁴⁴⁶ par le biais de la *blockchain*. La création de telles plateformes est très importante pour le marché d'émissions de *tokens*⁴⁴⁷ car celles-ci ne deviennent économiquement intéressantes pour les PME qu'au moment où les processus sont standardisés et les coûts ainsi minimisés.⁴⁴⁸ Or, il y a lieu d'examiner brièvement si les exploitants de ces plateformes sont soumis à une obligation d'autorisation réglementaire.⁴⁴⁹

127. Tout d'abord, une telle plateforme, en tant que tel, ne saurait être qualifiée de placement collectif si les investisseurs déterminent eux-mêmes les projets dans lesquels ils entendent investir.⁴⁵⁰ Néanmoins, les exploitants doivent être attentifs aux projets qu'ils exposent sur leurs plateformes. En effet, si les émissions présentées sur la plateforme portent sur des *tokens* qualifiant de placement collectif⁴⁵¹, l'exploitant doit obtenir une autorisation en tant que distributeur de placements collectifs.⁴⁵²

⁴⁴² Art. 33 et 35 LFINMA et 9 al. 2 OBA-FINMA.

⁴⁴³ Art. 23 LBA.

⁴⁴⁴ Art. 9 LBA.

⁴⁴⁵ Art. 10 LBA ; En principe, l'intermédiaire financier bloque les fonds après la notification de MROS que ce dernier « a transmis [l]es informations à une autorité de poursuite pénale » (al. 1). Dans certains cas, l'intermédiaire financier est tenu de bloquer les fonds immédiatement (al. 1bis).

⁴⁴⁶ Fiche d'information FINMA *crowdfunding*, p. 1.

⁴⁴⁷ Le *token* d'utilité étant un produit ou service numérique en lien avec une infrastructure *blockchain* spécifiquement développée à cet effet, l'intérêt de la standardisation de la technologie est, à notre sens, limité (p.ex. uniquement le *smart contract* utilisé pour attribuer les *tokens*). La standardisation de l'émission de *tokens* de paiement est théoriquement concevable mais la création en masse de cryptomonnaies n'a, à notre sens, aucun intérêt car l'existence de milliers de différents réseaux de cryptomonnaies n'offre aucune valeur ajoutée.

⁴⁴⁸ Vidéo CCIG ; Peuvent être standardisés, à degrés divers, les aspects technologiques de l'émission et de la gouvernance des *tokens* émis ainsi que, p.ex., toute documentation juridique (notamment les contrats de vente, les prospectus d'émission, etc.).

⁴⁴⁹ Les modèles d'affaires des plateformes pouvant beaucoup différer, ce chapitre ne donne qu'un aperçu général.

⁴⁵⁰ Notamment, le critère de gestion par un tiers fait défaut (FAVROD-COUNE 2018, N 1329).

⁴⁵¹ Cf. N 109 ss.

⁴⁵² Art. 3 et 13 al. 2 let. g LPCC ; DURAND 2019, p. 110.

128. Selon le rôle de la plateforme dans l'offre au public des *tokens* qualifiant de valeurs mobilières, il est possible que l'exploitant nécessite une autorisation de négociant au sens de la LBVM en raison d'une activité de maison d'émission (ou de fournisseur de dérivés).⁴⁵³ Une autorisation n'est néanmoins pas exigée lorsque l'exploitant met uniquement en relation les porteurs de projet avec les potentiels investisseurs et que « *les investisseurs contractent ensuite directement avec l'émetteur* » en dehors de la plateforme.⁴⁵⁴

129. En ce qui concerne l'application de la LB, « *l'exploitation de plates-formes de crowdfunding via lesquelles les fonds passent directement des investisseurs aux responsables du projet n'est en principe pas soumise à autorisation* »⁴⁵⁵ mais « *quand les fonds des investisseurs transitent par les comptes de l'exploitant de la plateforme, celui-ci doit vérifier si une autorisation selon la [LB] est nécessaire à son activité* ». ⁴⁵⁶

Dans le dernier cas de figure, deux possibilités excluent néanmoins l'obligation d'une autorisation bancaire :⁴⁵⁷ i) sous certaines conditions⁴⁵⁸, le *sandbox* d'un million de CHF peut s'appliquer⁴⁵⁹ ; ii) en outre, l'argent des clients se trouvant sur le compte d'exécution de l'exploitant qui sert « *uniquement à exécuter des opérations de clients* » n'est pas considéré comme un dépôt au sens de la LB si « *aucun intérêt n'est versé sur [ce compte]* » et si « *l'exécution a lieu dans un délai de 60 jours* ». ⁴⁶⁰

Par ailleurs, si une autorisation s'avère tout de même nécessaire, voire opportune en raison du modèle d'affaire de la plateforme, l'exploitant peut éventuellement envisager l'obtention de la licence *Fintech*.⁴⁶¹

⁴⁵³ Art. 3 al. 2 OBVM.

⁴⁵⁴ DURAND 2019, p. 108 ; FAVROD-COUNE 2018, N 1354 ; Cela veut dire que l'exploitant d'une plateforme ne peut pas organiser des émissions de *tokens* au nom des porteurs de projet, ni vendre ceux-ci au public par le biais de sa plateforme. À notre sens, l'exploitant peut néanmoins mettre en contact les investisseurs et les émetteurs via sa plateforme tout en fournissant l'infrastructure technologique, soit le *smart contract* standardisé, pour l'organisation par les porteurs de projet de l'émission, dans la mesure où il n'intervient pas en tant qu'intermédiaire entre les investisseurs et les émetteurs, notamment lors de la conclusion des contrats.

⁴⁵⁵ Si la levée de fonds par le porteur de projet est qualifiée d'acceptation de dépôts du public au sens de la LB, la plateforme peut également se retrouver dans l'obligation d'obtenir une autorisation bancaire en raison de la publicité qu'elle fait pour ledit projet (Fiche d'information FINMA *crowdfunding*, p. 1).

⁴⁵⁶ Fiche d'information FINMA *crowdfunding*, p. 1.

⁴⁵⁷ LEIMGRUBER/FLÜCKIGER 2018, N 42.

⁴⁵⁸ Art. 6 al. 2 OB : a) seuil limite d'un million de CHF, b) pas d'opérations d'intérêts, et c) information des déposants, « *en la forme écrite ou sous toute autre forme permettant d'en établir la preuve par un texte, avant que ceux-ci n'effectuent le dépôt* » que la plateforme « *n'est pas surveillée par la FINMA, et que le dépôt n'est pas couvert par la garantie des dépôts* ».

⁴⁵⁹ Art. 6 al. 2 OB ; cf. N 95.

⁴⁶⁰ Art. 5 al. 3 let. c OB ; Rapport CF *blockchain*, p. 91 s.

⁴⁶¹ Cf. N 101.

130. Enfin, « *si les fonds transitent par les comptes de l'exploitant de la plate-forme, l'activité est en règle générale [...] soumise aux dispositions de la [LBA], car l'exploitant fournit, en cas d'activité exercée à titre professionnel, une prestation soumise à autorisation dans le domaine du trafic des paiements* ». ⁴⁶² Dans ces cas, l'exploitant doit, avant de commencer l'exploitation de la plateforme, soit s'affilier à un OAR, soit se soumettre directement à la surveillance de la FINMA. ⁴⁶³

⁴⁶² Art. 2 al. 3 let. b LB et 4 al. 1 let. a OB ; Fiche d'information FINMA *crowdfunding*, p. 2 ; MOLO/DRZALIC, p. 52 ; LEIMGRUBER/FLÜCKIGER 2018, N 47 s ; Aux cas contraires, la LBA ne s'applique en principe pas. Les banques et les titulaires de l'autorisation *Fintech* ainsi que les négociants en valeurs mobilières sont toujours soumis à la LBA (art. 2 al. 2 let. a et d LBA).

⁴⁶³ Fiche d'information FINMA *crowdfunding*, p. 2 ; cf. N 121 s.

Conclusion

Comme examiné au Chap. 1, la *blockchain* apporte une valeur ajoutée dans le marché des capitaux sur trois points : i) elle permet d'optimiser les processus et réduire les tâches administratives liées à l'émission d'instruments financiers ; ii) elle permet d'instaurer plus de confiance entre les participants et d'assurer une gouvernance efficace des droits émis ; et iii) elle permet, dans une certaine mesure, de fractionner la propriété des objets physiques et de les rendre négociables sur *internet*... ce qui représente une nouveauté passionnante et non-négligeable. Ainsi, cette technologie offre des nouveaux moyens prometteurs aux entreprises, notamment aux PME, pour financer leurs projets et activités. Dans ce contexte, la *blockchain* attire également de plus en plus l'attention des acteurs traditionnels des marchés financiers. Cela étant, force est de constater que la technologie n'est pas encore mature et ses risques sont à adresser dans les années à venir afin de pouvoir exploiter son véritable potentiel.

Concernant la qualification réglementaire des *tokens*, la position de la FINMA est en règle générale cohérente et offre une sphère favorable aux acteurs impliqués tout en positionnant un agenda de lutte contre le blanchiment d'argent. Quant à la protection des investisseurs, la question de savoir si l'intention réelle des investisseurs/souscripteurs et leur comportement après l'émission peut constituer un critère de qualification dans des cas concrets devrait néanmoins être adressée même si, à l'heure actuelle, cette approche semble être complexe dans la pratique. En effet, cette question est surtout importante en ce qui concerne la réglementation des activités de négoce ou de conversion (marché secondaire).

Quant au marché primaire, la Suisse est réglementairement favorable aux entreprises qui ont une activité commerciale ou industrielle et qui souhaitent lever des fonds par le biais d'émissions de *tokens*. Pour les PME, cette activité n'est en règle générale pas soumise à autorisation. Certes, il y a parfois une obligation d'établir un prospectus – voire bientôt une feuille d'information de base – et la LSFIn aménagera l'obligation de l'obtention d'une approbation du premier document auprès d'un organe de contrôle mais cette loi prévoit également diverses exceptions accessibles aux PME. De plus, les instances politiques suisses tiennent au principe de la neutralité technologique et estiment que notre pays ne nécessite pas une législation spécifique à la *blockchain*. Dans ce contexte, les diverses législations en vigueur seront certes ponctuellement adaptées aux développements technologiques mais la Suisse offre d'ores et déjà une sécurité juridique accrue comme exposée dans le présent travail. Ainsi, elle représente à ce jour et représentera à l'avenir un marché attractif aux yeux des entrepreneurs et investisseurs sérieux qui souhaitent s'impliquer dans le monde des *tokens*.

Biblio- et webographie

Décisions judiciaires

Arrêt du TF 2C_345/2015 du 29 mars 2016 (cité : ATF 2C_345/2015).

Arrêt du TF 2C_484/2015 du 10 octobre 2015 (cité : ATF 2C_484/2015).

Arrêt du TF 2C_929/2010 du 13 avril 2011 (cité : ATF 2C_929/2010).

Arrêts du TF 6B_99/2019 et 6B_148/2019 du 18 avril 2019 (cité : ATF 6B_99/2019 et 6B_148/2019).

ATF 107 Ib 358 (cité : ATF 107 Ib 358).

ATF 116 Ib 79 (cité : ATF 116 Ib 79).

ATF 129 III 71 (cité : ATF 129 III 71).

ATF 132 II 382 (cité : ATF 132 II 382).

ATF 132 II 391 (cité : ATF 132 II 391).

ATF 136 II 43 (cité : ATF 136 II 43).

ATF 142 II 243 (cité : ATF 142 II 243).

Documents, communiqués et site web officiels (suisses et étrangers)

- FINMA

Avertissement FINMA, *Comment les investisseurs peuvent-ils se protéger des prestataires exerçant sans droit sur les marchés financiers ?*, publié le 1 août 2018 (cité : Avertissement FINMA protection d'investisseurs 2018).

Circulaire 2008/03 Dépôts du public auprès d'établissements non bancaires (cité : Circ. 08/3).

Circulaire 2008/05 Négociant (cité : Circ. 08/5).

Circulaire 2011/1 Activité d'intermédiaire financier au sens de la LBA (cité : Circ. 11/1).

Circulaire 2016/7 Identification par vidéo et en ligne (cité : Circ. 16/7).

Communication FINMA sur la surveillance 04/2017, *Traitement prudentiel des initial coin offerings*, publié le 29 septembre 2017 (cité : Communication FINMA ICOs).

Communiqué de presse, *La FINMA constate une activité illégale chez envion SA*, publié le 27 mars 2019, disponible sur <https://www.finma.ch/fr/news/2019/03/20190327---mm---envion/> (cité : Communiqué de presse FINMA envion SA).

Fiche d'information, *Crowdfunding (financement participative)*, état au 1er août 2017 (cité : Fiche d'information FINMA crowdfunding).

Fiche d'information, *Monnaies virtuelles*, état au 1^{er} janvier 2019 (cité : Fiche d'information FINMA monnaies virtuelles).

Guide pratique de la FINMA pour des requêtes en autorisation de banque et de négociant en valeurs mobilières, éd. du 20 août 2012 (cité : Guide pratique FINMA autorisation banques et négociant).

Guide pratique de la FINMA pour les questions d'assujettissement concernant les initial coin offerings (ICO), éd. du 16 février 2018 (cité : Guide pratique FINMA ICOs).

Guide pratique pour les demandes concernant une autorisation en tant que personne au sens de l'art. 1b de la loi sur les banques (autorisation Fintech), éd. du 3 décembre 2018 (cité : Guide pratique FINMA autorisation *Fintech*).

Objectifs stratégiques 2017 à 2020 de la FINMA, publié le 16 novembre 2016 (cité : Objectifs stratégiques FINMA).

Rapport annuel 2018 de la FINMA (cité : Rapport annuel 2018 FINMA).

Site web de la FINMA, *Application du droit de la surveillance*, <https://www.finma.ch/fr/mise-en-oeuvre/tout-sur-l-application-du-droit/>, consulté le 2 juin 2019 (cité : Site web FINMA *enforcement*).

Site web de la FINMA, *Autorisation Fintech*, <https://www.finma.ch/fr/autorisation/fintech/fintech-bewilligung/>, consulté le 2 juin 2019 (cité : Site web FINMA autorisation *Fintech*).

Site web de la FINMA, *Conditions d'autorisation pour les banques*, <https://www.finma.ch/fr/autorisation/banques-et-negociants-en-valeurs-mobilières/nouvelle-autorisation/banques/>, consulté le 28 avril 2019 (cité : Site web FINMA autorisation banques).

Site web de la FINMA, *Conditions d'autorisation pour les négociants en valeurs mobilières*, <https://www.finma.ch/fr/autorisation/banques-et-negociants-en-valeurs-mobilières/nouvelle-autorisation/n%C3%A9gociants-en-valeurs-mobili%C3%A8res/>, consulté le 3 juin 2019 (cité : Site web FINMA autorisation négociants).

Site web de la FINMA, *Informations pour les fournisseurs de prestations dans le domaine des Fintech*, <https://www.finma.ch/fr/autorisation/fintech/>, consulté le 23 mars 2019 (cité : Site web FINMA *Fintech desk*).

Site web de la FINMA, *Instituts et produits au sens de la loi sur les placements collectifs*, <https://www.finma.ch/fr/autorisation/instituts-et-produits-au-sens-de-la-loi-sur-les-placements-collectifs/>, consulté le 30 avril 2019 (cité : Site web FINMA autorisation placements collectifs).

Site web de la FINMA, *Mise en garde concernant les prestataires susceptibles d'exercer sans droit*, <https://www.finma.ch/fr/finma-public/liste-noire/>, consulté le 2 juin 2019 (cité : Site web FINMA liste noire).

Site web de la FINMA, *Organismes d'autorégulation (OAR)*, <https://www.finma.ch/fr/autorisation/organisme-d-autoregulation-oar/>, consulté le 4 mai 2019 (cité : Site web FINMA OARs).

Site web de la FINMA, *Sanctions et déclarations du GAFI*, <https://www.finma.ch/fr/documentation/sanctions-internationales-et-lutte-contre-le-terrorisme/>, consulté le 18 mars 2019 (cité : Site web FINMA Sanctions et déclarations du GAFI).

- CF

Communiqué, *Le Conseil fédéral ouvre la consultation sur l'amélioration du cadre juridique régissant la blockchain et la TRD*, publié le 22 mars 2019, disponible sur <https://www.admin.ch/gov/fr/accueil/documentation/communiques.msg-id-74420.html> (cité : Communiqué CF AP-LF TRD).

Message du CF du 23 septembre 2005 concernant la loi fédérale sur les placements collectifs de capitaux, FF 2005 5993 (cité : Message LPCC FF 2005).

Message du CF du 4 novembre 2015 concernant la loi sur les services financiers (LSFin) et la loi sur les établissements financiers (LEFin), FF 2015 8101 (cité : Message LSFin / LEFin FF 2015).

Message du CF sur la promotion économique pour les années 2020 à 2023, FF 2018 1942, version provisoire, disponible sur <https://www.newsd.admin.ch/newsd/message/attachments/55730.pdf>, consulté le 06.03.2019 (cité : Version provisoire Message CF promotion économique).

Rapport du CF sur les monnaies virtuelles en réponse aux postulats Schwaab (13.3687) et Weibel (13.4070), publié le 24 juin 2014, disponible sur <https://www.news.admin.ch/NSBSubscriber/message/attachments/35353.pdf> (cité : Rapport CF monnaies virtuelles).

Rapport du CF, *Bases juridiques pour la distributed ledger technology et la blockchain en Suisse : État des lieux avec un accent sur le secteur financier*, publié le 14 décembre 2018, disponible sur <https://www.newsd.admin.ch/newsd/message/attachments/55151.pdf> (cité : Rapport CF blockchain).

Rapport explicatif du DFF relatif au projet mis en consultation, *LF sur l'adaptation du droit fédéral aux développements de la technologie des registres électroniques distribués*, publié le 22 mars 2019, disponible sur <https://www.newsd.admin.ch/newsd/message/attachments/56197.pdf> (cité : Rapport explicatif CF AP-LF TRD).

Site web du SFI, *Réglementation des marchés financiers*, <https://www.sif.admin.ch/sif/fr/home/finanzmarktpolitik/finanzmarktregulierung-und-aufsicht-.html>, consulté le 22 avril 2019 (cité : Site web SFI réglementation des marchés financiers).

- **UE et ses états membres**

Bundesministerium Finanzen (Autriche), Communiqué de presse, *Oesterreichische Kontrollbank startet Blockchain Echtbetrieb bei Bundesanleihe-Auktionen*, publié le 25 septembre 2018, disponible sur https://www.bmf.gv.at/presse/OeKB_startet_Blockchain_Echtbetrieb.html (cité : Communiqué de presse Bundesministerium Finanzen).

CNIL, *Premiers éléments d'analyse de la CNIL : Blockchain*, publié en septembre 2018 (cité : CNIL 2018).

Deutsche Bundesbank, Communiqué de presse, *Prométhée et Epiméthée à l'ère digitale*, publié le 29 mai 2019, disponible sur <https://www.bundesbank.de/fr/presse/discours/promethee-et-epimethee-a-l-ere-digitale-798454> (cité : Communiqué de presse Deutsche Bundesbank).

Directive 2003/71/CE du Parlement européen et du Conseil du 4 novembre 2003 concernant le prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de valeurs mobilières à la négociation, et modifiant la directive 2001/34/CE (cité : Directive UE 2003/71/CE).

ESMA, *Advice: Initial Coin Offerings and Crypto-Assets*, ESMA50-157-13919, publié le 9 janvier 2019, disponible sur https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-157-1391_crypto_advice.pdf (cité : ESMA Advice on ICOs and crypto-assets).

ESMA, *Statement: ESMA alerts investors to the high risks of Initial Coin Offerings (ICOs)*, publié le 13 novembre 2017, disponible sur https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-157-829_ico_statement_investors.pdf (cité : ESMA investor alert on ICOs).

Europol, Communiqué de presse, *Multi-Million Euro Cryptocurrency Laundering Service Bestmiser.Io Taken Down*, publié le 22 mai 2019, disponible sur <https://www.europol.europa.eu/newsroom/news/multi-million-euro-cryptocurrency-laundering-service-bestmiserio-taken-down> (cité : Communiqué de presse Europol).

House of Commons, Treasury Committee, *Crypto-assets*, 22nd Report of Session 2017–19, publié le 19 septembre 2018, disponible sur <https://publications.parliament.uk/pa/cm201719/cmselect/cmtreasy/910/910.pdf> (cité : House of Commons).

MFSA, Site web, *Virtual Financial Assets*, <https://www.mfsa.com.mt/fintech/>, consulté le 22 mai 2019 (cité : Site web MFSA *virtual financial assets framework*).

- USA

Delaware State Senate, 149th General Assembly (2017 – 2018), Senate Bill No. 69 : *An Act To Amend Title 8 Of The Delaware Code Relating To The General Corporation Law*, disponible sur <https://legis.delaware.gov/json/BillDetail/GenerateHtmlDocument?legislationId=25730&legislationTypeId=1&docTypeId=2&legislationName=SB69>, consulté le 15 août 2018 (cité : Site web État du Delaware).

SEC, *Investor Bulletin: Initial Coin Offering*, publié le 25 juillet 2017, disponible sur <https://www.investor.gov/additional-resources/news-alerts/alerts-bulletins/investor-bulletin-initial-coin-offerings> (cité : SEC investor bulletin on ICOs).

SEC, *Report of Investigation Pursuant to Section 21(a) of the Securities Exchange Act of 1934: The DAO*, Release No. 81207, publié le 25 juillet 2017 (cité : SEC Report The DAO).

SEC, Strategic Hub for Innovation and Financial Technology, *Framework for “Investment Contract” Analysis of Digital Assets*, disponible sur <https://www.sec.gov/files/dlt-framework.pdf>, consulté le 2 mai 2019 (cité : SEC Framework for Investment Contract).

U.S. Securities Act of 1933, as amended, and U.S. Securities Exchange Act of 1934, as amended (cité : US Securities and Exchange Acts).

- Varia

Banque mondiale, Communiqué de presse, *World Bank Prices First Global Blockchain Bond, Raising A\$110 Million*, publié le 23 août 2018, disponible sur <https://www.worldbank.org/en/news/press-release/2018/08/23/world-bank-prices-first-global-blockchain-bond-raising-a110-million> (cité : Communiqué de presse Worldbank).

Conseil national, *Motion ‘Merlini’ : Technologie “blockchain” et cryptomonnaies - Adapter les instruments procéduraux des autorités judiciaires et administratives*, 17.4035, vote du 20 mars 2019, approuvé, disponible sur https://www.parlament.ch/poly/Abstimmung/50/out/vote_50_18544.pdf (cité : motion Merlini).

GAFI, *Guidance for a Risk-Based Approach to Virtual Currencies: Convertible Virtual Currency Exchangers*, publié en juin 2015, disponible sur <https://www.fatf-gafi.org/media/fatf/documents/reports/Guidance-RBA-Virtual-Currencies.pdf> (cité : GAFI Guidance).

GCBF, *National Risk Assessment (NRA): Le risque de blanchiment d’argent et de financement du terrorisme par les crypto-assets et le crowdfunding*, publié en octobre 2018 (cité : Rapport GCBF).

Government of Principality of Lichtenstein, Communiqué de presse, *Consultation launched on Blockchain Act*, publié le 29 août 2018, disponible sur <https://www.regierung.li/en/press-releases/212310> (cité : Communiqué de presse Lichtenstein blockchain act).

IOSCO, Communiqué de presse, *IOSCO Board Communication On Concerns Related To Initial Coin Offerings (ICOs)*, IOSCO/MR/01/2018, publié le 18 January 2018, disponible sur <https://www.iosco.org/news/pdf/IOSCONEWS485.pdf> (cité : Communiqué de presse IOSCO ICOs).

IOSCO, Site web, *Regulators' Statements on Initial Coin Offerings*, <https://www.iosco.org/publications/?subsection=ico-statements>, consulté le 14 mars 2019 (cité : Site web IOSCO).

Kanton Zug, *Merkblatt über die Liberierung mit einer Kryptowährung*, 06.04.2018/ HEAS/HABE, état au 6 avril 2018 (cité : Canton de Zoug Merkblatt).

OECD, *Initial Coin Offerings (ICOs) for SME Financing*, publié le 14 janvier 2019 disponible sur <http://www.oecd.org/finance/ICOs-for-SME-Financing.pdf> (cité : Rapport OECD 2019).

OFRC, *Communication relative aux apports en nature et aux reprises de biens* du 15 août 2001 (cité : Communication OFRC).

UNODC, Site web, *Money-Laundering and Globalization*, <https://www.unodc.org/unodc/en/money-laundering/globalization.html>, consulté le 26 février 2019 (cité : Site web UNODC money laundering).

Doctrine juridique et recherches académiques

BACHARACH JEREMY, *Blockchain : Cryptomonnaies, jetons et papiers-valeurs : quo vadis ?*, publié le 23 janvier 2019 par le Centre de droit bancaire et financier, disponible sur <https://www.cdbf.ch/1043/> (cité : BACHARACH-I 2019).

BACHARACH JEREMY, *Blockchain : Le Tribunal fédéral se penche sur les cryptomonnaies*, publié le 16 mai 2019 par le Centre de droit bancaire et financier, disponible sur <https://www.cdbf.ch/1065/> (cité : BACHARACH-II 2019).

BARONTINI CHRISTIAN/HOLDEN HENRY, *Proceeding with caution – a survey on central bank digital currencies*, in : Bank for international settlements (BIS) Papers, n° 101, publié le 8 janvier 2019, disponible sur <https://www.bis.org/publ/bppdf/bispap101.htm> (cité : BARONTINI/HOLDEN 2019).

BARSAN IRIS M., *Legal Challenges of Initial Coin Offerings (ICO)*, in : Revue Trimestrielle de Droit Financier, n° 3 2017, Thomson Reuters 2017, p. 54 ss (cité : BARSAN 2017).

BÄRTSCHI HARALD/MEISSER CHRISTIAN, *Virtuelle Währungen aus finanzmarkt- und zivilrechtlicher Sicht*, in: WEBER ROLF H./THOUVENIN FLORENT (édit.), *Rechtliche Herausforderungen durch webbasierte und mobile Zahlungssysteme*, Schulthess Verlag AG, Zurich 2015, p. 115 ss (cité : BÄRTSCHI/MEISSER 2015).

BEAT KLEINER/RENATE SCHWOB/STEFAN KRAMER, art. 1 LB, in : DIETER ZOBEL et al. (édit.), *Kommentar zum Bundesgesetz über die Banken und Sparkassen*, 21. Nachlieferung, Schulthess Verlag AG, Zurich 2013 (cité : KLEINER/SCHWOB/KRAMER 2013).

BEAT SCHAUWECKER MARC-ANDRÉ, *Initial Coin Offering: An overview of the legal structure in Liechtenstein and in Switzerland*, in : Jusletter, publié le 5 novembre 2018 (cité : BEAT SCHAUWECKER 2018).

BECK BENJAMIN, *Bitcoins als Geld im Rechtssinne*, in: Neue Juristische Wochenschrift 9/2015, C.H.BECK 2015, p. 580 ss (cité : BECK 2015).

BEROUD GUY/FAVROD-COUNE PASCAL, *La libération du capital d'une société par apport de cryptomonnaies*, in : Bulletin Centre du droit de l'entreprise CEDIDAC n° 70, Lausanne 2018, p. 1 ss (cité : BEROUD/FAVROD-COUNE 2018).

BÖCKLI PETER, *Schweizer Aktienrecht*, 4^e éd., Schulthess Verlag AG, Zurich 2009 (cité : BÖCKLI 2009).

BOHNET FRANÇOIS/HÄNNI LINO, art. 973c CO, in : TERCIER PIERRE/AMSTUTZ MARC/TRIGO TRINDADE RITA (édit.), *Commentaire romand : Code des obligations II*, 2^e éd., Helbing Lichtenhahn, Bâle/Zurich 2017 (cité : BOHNET/HÄNNI 2017).

CHRISTIAN FISCH, *Initial coin offerings (ICOs) to finance new ventures*, in : Journal of Business Venturing, vol. 34(1), publié le 29 septembre 2018, p. 1 ss, disponible sur <https://doi.org/10.1016/j.jbusvent.2018.09.007> (cité : FISCH 2018).

CORBOZ BERNARD, *Les infractions en droit suisse*, vol. II, 3^e éd., Stämpfli Verlag AG, Berne 2010 (cité : CORBOZ 2010).

DARBELLAY ALINE/REYMON MICHEL JOSÉ, *Le régime de responsabilité civile en matière d'émissions publiques de jetons digitaux (ICO)*, in : RSDA 1/2018, Schulthess Verlag AG 2018, p. 48 ss (cité : DARBELLAY/REYMON 2018).

DE PREUX PASCAL/TRAJILOVIC DANIEL, *Blockchain et la lutte contre le blanchiment d'argent : le nouveau paradoxe ?*, in : Expert focus 1-2/2018, EXPERTsuisse 2018, p. 64 ss (cité : DE PREUX/TRAJILOVIC 2018).

DEPIERRE OLIVIER, *Blockchain : Les cryptoactifs en droit civil : prologue*, publié le 26 avril 2019 par le Centre de droit bancaire et financier, disponible sur <https://www.cdbf.ch/1060/> (cité : DEPIERRE 2019).

DURAND AUDREY, *Initial coin offerings et jetons d'investissement*, in : GesKR 1/2019, Dike Verlag AG 2019, p. 102 ss (cité : DURAND 2019).

EGGEN MIRJAM, *Verträge über digitale Währungen: Eine privatrechtliche Qualifikation von Rechtsgeschäften in oder mit digitalen Währungen*, in : Jusletter, publié le 4 décembre 2017 (cité : EGGEN 2017).

EGGEN MIRJAM, *Was ist ein Token?*, in : Pratique juridique Actuelle 5/2018, Dike Verlag AG 2018, p. 558 ss (cité : EGGEN 2018).

FAVROD-COUNE PASCAL, *Crowdfunding : analyse de droit suisse du financement participatif*, Centre du droit de l'entreprise CEDIDAC, Lausanne 2018 (cité : FAVROD-COUNE 2018).

GLESS SABINE/KUGLER PETER/STAGNO DARIO, *Was ist Geld? Und warum schützt man es?*, in : recht 2/2015, Stämpfli Verlag AG 2015, p. 82 ss (cité : GLESS/KUGLER/STAGNO 2005).

GREENE EDWARD F./AMICO JEFFREY M./BALA SURYA, *Blockchain, marketplace lending and crowdfunding: emerging issues and opportunities in fin tech*, in : CHIU IRIS H.-Y./MACNEIL IAIN G., *Research Handbook on Shadow Banking: Legal and Regulatory Aspects*, Edward Elgar Publishing, Cheltenham/Northampton 2018, p. 253 ss (cité : GREENE/AMICO/BALA 2018).

GRISEL GUILLAUME, *Le champ d'application des dispositions relatives à l'apport en nature et à la reprise de biens*, in : Dessemontet François et al. (édit.), *Aspects actuels du droit de la société anonyme*, Centre du droit de l'entreprise CEDIDAC n° 64, Lausanne 2005, p. 1 ss (cité : GRISEL 2005).

HARI OLIVIER/DUPASQUIER ULYSSE, *Chaine de blocs et Distributed Ledger Technology (DLT) : Panorama pédagogique technico-juridique et enjeux pour le juriste du XXI^{ème} siècle*, in : La Revue de Droit des Affaires Internationales, Thomson/Sweet & Maxwell 2018, p. 423 ss (cité : HARI/DUPASQUIER 2018).

HAUSER-SPÜHLER GABRIELA, *Innovation vs. Regulation: Compliance im Digital-Finance-Bereich / Compliance in Digital Finance*, Schulthess Verlag AG, Zurich 2017 (cité : HAUSER-SPÜHLER 2017).

IFFLAND JACQUES/LÄSER ALESSANDRA, *Die Tokenisierung von Effekten: Ein neuer Weg an den Kapitalmarkt*, in : GesKR 4/2018, Dike Verlag AG 2018, p. 415 ss (cité : IFFLAND/LÄSER 2018).

KOGENS RONALD/LUCHSINGER GÄHWILER CATRINA, *Ein 360-Grad-Blick Auf Token*, in : Expert Focus 8/2018, EXPERTsuisse 2018, p. 589 ss (cité : KOGENS/LUCHSINGER 2018).

KOLLER ALFRED, art. 184 CO, in: HONSELL HEINRICH/VOGT NEDIM PETER/WIEGAND WOLFGANG (édit.), *Basler Kommentar Obligationenrecht I*, 6^e éd., Helbing Lichtenhahn, Bâle 2015 (cité : KOLLER 2015).

KRAMER STEFAN/OSER DAVID/MEIER URS, *Tokenisierung von Finanzinstrumenten de lege ferenda: Unter besonderer Berücksichtigung von nicht kotierten Aktien*, in : Jusletter, publié le 6 mai 2019 (cité : KRAMER/OSER/MEIER 2019).

KUHN HANS, art. 965 CO, in: AMSTUTZ MARC/BREITSCHMID PETER/FURRER ANDREAS et al. (édit.), *Handkommentar zum Schweizer Privatrecht*, 3^e éd., Schulthess Verlag AG, Zurich 2016 (cité : KUHN 2016).

LAMBER CLAUDE/GERICKE DIETER, Art. 652a CO, in : KREN KOSTKIEWICZ JOLANTA/WOLF STEPHAN et al. (édit.), *OR Kommentar*, 3^e éd., Orell Füssli, Zurich 2016 (cité : LAMBER/GERICKE 2016).

LANG CHRISTOPH/KLÖTI URS, art. 1156 CO, in : KREN KOSTKIEWICZ JOLANTA/WOLF STEPHAN et al. (édit.), *OR Kommentar*, 3^e éd., Orell Füssli, Zurich 2016 (cité : LANG/KLÖTI 2016).

LEIMGRUBER DOMINIK/FLÜCKIGER BJÖRN-GUNNAR, *1. Kapitel: Digitale Finanzdienstleistungen in der Schweiz*, in : KLEBECK ULF/DOBRAUZ-SALDAPENNA GÜNTHER (édit.), *Rechtshandbuch Digitale Finanzdienstleistungen*, Dike Verlag AG, Zurich/St. Gallen 2018, p. 33 ss (cité : LEIMGRUBER/FLÜCKIGER 2018).

LOMBARDINI CARLO, *Banques et blanchiment d'argent*, 3^{ème} éd., Schulthess Verlag AG, Genève/Zurich/Bâle 2016 (cité : LOMBARDINI 2016).

LOMBARDINI CARLO, *Droit bancaire Suisse*, 2^e éd., Schulthess Verlag AG, Zurich 2008 (cité : LOMBARDINI 2008).

LOMBARDINI CARLO, *La protection de l'investisseur sur le marché financier*, Schulthess Verlag AG, Genève/Zurich/Bâle 2012 (cité : LOMBARDINI 2012).

LYANDRES EVGENY/PALAZZO BERARDINO/RABETTI DANIEL, *Do Tokens Behave Like Securities? An Anatomy of Initial Coin Offerings*, publié le 20 avril 2019, disponible sur <https://ssrn.com/abstract=3287583> (cité : LYANDRES/PALAZZO/RABETTI 2019).

MEIER-HAYOZ ARTHUR/VON DER CRONE HANS CASPAR, *Wertpapierrecht*, 3^e éd., Stämpfli Verlag AG, Berne 2018 (cité : MEIER-HAYOZ/VON DER CRONE 2018).

MOLO GIOVANNI/DRZALIC JANA, *Können Kryptowährungen compliant sein?*, in : *Pratique juridique Actuelle* 1/2019, Dike Verlag AG 2019, p. 40 ss (cité : MOLO/DRZALIC 2019).

MÜLLER LUKAS/REUTLINGER MILENA/KAISER PHILIPPE J.A., *Entwicklungen in der Regulierung von virtuellen Währungen in der Schweiz und der Europäischen Union*, in: *Zeitschrift für Europarecht* 3/2018, Schulthess Verlag AG 2018, p. 80 (cité : MÜLLER/REUTLINGER/KAISER 2018).

MÜLLER LUKAS/STOLTZ THOMAS/KALLENBACH A. TOBIAS, *Liberierung des Aktienkapitals mittels Kryptowährung*, in : *Pratique juridique Actuelle* 11/2017, Dike Verlag AG 2017, p. 1318 ss (cité : MÜLLER/STOLTZ/KALLENBACH 2017).

MÜLLER THOMAS/ZYSSET PASCAL/KALAITZIDAKIS VANGELIS, *Die Einlage von Kryptowährungen zur Gründung einer Gesellschaft*, in : Jusletter, publié le 20 mai 2019 (cité : MÜLLER/ZYSSET/KALAITZIDAKIS 2019).

MÜLLER VAÏK/DIF JULIEN, *Guide pratique de la commercialisation des placements collectifs en Suisse*, Schulthess Verlag AG, Genève/Bâle/Zurich 2016 (cité : MÜLLER/DIF 2016).

NASKAR ARNAB/PASQUIER BRUNO, *The Tale of Swiss ICO Foundations*, in : *Pratique juridique Actuelle* 1/2018, Dike Verlag AG 2018, p. 89 ss (cité : NASKAR/PASQUIER 2018).

PETER HSU/RASHID BAHAR/SILVIA RENNINGER, art. 34 LFINMA, in: WATTER ROLF/VOGT NEDIM PETER (édit.), *Basler Kommentar zum FINMAG*, 2^e éd., Helbing Lichtenhahn, Bâle 2011 (cité : HSU/BAHAR/RENNINGER 2011).

PÖSCHEL INES/MAIZAR KARIM, art. 973c CO, in : HONSELL HEINRICH/VOGT NEDIM PETER/WATTER ROLF (édit.), *Basler Kommentar Wertpapierrecht*, Helbing Lichtenhahn, Bâle 2012 (cité : PÖSCHEL/MAIZAR 2012).

RONC PASCAL/SCHUPPLI BENEDIKT, *Kryptowährungen im Lichte der schweizerischen Geldwäschereigesetzgebung*, in : *forumpoenale* 6/2018, Stämpfli Verlag AG 2018, p. 529 ss (cité : RONC/SCHUPPLI 2018).

SCHALLER PHILIPP/KESSLER A. MARTIN, art. 652a CO, in : WIBMER JEANNETTE (édit.), *Aktienrecht Kommentar*, Orell Füssli, Zurich 2016 (cité : SCHALLER/KESSLER 2016).

SCHÖNKNECHT FLORIAN, *Der Einlagebegriff nach Bankengesetz*, in : *GesKR* 3/2016, Dike Verlag AG 2016, p. 300 ss (cité : SCHÖNKNECHT 2016).

THÉVENOZ LUC, *Produits structurés : faut-il réglementer ?*, in: THÉVENOZ LUC/BOVET CHRISTIAN (édit.), *Journée 2005 de droit bancaire et financier*, Schulthess Verlag AG, Genève/Zurich/Bâle 2006, p. 63 ss (cité : THÉVENOZ 2006).

University of Cambridge, Center for Alternative Finance, *Global Cryptoasset regulatory landscape study*, publié en avril 2019, disponible sur https://www.jbs.cam.ac.uk/fileadmin/user_upload/research/centres/alternative-finance/downloads/2019-04-ccaf-global-cryptoasset-regulatory-landscape-study.pdf, consulté le 31 mai 2019 (cité : University of Cambridge 2019).

VON DER CRONE HANS CASPAR, *Aktienrecht*, Stämpfli Verlag AG, Berne 2014 (cité : VON DER CRONE 2014).

VON DER CRONE HANS CASPAR/GROB THOMAS, *Die virtuelle Generalversammlung*, in : *RSDA* 1/2018, Schulthess Verlag AG 2018, p. 5 ss (cité : VON DER CRONE/GROB 2018).

VON DER CRONE HANS CASPAR/KESSLER FRANZ J./ANGSTMANN LUCA, *Token in der Blockchain – privatrechtliche Aspekte der Distributed Ledger Technologie*, in : *Revue Suisse de Jurisprudence* 114/2018, Schulthess Verlag AG 2018, p. 337 ss (cité : VON DER CRONE/KESSLER/ANGSTMANN 2018).

ZUFFEREY JEAN-BAPTISTE, art. 1156 CO, in : TERCIER PIERRE/AMSTUTZ MARC/TRIGO TRINDADE RITA (édit.), *Commentaire romand Code des obligations II*, 2^e éd., Helbing Lichtenhahn, Bâle/Zurich 2017 (cité : ZUFFEREY 2017).

ZULAUF URS/EGGEN MIRJAM, *Swiss Financial Market Law*, Dike Verlag AG, Zurich/St. Gall 2013 (cité : ZULAUF/EGGEN 2013).

Sources alternatives

ALLEN MATTHEW, *Bitcoin or Cash: Cryptocurrencies accepted by Switzerland's biggest online retailer*, in : *Swissinfo.ch*, publié le 19 mars 2019, disponible sur https://www.swissinfo.ch/eng/bitcoin-or-cash_cryptocurrencies-accepted-by-switzerland-s-biggest-online-retailer/44835480, consulté le 19 mai 2019 (cité : Site web Swissinfo Digitec).

ASB, *Guide pratique de l'ASB pour l'ouverture de comptes d'entreprises pour des sociétés blockchain*, publié en septembre 2018 (cité : Guide pratique ASB).

AXA XL, *AXA XL And Assurely Join Forces To Advance Crowdfunding With New Investor Protection Insurance*, publié le 6 mars 2019, disponible sur <https://axaxl.com/insurance/news/axa-xl->

[and-assurely-join-forces-to-advance-crowdfunding-with-new-investor-protection-insurance](#), consulté le 6 mai 2019 (cité : Site web AXA crowdfunding).

Bitcoin.com, *Know Your Transaction Is the KYC of Blockchain*, publié le 27 avril 2018, disponible sur <https://news.bitcoin.com/know-your-transaction-is-the-kyc-of-blockchain/>, consulté le 4 mai 2019 (cité : Site web news.bitcoin KYT).

Bitcoin.com, *Satoshi Nakamoto Could Be Criminal Mastermind Paul Le Roux*, publié le 13 mai 2019, disponible sur <https://news.bitcoin.com/satoshi-nakamoto-could-be-criminal-mastermind-paul-le-roux/>, consulté le 18 mai 2019 (cité : Site web news.bitcoin Satoshi Nakamoto).

BUCHANAN BILL, *Ring Signatures And Anonymisation*, in : Medium.ch, publié le 12 août 2018, disponible sur <https://medium.com/coinmonks/ring-signatures-and-anonymisation-c9640f08a193>, consulté le 19 mai 2019 (cité : Site web Medium ring signatures).

CANNUCIARI CHRISTOPHER/SMITH PRICHARD, Documentaire, *Banking on Bitcoin: in open-source we trust*, Gravita Ventures, USA 2016 (cité : Documentaire CANNUCIARI/SMITH 2016).

CCIG, Conférence, *Les petits déjeuners des PME et des start-up – ICO : un nouveau mode de financement participatif*, tenue le 30 novembre 18, disponible sur <https://www.youtube.com/watch?v=EE4KyyVgipE> (cité : Vidéo CCIG).

CHEN JAMES/MURPHY CHRIS B., *Roadshow*, in : Investopedia.com, mis à jour le 22 avril 2019, disponible sur <https://www.investopedia.com/terms/r/roadshow.asp>, consulté le 1 juin 2019 (cité : Site web Investopedia roadshow).

CMTA, *AML Standards for Digital Assets*, publié en octobre 2018 (cité : CMTA AML standards).

CMTA, *Blueprint for the tokenization of shares of Swiss corporations using the distributed ledger technology*, publié en octobre 2018 (cité : CMTA actions tokenisées).

Credit Suisse, Communiqué de presse, *Credit Suisse Announces Participation in Utility Settlement Coin Initiative*, publié le 31 août 2017, disponible sur <https://www.credit-suisse.com/corporate/en/articles/media-releases/credit-suisse-announces-participation-in-utility-settlement-coin-initiative-201708.html>, consulté le 3 octobre 2018 (cité : Communiqué de presse Credit Suisse utility settlement coin).

FRANKENFIELD JAKE, *Cold Storage*, in : Investopedia.com, mis à jour le 25 juillet 2018, disponible sur <https://www.investopedia.com/terms/c/cold-storage.asp>, consulté le 9 mars 2019 (cité : Site web Investopedia cold storage).

FRANKENFIELD JAKE, *Hot Wallet*, in : Investopedia.com, mis à jour le 4 avril 2018, disponible sur <https://www.investopedia.com/terms/h/hot-wallet.asp>, consulté le 9 mars 2019 (cité : Site web Investopedia hot wallet).

GUPTA MANAV, *Blockchain for dummies*, 2nd IBM limited edition, John Wiley & Sons Inc., New Jersey 2018 (cité : GUPTA 2018).

MCLEAN SUE/DEANE-JOHNS SIMON, Morrison & Foerster LLP – Attorney advertising Client Alert, *Demystifying Block Chain and Blockchain – Hype or Hero?*, publié le 5 avril 2016, disponible sur <https://media2.mofo.com/documents/160405blockchain.pdf>, consulté le 3 octobre 2018 (cité : Client Alert MoFo 2016).

Medium, Article de blogue, *Private Sale or Public Sale?*, publié le 8 novembre 2018, disponible sur <https://medium.com/applicature/private-sale-or-public-sale-b515476718a3>, consulté le 6 janvier 2019 (cité : Site web Medium ICOs).

MME, *Conceptual framework for legal and risk assessment of crypto tokens: classification of decentralized blockchain-based assets*, 2^{ème} éd., publié en mai 2018 (cité : MME 2018).

Mt Pelerin, Communiqué de presse, *The World's First Tokenized Shares*, publié le 16 octobre 2018, disponible sur <https://www.mtpelerin.com/blog/world-first-tokenized-shares>, consulté le 23 octobre 2018 (cité : Communiqué de presse Mt Pelerin).

NAKAMOTO SATOSHI, *Bitcoin : A Peer-to-Peer Electronic Cash System*, disponible sur <https://bitcoin.org/bitcoin.pdf>, consulté le 10 janvier 2019 (cité : NAKAMOTO 2008).

PricewaterhouseCoopers, *4th ICO/STO Report: a strategic perspective*, publié en mars 2019 (cité : PwC ICO/STO Report 2019).

QuadrigaCX, Site web, *Message from QuadrigaCX, Order for creditor protection issued*, publié le 5 février 2019, disponible sur <https://www.quadrigacx.com>, consulté le 23 mars 2019 (cité : Site web QuadrigaCX).

REIFF NATHAN, *The Most Successful ICOs of All Time*, in : Investopedia.com, mis à jour le 9 mai 2018, disponible sur <https://www.investopedia.com/tech/most-successful-icos-all-time/>, consulté le 14 décembre 2018 (cité : Site web Investopedia successful ICOs).

ROSIC AMEER, *What is Blockchain Technology? A Step-by-Step Guide For Beginners*, in : Blockgeeks.com, mis à jour le 1^{er} mars 2019, disponible sur <https://blockgeeks.com/guides/what-is-blockchain-technology/>, consulté le 11 mars 2019 (cité : Site web Blockgeeks blockchain).

SAG DAVE, *Tokenising Shares: Introducing ERC-884*, in : Medium.com, publié le 17 avril 2018, disponible sur <https://medium.com/coinmonks/tokenising-shares-introducing-erc-884-cc491258e413>, consulté le 13 septembre 2018 (cité : Site web Medium tokenising shares).

SHARMA RAKESH, *What Are Cryptocurrency Custody Solutions?*, in : Investopedia.com, mis à jour le 27 juillet 2018, disponible sur <https://www.investopedia.com/news/what-are-cryptocurrency-custody-solutions/>, consulté le 9 mars 2019 (cité : Site web Investopedia crypto-custody).

SHIN LAURA, *Here's The Man Who Created ICOs And This Is The New Token He's Backing*, in : Forbes Magazine, publié le 21 septembre 2017, disponible sur <https://www.forbes.com/sites/laurashin/2017/09/21/heres-the-man-who-created-icos-and-this-is-the-new-token-hes-backing/#33c5ea201183>, consulté le 10 mars 2019 (cité : Site web Forbes).

SIX, Site web, *Introducing SIX Digital Exchange*, publié le 6 juillet 2018, <https://www.six-group.com/securities-services/en/shared/news/2018/six-digital-exchange.html>, consulté le 23 septembre 2018 (cité : Site web SIX digital exchange).

SLTA, *Regulatory Task Force Report - Data, Blockchain and Smart Contracts: Proposal for a robust and forward-looking Swiss ecosystem*, publié le 27 avril 2018 (cité : SLTA 2018).

Swiss Blockchain Federation (anciennement Swiss Blockchain Taskforce), *Position paper on the legal classification of ICOs*, Bern/Zug, publié en avril 2018 (cité : Swiss Blockchain Taskforce 2018).

The Economist (version en ligne), *Taking a liberty: Life for virtual money-launderers is getting harder*, publié le 1 juin 2013, disponible sur <https://www.economist.com/finance-and-economics/2013/06/01/taking-a-liberty>, consulté le 27 février 2019 (cité : Site web The Economist).

Themerkle.com, Site web, *Quadriga CX Co-Founder Dies Along With \$130 Million of Customers' Funds*, publié le 5 février 2019, disponible sur <https://themerkle.com/quadriga-cx-founder-dies-along-with-130m-customer-funds/>, consulté le 6 février 2019 (cité : Site web Themerkle).

YAZGI ALINE, *ICO, STO, token: comprendre ces nouvelles formes de financement*, in : PME Magazine, publié le 12 mars 2019, disponible sur <https://www.pme.ch/finances/2019/03/12/ico-sto-token-comprendre-nouvelles-formes-financement>, consulté le 26 mars 2019 (cité : Site web PME tokenisation).

ZEEB THOMAS, Entretien, *SIX Digital Exchange: The Securities Exchange of the Future*, publié le 12 décembre 2018, disponible sur <https://www.six-group.com/en/home/blog/six-digital-exchange-future.html>, consulté le 8 mai 2019 (cité : Entretien ZEEB *SIX Digital Exchange*).