



Article scientifique

Article

2018

Published version

Open Access

This is the published version of the publication, made available in accordance with the publisher's policy.

Le régime de responsabilité civile en matière d'émissions publiques de jetons digitaux (ICO)

Darbellay, Aline; Reymond, Michel

How to cite

DARBELLAY, Aline, REYMOND, Michel. Le régime de responsabilité civile en matière d'émissions publiques de jetons digitaux (ICO). In: Revue suisse de droit des affaires et du marché financier, 2018, vol. 90, n° 1, p. 48–66.

This publication URL: <https://archive-ouverte.unige.ch/unige:103323>

Le régime de responsabilité civile en matière d'émissions publiques de jetons digitaux (ICO)

Aline Darbellay | Michel José Reymond*

Initial Coin Offerings (ICOs) consist of an innovative form of capital raising. In the digital era, it has become technically possible to raise substantial funds within a very short period of time. This paper analyses the civil liability regime applying to misrepresentations communicated to investors acquiring tokens in an ICO. Pursuant to the prospectus liability provisions of the Swiss Code of Obligations (CO), any actor participating in the drafting or dissemination of prospectuses is liable for untrue, misleading representations or omissions of a material fact in prospectuses or similar statements. We argue that this regime applies by analogy to

ICOs. This study portrays the various business models prevailing in the digital marketplace in order to discuss the legal qualification of tokens issued in an ICO. Prospectus requirements are detailed with a view to assessing how to translate them into the world of ICOs. We also address the elements of prospectus liability. In particular, the advantages of the specific prospectus liability regime are compared with the general liability regime. Last but not least, this paper covers the transfer of the prospectus liability provisions into the new Financial Services Act that is currently under review by the Parliament.

Table des matières

- I. Introduction
- II. Définition de l'*Initial Coin Offering* (ICO)
 - 1. Panorama et enjeux juridiques
 - 2. Typologie des ICO
 - 3. Délimitation avec d'autres procédures de levée de fonds
 - 4. Nécessité d'une approche fonctionnelle
- III. Aspects de droit international privé
- IV. Responsabilité civile des auteurs du prospectus d'émission
 - 1. Cadre légal applicable
 - 2. Régime du prospectus d'émission selon l'art. 752 CO
 - 3. Régime du prospectus d'émission selon l'art. 1156 CO
 - 4. Recours au régime général selon l'art. 41 CO
 - 5. Nouveau régime de responsabilité selon l'art. 72 P-LSFin
- V. Conclusion

I. Introduction

En septembre 2016, Kathleen et Arthur Breitman, un couple d'entrepreneurs, propriétaires de la société Dynamic Ledger Solutions Inc. (DLS) basée aux États-Unis, présentèrent, lors d'une conférence, leur nouveau projet nommé Tezos. Celui-ci visait à créer une plate-forme de monnaie cryptographique – en d'autres termes, une *blockchain* – qui viendrait concurrencer le Bitcoin. Similairement à ce dernier, Tezos allait permettre à ses usagers de posséder et d'échanger des unités de valeur cryptographiques, soit des jetons ou *tokens*, ici dénommés « Tezzies ».

Pour financer le projet, les deux entrepreneurs eurent recours à une procédure de levée de fond, aujourd'hui largement prisée par les *startups* du monde de la technologie et dite de *Initial Coin Offering* (ICO). Ainsi, DLS annonça la mise en vente anticipée de Tezzies au public pour un nombre limité d'heures au cours de la journée du 1^{er} juillet 2017. Pendant cette période, tout un chacun pouvait conclure ces contrats à terme au taux d'environ 5'000 Tezzies contre 1 Bitcoin. Les Tezzies ainsi souscrits devraient être émis au moment de la mise en route de la plate-forme.

Afin de convaincre leurs potentiels clients de la valeur de l'investissement, DLS publia, sur un site internet dédié, plusieurs documents, dont un *white paper*, décrivant les traits saillants du projet : l'intérêt de la plate-forme Tezos, l'état d'avancement de son développement, l'identité des personnes y rattachées, les détails de la vente anticipée de jetons, ainsi que les

* Prof. Dr. Aline Darbellay est professeure assistante à l'Université de Genève. Dr. Michel José Reymond est docteur en droit de l'Université de Genève et avocat-stagiaire à Genève. Les auteurs remercient vivement le Prof. Dr. Luc Thévenoz pour ses commentaires constructifs, ainsi que Mme Hristina Stoyanova, assistante à l'Université de Genève, pour ses recherches juridiques et sa revue formelle.

affectations prévues des fonds qui allaient être récoltés.¹

L'ICO lancée par Tezos fut un succès retentissant, le projet ayant récolté en monnaie cryptographique l'équivalent d'environ USD 232 millions. Les deux entrepreneurs à la tête du projet établirent alors une fondation sise à Zoug – soit la fameuse Crypto Valley. La fonction de l'entité était de gérer les fonds ainsi reçus et de superviser le développement du produit.

Malheureusement, en octobre 2017, donc à peine quelques mois plus tard, tout s'écroula. Le couple d'entrepreneurs publia un billet accusant le gérant de la fondation, M. Johann Gevers, de conflits d'intérêts ; afin de sauver le projet, ils annoncèrent envisager tous moyens – et notamment par voie judiciaire – utiles afin de parvenir à sa destitution. L'intéressé répondit, aussi par billet, que ces accusations étaient fausses et que le but de cette manœuvre était de porter atteinte à l'indépendance de la fondation. Quoiqu'il en soit, il devenait de plus en plus clair pour le marché que, contrairement à ce qui a été annoncé, la mise en route de la plate-forme Tezos allait être retardée de façon inopinée.

En quelques heures, les contrats à terme sur les Tezzies perdirent les trois quarts de leur valeur. Aujourd'hui, les investisseurs de la plate-forme envisagent de poursuivre DLS devant la justice en récupération de leur investissement, en estimant que cette société a enfreint le droit américain sur les *securities*.² DLS argumente pour sa part qu'il ne s'agissait pas d'investissements à proprement parler, mais de donations, et qu'aucune somme ne devrait être reversée.

L'histoire mouvementée de Tezos n'est qu'un exemple parmi tant d'autres du potentiel – mais aussi du danger – lié à la pratique de l'ICO. D'une part, la procédure est un moyen pour les *startups* du monde de la technologie de récolter des fonds directement auprès du public et de financer des projets innovants sans avoir recours à des procédures lourdes et coûteuses. D'autre part, l'absence de réglementation claire entourant actuellement la pratique des ICO fait que les investisseurs ne disposent d'aucune protection – notamment en ce qui concerne la véracité des informations au sujet de la viabilité et de l'état d'avancement des projets qui leur sont soumis.

Les ICO n'évoluent cependant pas dans un vide juridique. Il s'agit ainsi d'analyser dans quelle mesure la législation en vigueur s'applique à ce nouveau mode de levée de fonds. En ce qui concerne les moyens traditionnels de levée de fonds, la responsabilité civile au sens du Code des obligations (CO), liée à la communication d'informations erronées ou trompeuses au public, est fondée sur l'obligation d'établir un prospectus d'émission.³ Le présent article vise à analyser dans quelle mesure ce régime pourrait s'appliquer à une procédure d'ICO. Concrètement, nous nous demanderons quels sont les acteurs qui pourraient être actionnés en responsabilité dans des cas similaires à l'affaire Tezos. Quelles sont les conséquences juridiques lorsque les informations publiées sur un site internet avant une ICO sont erronées ou trompeuses ? Quelles indications doivent être communiquées aux investisseurs lors d'une émission publique de jetons digitaux ?

Après une tentative de définition du phénomène de l'ICO (II.), l'article, de par une analyse de droit international privé, montrera la pertinence du droit suisse quant à la responsabilité des acteurs qui y procèdent (III.). Ensuite, les avenues possibles permettant d'établir leur responsabilité seront examinées (IV.).

II. Définition de l'*Initial Coin Offering* (ICO)

1. Panorama et enjeux juridiques

Le terme ICO se réfère à une opération de financement en faveur d'un projet comprenant la création d'une nouvelle unité de valeur cryptographique.⁴ Elle s'effectue par la vente anticipée au grand public d'un certain nombre de ces unités de valeur, aussi désignées par le terme *tokens*, ou jetons, dans l'attente de la mise en place du projet et de l'éventuelle valorisation de ces jetons par le marché. Outil créé pour et par la pratique continue des *startups* actives dans le monde des crypto-monnaies, l'ICO reste, au-delà de ces généralités, difficile à décrire de façon systématique. Le terme même d'ICO est par ailleurs controversé et beaucoup d'entrepreneurs faisant recours à

¹ <<https://www.tezos.com/>> (20.9.2017).

² Restis Law Firm, Notice of Securities Class Action – Tezos ICO <<https://restislaw.com/current-cases-investigations/tezos-initial-coin-offering/>> (1.12.2017).

³ Art. 652a, 752 et 1156 CO ; voir art. 37–39 et 72 P-LSFin pour le projet de loi en cours.

⁴ Smith+Crown, What is a token sale (ICO)? <<https://www.smithandcrown.com/what-is-an-ico/>> (1.12.2017).

cette procédure préfèrent employer les termes de *token pre-sale*, de *software early access*, ou de *crowd-sale* dans le souci d'éviter un éventuel rapprochement avec le domaine du négoce de valeurs mobilières – et des réglementations y liées.

Une première approche du phénomène peut se faire par l'observation des premières ICO et par l'identification des besoins auxquels elles ont répondu. Pour ce faire, il faut – comme c'est très souvent le cas dans le domaine des monnaies virtuelles – commencer par le Bitcoin.⁵ Lancé en janvier 2009 sur la base d'un document technique rédigé par l'auteur pseudonyme *Satoshi Nakamoto*,⁶ le Bitcoin est une unité de valeur cryptographique revêtant certaines caractéristiques monétaires. Il est échangé de pair à pair via l'action d'un réseau transactionnel décentralisé, immuable et ouvert au public – la fameuse *blockchain*, généralement considérée comme la principale avancée technique amenée par le Bitcoin.⁷ Aujourd'hui, et bien que sa qualification en tant que monnaie reste débattue, le Bitcoin – lequel s'échangeait à environ CHF 10'000 l'unité le 30 novembre 2017 – s'est bien installé dans les mœurs, et est de plus en plus accepté en tant que moyen de paiement usuel.⁸

Le succès du Bitcoin, couplé à certaines frustrations du fait de ses limitations techniques, a mené au développement de monnaies virtuelles alternatives, communément désignées par l'appellation *alternative coins* ou *altcoins*. Par exemple, le réseau Litecoin, qui a été mis en route en octobre 2011, propose une monnaie virtuelle concurrente dont le protocole permet une gestion plus efficace des transactions. Beaucoup d'autres *altcoins* sont nées mais ne sont au-

jourd'hui cependant plus exploitées du fait de leur manque de succès.

La procédure généralement reconnue comme la première occurrence d'une ICO vient du fait d'un projet d'*altcoin* nommé Mastercoin, qui existe aujourd'hui sous le nom d'Omni.⁹ Contrairement à Litecoin, le projet Mastercoin n'impliquait pas la création d'une nouvelle plate-forme: l'*altcoin* était construite pour fonctionner à l'aide d'un système opérationnel placé au-dessus du protocole Bitcoin, un peu comme une couche supplémentaire de fonctionnalités venant s'accoler à sa structure existante.¹⁰ En juillet 2013, alors que le projet était encore en cours de développement, les dirigeants avaient organisé une opération dite de *fundraiser* en publiant un appel public sur le forum Bitcointalk. En soutenant Mastercoin via un paiement en Bitcoin, toute personne intéressée obtenait la valeur équivalente à son investissement en Mastercoin. L'opération était donc présentée comme un pari sur la valeur future de cette *altcoin*.¹¹ Le projet put récolter environ 5'000 Bitcoin par la vente anticipée de son unité de valeur, ce qui correspondait à approximativement USD 5 millions.¹²

Un autre exemple majeur d'ICO est lié à la plate-forme de crypto-monnaie Ethereum. En janvier 2014, son principal développeur, Vitalik Buterin, rejoint par l'ex-consultant de Microsoft Research Gavin Wood, annonça la création de la plate-forme et publia un *yellow paper* regroupant ses spécifications.¹³ L'idée derrière le projet était le développement d'une alternative au Bitcoin disposant de la capacité d'exécuter des opérations transactionnelles complexes, programmées directement dans la plate-forme et exprimées par du code informatique.¹⁴

⁵ Rapport du Conseil fédéral sur les monnaies virtuelles en réponse aux postulats *Schwaab* (13.3687) et *Weibel* (13.4070) du 25 juin 2014, p. 8ss.

⁶ *Nakamoto*, Bitcoin: A Peer-to-Peer Electronic Cash System <<https://bitcoin.org/bitcoin.pdf>> (1.12.2017).

⁷ FINMA, Comment les investisseurs peuvent-ils se protéger des prestataires exerçant sans droit sur les marchés financiers?, Berne, 1^{er} août 2017, p. 14; *Hari*, La revendication et la distraction d'office d'actifs dans une procédure d'insolvabilité: application des principes aux monnaies cryptographiques, GesKR 2017, p. 454s.

⁸ On mentionnera *inter alia* que les CFF Suisses proposent à leurs usagers un système d'achat, de vente et de gestion de Bitcoin, et ce depuis Novembre 2016 <<https://www.sbb.ch/fr/gare-services/services/autres-services/bitcoin.html>> (1.12.2017).

⁹ <<http://www.omnilayer.org>> (1.12.2017)

¹⁰ *Buterin*, Mastercoin: a second generation protocol on the bitcoin blockchain, Bitcoin Magazine, 4 novembre 2013 <<https://bitcoinmagazine.com/articles/mastercoin-a-second-generation-protocol-on-the-bitcoin-blockchain-1383603310/>> (1.12.2017).

¹¹ <<https://bitcointalk.org/index.php?topic=265488.0>> (1.12.2017).

¹² <<http://www.marketwired.com/press-release/backed-5-million-funding-4700-btc-mastercoin-is-building-flexible-new-layer-money-on-1859067.htm>> (1.12.2017).

¹³ *Hajdarbegovic*, Ethereum launches « Cryptocurrency 2.0 » Network, Coindesk, 23 juin 2014 <<http://www.coindesk.com/ethererum-launches-cryptocurrency-2-0-network/>> (1.12.2017).

¹⁴ <<https://github.com/ethereum/wiki/wiki/White-Paper>> (1.12.2017).

Traçant la voie que Tezos allait emprunter par la suite, les deux entrepreneurs établirent une fondation sise à Zoug, dont le but était de coordonner l'effort de développement. Ils annoncèrent ensuite le lancement d'une vente anticipée d'un certain nombre de jetons Ether, qui allaient devenir l'unité de valeur cryptographique motrice de la plate-forme.¹⁵ Ainsi, du 22 juillet au 2 septembre 2014, toute personne intéressée pouvait acheter de façon anticipée cette unité pour un taux approximatif de 2'000 Ether pour 1 Bitcoin, ce qui représentait à l'époque environ USD 600 par unité d'Ether. Vitalik Buterin, lors de l'annonce de la vente, souligna que la procédure n'était aucunement analogue à l'émission d'un titre financier ou d'une monnaie. En particulier, selon lui, l'Ether n'était conçu que comme un moyen de rémunération de l'usage du système de programmation offert sur la plate-forme.¹⁶

Une fois la période de 42 jours terminée, la Fondation Ethereum put récolter des Bitcoin correspondant lors de la levée de fonds à USD 18'439'086 par la vente anticipée de 60 millions de jetons Ether. La plate-forme fut mise en service le 30 juillet 2015. Aujourd'hui, les capacités de programmation permises par la plate-forme Ethereum – communément regroupées sous l'appellation de contrats intelligents (*smart contracts*) – en font un centre d'attraction pour les projets innovants et elle accueille donc à son tour un nombre conséquent d'ICO. Cela étant, l'Ether s'est quand bien même révélé comme capable d'être sujet à spéculation, s'échangeant à environ USD 450 l'unité au 1^{er} décembre 2017 et s'imposant par cela en tant que la première vraie monnaie virtuelle alternative au Bitcoin.

2. Typologie des ICO

Partant de ces deux exemples, il nous est possible de qualifier le procédé d'ICO par trois moyens : par la description des parties y impliquées et des principales caractéristiques des projets donnant lieu à une ICO (infra 2.1), par l'identification du rôle prédominant de l'émetteur dans la fixation des termes de la

vente anticipée (infra 2.2), et enfin par le fait de la promesse de l'émission d'une unité de valeur cryptographique utilisable sur la plate-forme future de l'emprunteur (infra 2.3).

2.1 Parties et modèles d'affaires

Tout processus d'ICO implique, en premier lieu, l'action d'un émetteur de jetons, qui sera le gérant, le propriétaire ou le fondateur d'un projet en cours de développement. Les types de projets donnant lieu à une ICO varient cependant grandement. D'abord, on peut y trouver un foisonnement de moyens technologiques. Ainsi, sont inclus dans la notion tant des projets de nouvelles plate-formes de monnaie cryptographique, nécessitant la création d'une *blockchain* spécifique, comme relevé par l'exemple d'Ethereum, que des projets venant se superposer sur des plate-formes existantes, comme c'était le cas avec Mastercoin. Ensuite, on assiste à une multiplication des modèles commerciaux. À ce titre, trois types de modèles peuvent être identifiés.¹⁷

Le premier modèle se calque sur celui du Bitcoin et tend à la création d'un mode de paiement alternatif. Dans ce contexte, le jeton cryptographique est considéré comme une monnaie interne au projet : elle peut être achetée en échange d'une contre-valeur, par exemple une autre crypto-monnaie ou même une monnaie ayant cours légal ; elle peut ensuite être échangée librement avec d'autres participants connectés sur le même réseau. Dans ce modèle, le jeton est donc acheté « en tant que tel » car c'est la fluctuation de son cours en rapport avec des autres monnaies, virtuelles ou non, qui en constitue l'intérêt principal. On pourra mentionner comme exemple Mastercoin ainsi que les autres *altcoins* qui tendent à se substituer directement au Bitcoin sans en changer fondamentalement le modèle.

Le second modèle tient en la création de plate-formes dédiées à la fourniture de services. Dans ce cas, le jeton natif à la plate-forme intervient comme moyen de paiement du service proposé.¹⁸ L'image souvent utilisée est celle du jeton en tant que « carbu-

¹⁵ Gerring, Cut and try: building a dream, Ethereum Blog, 9 février 2016 <<https://blog.ethereum.org/2016/02/09/cut-and-try-building-a-dream/>> (1.12.2017).

¹⁶ Buterin, Launching the Ether sale, Ethereum Blog, 22 juillet 2014 <<https://blog.ethereum.org/2014/07/22/launching-the-ether-sale/>> (1.12.2017).

¹⁷ Pour plus de détails, voir Autonomous Next, #Token Mania Report, juillet 2017, p. 10–12, ainsi que les nombreux exemples, rapportés aux pages 19ss et 72–77 ; pour une liste à jour des ICO présentes et passées, voir <<https://www.smithandcrown.com/icos/>> (1.12.2017).

¹⁸ On peut discuter de la qualification des Ether à cet effet.

rant» de la plate-forme, que l'on « brûle » pour pouvoir la mettre à l'emploi. Ce modèle est, par exemple, celui qui est retenu par le projet *Melon protocol*, en cours de développement par la *startup* Melonport, aussi basée à Zoug. Le *Melon protocol* propose un service automatisé de gestion de fonds de placement, propulsé par la technologie *blockchain*,¹⁹ et dont l'usage est rémunéré par l'utilisation de *melon tokens*, unités cryptographiques échangeables contre de l'Ether. C'est d'ailleurs par une ICO que Melonport a pu récemment opérer une levée de fonds correspondant à un montant de USD 3 millions.²⁰

Le troisième modèle consiste à concevoir les jetons cryptographiques comme un véritable moyen de gouvernance de la plate-forme. Ainsi, les jetons peuvent conférer une pluralité de droits à leurs détenteurs : par exemple, le droit de toucher une part du revenu obtenu par le projet, le droit d'obtenir certains avantages au cours de son exploitation, ou encore le droit de voter sur certaines décisions. Représentant ce modèle de façon frappante, les Decentralized Autonomous Organizations (DAO) ne sont autres que des patrimoines organisés dont la conduite est placée entre les mains des détenteurs des jetons qui y sont associés. Le projet le plus avancé dans ce domaine, dénommé The Dao, avait en 2016 réussi à amasser un capital de près de USD 120 millions via la vente anticipée de ses jetons. Malheureusement The Dao n'a jamais pu fonctionner en tant que tel, car, peu de temps après la levée de fonds, un membre indélicat de l'entreprise put, par l'exploitation d'une erreur dans le contrat intelligent régissant son fonctionnement, siphonner environ USD 50 millions de ses coffres virtuels, précipitant alors sa disparition anticipée.²¹

Les frontières entre ces trois modèles ne sont cependant pas à considérer comme des cloisons strictement définies. Ainsi, il se peut que les jetons d'un projet portant sur une plate-forme de fourniture de services puissent conférer des droits à leurs détenteurs. Il se peut aussi que, à l'image de l'expérience d'Ethereum rapportée ci-dessus, le jeton originellement

conçu en tant que carburant d'un système devienne sujet à spéculation au même titre qu'une monnaie d'échange virtuelle de type Bitcoin.

Face aux émetteurs et à leurs projets se trouvent les investisseurs. Le terme se définit comme désignant toute personne prenant part à une vente anticipée de jetons. En effet, les ICO sont dirigées directement auprès du grand public, le moyen employé à cet effet étant souvent la publication de *white papers* décrivant les grandes lignes du projet des émetteurs ainsi que les conditions de la vente. La vente en question se faisant, pour la plupart du temps, soit en Bitcoin, soit en Ether, il ne suffit à une personne intéressée que de quelques connaissances de base sur les monnaies cryptographiques pour pouvoir y participer.

2.2 Rôle prédominant de l'émetteur dans la fixation des termes de la vente anticipée

Une caractéristique saillante des ICO tient au fait que l'émetteur a la mainmise sur les termes de la vente anticipée. En l'absence actuelle de réglementation contraignante sur ces questions, c'est donc lui qui détermine la quantité de jetons à émettre, leur valorisation initiale, ainsi que les droits qui y seront associés. Cette partie décide également de la durée de l'ICO et ses conditions.

En pratique, les modulations sont nombreuses.²² Certaines ICO annoncent un nombre maximum de jetons qui seront émis pendant la période de vente, et les mettent sur le marché selon un système de « premier arrivé, premier servi ». D'autres ICO, comme ce fut le cas pour Ethereum, n'annoncent pas un plafond du nombre de jetons émis. Ainsi ce nombre variera dynamiquement selon l'offre des investisseurs, au risque de voir la valeur de chaque jeton se diluer de façon imprévisible. Enfin, les ICO les plus récentes tendent à mettre en place des modèles innovants, par exemple en proposant une vente par tranches de prix progressifs.

2.3 Distribution et effets des unités de valeur cryptographiques

Une fois la vente effectuée, l'acheteur obtient le droit à un nombre d'unités cryptographiques correspondant à la hauteur de sa participation. Dans certains

¹⁹ <<https://melonport.com/>> (1.12.2017).

²⁰ Smith+Crowne, Melon token sale: hedge fund management on the blockchain <<https://www.smithandcrowne.com/melonport-token-sale/>> (1.12.2017).

²¹ Del Castillo, The DAO Attacked: Code Issue Leads to \$60 Million Ether Theft, CoinDesk, 17 juillet 2016, <<https://www.coindesk.com/dao-attacked-code-issue-leads-60-million-ether-theft/>> (1.12.2017).

²² Buterin, Analysing token sale models, 9 juin 2017 <<http://vitalik.ca/general/2017/06/09/sales.html>> (1.12.2017).

cas, les unités sont distribuées automatiquement à la suite de la vente. Dans d'autres cas, l'emprunteur conserve les détails des paiements effectués, et distribue les unités dues aux investisseurs une fois que son projet est mis en service.

Comme déjà développé ci-dessus, les droits inscrits dans les jetons distribués lors d'une ICO peuvent varier de cas en cas. Lorsque le jeton s'apparente à une monnaie d'échange, il est vendu en tant que tel et ne donne lieu à aucun droit supplémentaire. En revanche, lorsqu'il est la contrepartie d'un service, le jeton confère un droit d'accès au service et à la plate-forme le soutenant. Enfin, il peut aussi contenir (ou non) d'autres droits ayant trait à la gouvernance de la plate-forme : droit à une part du revenu obtenu, droit de vote, droit de participation à un projet, ou encore d'autres types de droits.

Quels qu'ils soient, ces droits sont inscrits dans le jeton lui-même et sont exercés par le truchement de la plate-forme de l'émetteur, notamment à l'aide de *smart contracts*. Par exemple, le détenteur d'un jeton donnant lieu à une part du revenu de la plate-forme verra son compte automatiquement crédité de la somme correspondant à son dû par le simple fait que cette fonctionnalité est inscrite dans la structure technique de cette plate-forme. Les droits afférant aux jetons sont dès lors auto-exécutés par l'action du code informatique.

3. Délimitation avec d'autres procédures de levée de fonds

Au vu de ce qui précède, il devient apparent que, malgré la parenté terminologique, l'ICO est éloignée de l'*Initial Public Offering* (IPO), expression anglaise désignant l'entrée d'une société en bourse. En effet, l'ICO se déroule en dehors du contexte boursier, et surtout de la réglementation l'entourant. L'institution existante la plus proche des ICO est le financement participatif (*crowdfunding*), autre phénomène récent en matière de Fintech, lequel voit pareillement un emprunteur proposer son projet au grand public dans le but de récolter des fonds. Cela étant, le financement participatif reste fermement ancré sur l'activité d'une entité tierce telle que Paypal ou Kickstarter. Comme on l'aura vu, les ICO voient en revanche l'émetteur traiter directement avec ses investisseurs, ce qui lui permet de fixer lui-même les contours de la relation qu'il entend nouer avec eux.

Une comparaison est aussi possible avec d'autres modes de levées de fonds bien ancrées dans la pratique des startups des nouvelles technologies et provenant des secteurs du *private equity* et du *venture capital*. Les secteurs de niche procèdent notamment à des tours de financement auprès d'un cercle limité d'investisseurs sophistiqués reliés entre eux par des conventions d'actionnaires. Ce procédé donne lieu à des augmentations successives de capital. Dans le cadre de ces investissements, les investisseurs négocient véritablement les conditions de leur participation et ont un rôle actif sur la gouvernance de la *startup*. Les ICO, en contraste, s'adressent à un cercle illimité d'investisseurs, lesquels ne peuvent pas réellement se coordonner. Elles peuvent toucher des investisseurs ordinaires – éventuellement non sophistiqués et manquant d'expérience en finance – sans leur garantir un accès aux renseignements concernant les affaires de l'entreprise émettrice. Il en résulte dès lors des questions accrues quant aux besoins de protection des investisseurs ainsi que de transparence.

4. Nécessité d'une approche fonctionnelle

L'objet de cet article est de déterminer si l'obligation d'établir un prospectus d'émission s'étend aux jetons émis lors d'une ICO. Cette question se heurte cependant à un double obstacle : d'une part, les jetons sortent du cadre de ce qui a été anticipé par le législateur ; de l'autre, la variété des modèles d'ICO rend difficile toute tentative de catégorisation *ex ante*.

Le premier de ces obstacles pourrait être surmonté par un recours à une approche de qualification fonctionnelle, qui opérerait par la recherche du but de l'opération visée. Une telle approche fonctionnelle serait notamment à même de surmonter l'argument soulevé par Tezos et selon lequel les fonds levés d'une ICO ne seraient que de simples donations. Un tel argument se rattache en effet plutôt à la dénomination formelle utilisée lors de la levée de fonds ainsi qu'à l'affectation des fonds dans une fondation du Code civil suisse (CC) plutôt qu'à la substance et au but visé de l'opération. À ce titre, en droit américain, l'interprétation de la notion des contrats d'investissement, lesquels sont des *securities* au sens du *Securities Act* de 1933, est convaincante. La Cour suprême américaine a interprété cette notion en considérant entre autres qu'un investissement implique une attente raisonnable de profits, ce qui peut comprendre des dividendes, d'autres paiements périodiques ou simple-

ment l'augmentation de la valeur de l'investissement.²³ En droit suisse, cette idée est sous-jacente au fait que la législation relative aux valeurs mobilières s'attache à des titres négociables, pouvant dès lors être utilisés dans une véritable optique d'investissement. Une approche fonctionnelle serait donc à même de pareillement englober les types de jetons assimilables à des titres de participation ou des titres de créance.

Quant au second obstacle, il soulève la question de la mesure dans laquelle les procédures d'ICO sont « généralisables » du point de vue juridique. À ce titre, on ne peut qu'observer le manque de stabilité de cette pratique, au point que – comme on l'a vu ci-dessus – la terminologie même d'ICO est inadéquate et fortement débattue.

D'un côté, le modèle d'affaires allant le plus loin consiste à émettre des jetons lesquels donnent des droits de vote si étendus que les investisseurs eux-mêmes gèrent leur investissement. Dans un tel cas, les jetons s'assimilent à des titres de participation. Les investisseurs acquièrent de véritables parts sociales dans l'entreprise émettrice. Si l'entreprise émettrice est à qualifier de société de personnes telle une société simple au sens de l'art. 530 CO, les investisseurs deviendraient alors des associés engageant leur responsabilité solidaire, personnelle, illimitée.

De l'autre, la plupart des modèles d'affaires ne donnent pas des droits étendus aux investisseurs, ne comprenant pas de droits à des versements de dividendes ni d'intérêts. De tels modèles restent néanmoins assimilables à des investissements pour les investisseurs qui acquièrent les jetons en vue de générer un profit futur en revendant les jetons acquis sur le marché secondaire.

Gardant à l'esprit le fait que ces questions définitionnelles sont encore loin d'être élucidées, notre analyse s'intéressera de façon large aux procédures d'ICO, incluant donc les modèles d'affaires qui, du point de vue de l'investisseur, font que les jetons émis – même s'ils ne confèrent pas de droits à proprement parler – restent perçus comme des actifs financiers.

III. Aspects de droit international privé

A titre préliminaire, il y a lieu de s'interroger sur l'applicabilité des règles matérielles de droit suisse à la

question de la responsabilité de l'éditeur d'un prospectus en lien avec la vente anticipée de *tokens*. Pour y répondre, le juge suisse – ici par hypothèse compétent²⁴ – consultera l'art. 156 de la LDIP. Celui-ci offre au lésé la possibilité de choisir entre la *lex societatis*, soit le droit généralement applicable à la société émettrice²⁵ et qui se trouvera être le droit du lieu de son siège au sens de l'art. 154 al. 1 LDIP, ou alors le droit de l'État dans lequel sont émis les titres liés au prospectus duquel découle l'action en responsabilité.²⁶ Partant de cette règle, deux cas de figure peuvent être identifiés.²⁷

Dans le premier cas, la société émettrice dispose de son siège en Suisse et émet des titres à l'étranger. Le droit matériel suisse aura alors toujours vocation à s'appliquer sous réserve du choix de la partie lésée car il s'agira de la *lex societatis*.

Dans le second cas de figure, il s'agit d'une société qui est sise à l'étranger et qui émet des titres en Suisse. Ici, on peut s'interroger si le seul fait que l'achat de jetons liés à une ICO soit techniquement possible depuis la Suisse permette à lui seul de déduire que l'émission de titres y a eu lieu au sens de l'art. 156 LDIP. À notre sens, il faudrait répondre à cette question par la positive. Même si, au niveau technique, l'émission et la distribution des jetons virtuels ne se produisent pas dans un lieu particulier, l'émetteur garde le contrôle sur les zones géographiques concernées. Par exemple, il est de pratique courante que les ICO ne soient pas proposées aux investisseurs américains dans le but d'éviter les réglementations sur les valeurs mobilières de cet État. Ainsi, on peut considérer qu'une ICO accessible depuis la Suisse est sciemment dirigée vers les investisseurs

²⁴ Selon les cas, l'émetteur pourra être attiré en Suisse soit en tant que lieu de son domicile, soit en tant que lieu de l'atteinte, respectivement de l'émission au sens des art. 2 et 5 al. 3 de la Convention de Lugano du 30 octobre 2007 (CL) ou de l'art. 151 al. 1 et 3 de la loi fédérale sur le droit international privé du 18 décembre 1987 (LDIP) ; *Dutoit*, in: Commentaire de la loi fédérale du 18 décembre 1987 (LDIP), 5^e éd., Bâle 2016, ad art. 156, par. 3.

²⁵ L'art. 154 al. 1 LDIP consacre le principe de l'incorporation, en prévoyant que les sociétés sont régies par le droit de l'État de leur siège.

²⁶ *Appenzeller/Waller*, Haftungsrisiken beim IPO und ihre Minimierung aus Sicht der Gesellschaft, GesKR 2007, p. 259.

²⁷ *Guillaume/Bétrisey*, La qualification des instruments financiers dans le cadre d'émissions internationales, GesKR 2010, p. 494s.

²³ SEC v. W.J. Howey Co., 328 U.S. 293, 301 (1946) ; SEC v. Edwards, 540 U.S. 389, 394 (2004).

potentiels sis en cet État et que l'on devrait donc retenir une émission en ce lieu. En conséquence, le droit matériel suisse trouvera également à s'appliquer.²⁸ Cela étant, seule la responsabilité de l'art. 1156 al. 3 CO aura vocation à s'appliquer à une société étrangère, à l'exclusion de l'art. 752 CO.²⁹ Enfin, on peut relever que la forme de la société étrangère, en particulier si elle adopte une forme inconnue en Suisse, ne sera pas un obstacle à cette application.

Si l'investisseur lésé décide d'opter pour l'application d'un droit étranger, les dispositions du droit suisse concernant les obligations formelles et matérielles relatives au prospectus d'émission resteront néanmoins applicables par le juge à teneur de lois de police.³⁰ Ainsi, quelle que soit la situation, l'émetteur ne pourra pas faire l'économie d'une analyse de son comportement à la lumière du droit suisse.³¹

Il reste à vérifier si les ICO tombent bien dans le champ matériel de l'art. 156 LDIP en tant qu'elles se rapportent à une « émission publique de titres de participation et d'emprunt ». En ce qui concerne le premier élément de la définition, soit l'exigence d'une émission publique, il n'y a pas de doute que cela sera le cas, sauf pratique contraire d'un émetteur déterminé.³² En revanche, la qualification des ICO en tant que procédure d'émission de titres est discutable. Le champ de l'art. 156 LDIP étant conçu largement, incluant notamment les produits structurés et les parts de placement de capitaux, nous sommes d'avis que l'émission de jetons digitaux est également couverte. Cela étant, il reste que cet exercice de qualification ne peut que difficilement s'opérer dans l'abstrait, c'est-à-dire en l'absence d'une mise en rapport avec la qualification qui se fait en aval, au niveau de l'établissement de la responsabilité de l'émetteur (à ce titre voir *infra* IV.).³³

IV. Responsabilité civile des auteurs du prospectus d'émission

1. Cadre légal applicable

1.1 Importance des aspects de droit privé

Le régime de l'information obligatoire lors de l'émission publique de titres sur le marché des capitaux est actuellement ancré dans le Code des obligations. Le marché primaire, qui n'est pratiquement pas régulé, est ainsi laissé au droit privé.³⁴ Il s'agit de noter que cela sera amené à changer si le projet de loi sur les services financiers (P-LSFin) entre en vigueur, ce que nous examinons ci-dessous (voir *infra* 5.).

Actuellement, l'émission publique de valeurs mobilières, ainsi que leur négoce, n'évoluent pas dans une absence totale de régulation.³⁵ Le marché est avant tout autorégulé au niveau des infrastructures de marché, telles les bourses. Les normes édictées par l'organisme boursier se trouvent notamment dans un Règlement de cotation approuvé par l'autorité de surveillance FINMA.³⁶ En Suisse, l'essentiel du marché obligataire s'opère donc au travers des bourses. Plus particulièrement, les prospectus de cotation sont soumis à une approbation *ex ante* de l'organisme boursier avant le négoce des titres cotés en bourse. De surcroît, la régulation du marché primaire s'opère également par la surveillance prudentielle des acteurs soumis à autorisation de la FINMA.³⁷

Ce système trouve cependant ses limites dès que des levées de fonds peuvent être effectuées en outrepassant les infrastructures traditionnelles de marché, ainsi qu'en se passant des intermédiaires financiers surveillés. C'est ce qui se produit dans le cadre des ICO dans la mesure où l'émission publique de jetons

²⁸ Voir plus généralement *Schnyder/Bopp*, Kollisionsrechtliche Anknüpfung von Prospektspflicht und Prospekthaftung als Fragestellung des Internationalen Kapitalmarktrechts, in: Aktuelle Fragen des Bank- und Finanzmarktrechts, FS für Dieter Zobl, von der Crone/Forstmoser/Weber/Zäch (éd.), Zurich 2004, p. 391–405.

²⁹ BSK IPRG-Watter, art. 156 LDIP N 13–20; *Kondorosy*, Die Prospekthaftung im internationalen Privatrecht, thèse Zurich 1999, p. 11ss.

³⁰ Art. 18 LDIP; ATF 117 II 494, c. 7.

³¹ ZK IPRG-Vischer, art. 156 LDIP N 10ss.

³² *Watter* (note 29), N 22.

³³ En ce sens, voir l'analyse de droit matériel par *Guillaume/Bétrisey* (note 27), p. 496ss.

³⁴ *Bahar/Karametaxas/Tawil*, Disclosure Duties: How does Swiss Law protect minority shareholders?, in: Rapports suisses présentés au XIXe Congrès international de droit comparé, Zurich 2014, p. 216.

³⁵ *Huber/Hodel/Staub*, Praxiskommentar zum Kotierungsrecht der SWX Swiss Exchange, RC 32, 2004, N 5.

³⁶ Règlement de cotation, Six Swiss Exchange, 1^{er} mai 2017; *Chabloz*, Actionnaires dans les sociétés cotées: actions légales et gouvernance, Etude comparée, AISUF-Travaux de la Faculté de Droit de l'Université de Fribourg Band/Nr. 320, 2012, p. 266s.

³⁷ *Lombardini*, Droit bancaire suisse, Genève/Zurich/Bâle 2008, p. 647–651.

n'est pas soumise à l'autorégulation des bourses, ni à la surveillance prudentielle de ses acteurs.³⁸

Dès lors, les normes de droit privé consacrant la responsabilité civile des auteurs du prospectus d'émission trouvent tout leur intérêt.

1.2 Bases légales à considérer

Le fondement légal de la responsabilité civile relative aux informations erronées ou trompeuses dans le prospectus d'émission se trouve aux art. 752 CO (*infra* 2.) et 1156 al. 3 CO (*infra* 3.). Comme indiqué par son emplacement dans la loi, l'art. 752 CO détermine la responsabilité de l'auteur du prospectus en cas d'émission de titres de participation par une société anonyme suisse au sens de l'art. 620 CO.³⁹ En revanche, si l'émetteur est une société anonyme suisse émettant des titres obligataires, ou si l'émetteur n'est pas une société anonyme suisse et émet des titres de participation ou des titres obligataires, la responsabilité de l'auteur du prospectus est exclusivement régie par l'art. 1156 al. 3 CO.⁴⁰

La question du fondement de la responsabilité en dehors des cas d'application des art. 752 CO et 1156 al. 3 CO sera examinée à titre subsidiaire (*infra* 4.). Finalement, le transfert prévu de certaines dispositions du CO dans le P-LSFin mérite toute son attention et sera abordé à la fin de cette section (*infra* 5.).

2. Régime du prospectus d'émission selon l'art. 752 CO

En vertu de l'art. 652a CO, l'émission publique d'actions nouvelles implique la publication d'un prospectus d'émission qui doit contenir un certain nombre d'informations obligatoires. Cette obligation s'applique lorsque l'émetteur est une société anonyme suisse, laquelle émet des titres de participation.⁴¹ Le régime

de responsabilité civile fondée sur l'obligation d'émettre un prospectus au sens de l'art. 652a CO se trouve à l'art. 752 CO. Ainsi, cette dernière disposition s'applique relativement à la responsabilité des auteurs du prospectus seulement si l'émetteur est une société anonyme.⁴²

En ce qui concerne les ICO, les modèles d'affaires adoptés jusqu'ici n'ont jamais reposé sur l'utilisation d'une société anonyme suisse comme entreprise émettrice. Un tel modèle est néanmoins éventuellement envisageable. Dans un tel cas, la levée de cryptomonnaies consisterait à la libération d'apports, non en espèces, mais en nature, les monnaies cryptographiques étant des valeurs patrimoniales.⁴³ Les conditions relatives aux apports en nature devraient alors être respectées en vertu des art. 628 et 634 CO.⁴⁴ Les jetons ainsi émis seraient de réels titres de participation.

Un tel modèle ne trouvant cependant aucun attrait auprès des promoteurs d'ICO, nous ne nous attardons pas plus sur la question.

3. Régime du prospectus d'émission selon l'art. 1156 CO

3.1 Obligation d'établir un prospectus d'émission

En vertu de l'art. 1156 CO, les obligations d'un emprunt ne peuvent être mises en souscription publique que sur la foi d'un prospectus.⁴⁵ Ce régime est applicable quand l'émetteur est une société anonyme suisse contractant un emprunt auprès d'investisseurs, ainsi que lorsque l'émetteur n'est pas une société anonyme suisse et qu'elle émet des titres de participation

³⁸ Malgré le fait qu'elles sont des acteurs du marché, les entreprises Fintech ne sont pas encore adéquatement prises en compte par la législation financière : Weber, Systemstabilität : Neue Herausforderungen durch die Digitalisierung der Geschäftsmodelle, in: Aktuelle Herausforderungen des Gesellschafts- und Finanzmarktrechts, FS für Hans Caspar von der Crone zum 60. Geburtstag, Weber/Stoffel/Chenau/Sethe (éd.), Zurich 2017, p. 415.

³⁹ ATF 129 III 71, c. 2.3 ; BSK OR II-Watter, art. 752 CO N 3.

⁴⁰ Tribunal fédéral, 4C.245/1995 du 2 août 1996, SJ 1997, c. 5b, p. 108.

⁴¹ BSK OR II-Isler/Zindel, art. 652a CO N 2.

⁴² Zobl/Arpagaus, Zur Prospekt-Prüfungspflicht der Banken bei Emissionen, in: Aspekte des Wirtschaftsrechts-Festgabe zum Schweizerischen Juristentag, Walder/Jaag/Zobl (éd.), Zurich 1994, p. 195ss.

⁴³ Müller/Stoltz/Kallenbach, Liberierung des Aktienkapitals mittels Kryptowährung, Eignen sich Bitcoins und andere Kryptowährungen zur Kapitalaufbringung?, PJA 2017, p. 1322. Le Registre du commerce du canton de Zoug a d'ores et déjà accepté une libération d'apports en nature sous forme de Bitcoin : voir Blockchain & Cryptocurrency Services Zug AG, SHAB, registre journalier n° 12206 du 25 septembre 2017/CHE-173.214.388. Il s'agit de noter que cette société anonyme suisse est active dans le domaine des crypto-monnaies, mais n'a pas levé les fonds en question dans le cadre d'une ICO.

⁴⁴ CR CO II-Lombardini, art. 634 CO, N 2ss.

⁴⁵ Tribunal fédéral, 4C.245/1995 du 2 août 1996, SJ 1997 108, c. 5b.

ou des titres obligataires. Le champ de cette disposition s'étend à la mise en souscription publique des obligations d'un emprunt. Selon la doctrine, la définition de la souscription publique de l'art. 652a al. 2 CO est applicable.⁴⁶ Ainsi, l'appel de souscriptions est public dès lors qu'il ne s'adresse pas à un cercle limité de personnes.⁴⁷

Dans le cadre des ICO, l'émetteur peut être une entreprise virtuelle non inscrite au registre du commerce. Une telle entreprise, ayant comme objectif la levée de fonds afin de financer un projet, exerce certainement une entreprise en la forme commerciale. Si une telle entreprise commerciale regroupe des membres étant des personnes physiques aussi bien que des personnes morales – éventuellement une fondation au sens du CC, elle serait à qualifier en tant que société simple au sens des art. 530ss du CO.⁴⁸ Cela étant, dans les modèles existant actuellement sur le marché, les investisseurs souscrivant les jetons émis ne participent pas suffisamment à la formation de volonté de la société afin d'être considérés comme des membres ayant acquis de véritables parts sociales. Les investisseurs acquièrent plutôt une forme de créance envers l'entreprise.

Il s'agit ensuite d'analyser la qualification juridique des jetons ainsi émis afin de déterminer s'ils équivalent à des obligations d'emprunt au sens de l'art. 1156 al. 1 CO.⁴⁹ La notion des obligations d'un emprunt n'est pas définie précisément de sorte que le champ d'application de la disposition n'est pas clairement délimité.⁵⁰ Selon la doctrine, il s'agit d'un terme générique englobant tout type d'obligations aussi longtemps que lesdites obligations incorporent une créance portant sur une prestation en argent.⁵¹ Les

caractéristiques de l'obligation sont sans pertinence de sorte à comprendre les investissements dont les termes contractuels ne stipulent ni remboursement ni taux d'intérêt.⁵² De cette interprétation littérale résulte l'idée que tout type de créances peut entrer dans le champ d'application de l'art. 1156 CO.

Cependant, l'interprétation systématique de la disposition requiert de prendre en compte son emplacement dans le CO. La Cinquième partie est consacrée aux papiers-valeurs. Ainsi, le CO ne réglemente pas le droit des titres de manière globale, mais s'occupe avant tout des papiers-valeurs en réglant quelques effets de divers titres tels les titres de créance.⁵³ L'art. 1156 CO fait partie du titre trente-quatrième, lequel fixe le régime des emprunts par obligations. La théorie générale des papiers-valeurs a peu à peu été élargie à l'ensemble des titres, en particulier aux titres de créances.⁵⁴ Cette systématique indique la nécessité d'un titre pour être en présence d'une obligation d'un emprunt.⁵⁵

Le titre peut également être dématérialisé. La notion est définie à l'art. 973c CO comme se référant à des droits ayant la même fonction que des papiers-valeurs. La légitimation du détenteur du droit-valeur s'opère grâce à l'inscription dans un registre. Ainsi, l'inscription au registre des droits-valeurs saisit le droit émis au même titre que l'incorporation d'un droit dans un papier-valeur.⁵⁶ La conception du registre est fondée sur le fait que le registre est tenu par le débiteur du droit et que le registre n'est pas public. Selon une partie de la doctrine, étant donné que l'art. 973c CO est de nature dispositif, la création de droits-valeurs par d'autres normes contractuelles ou sociétaires reste envisageable.⁵⁷ L'art. 973c CO est ainsi à la frontière du droit des obligations et des droits réels.

De surcroît, la notion de créance est à comprendre dans un sens large, recouvrant toute relation juridique mettant en présence un ayant droit et une per-

⁴⁶ L'art. 1156 al. 2 CO renvoie à l'art. 652a CO; *Schleiffer/Fischer*, *Prospektfreie Platzierungen*, in: *Kapitalmarkttransaktionen*, Reutter/Werlen (éd.), Zurich 2010, p. 139.

⁴⁷ Voir *Böckli*, *Schweizer Aktienrecht*, 4^e éd., Zurich/Bâle/Genève 2009, N 103, p. 236; *OFK-Schaller/Kessler*, art. 652a CO N 1–4, p. 113s.

⁴⁸ *BK-Fellmann/Müller*, art. 530 CO N 9s; *Schütz*, *Personengesellschaftsrecht* (Art. 530–619 OR), Berne 2015, p. 202–204.

⁴⁹ Sur la notion d'emprunt par obligations, Tribunal fédéral, 4C.245/1995 du 2 août 1996, SJ 1997 108ss, c. 5a.

⁵⁰ *Thévenoz*, *Produits structurés: faut-il réglementer*, in: *Journée 2005 de droit bancaire et financier*, Thévenoz/Bovet (éd.), Zurich 2006, p. 65.

⁵¹ *Lombardini*, *La protection de l'investisseur sur le marché financier*, Genève/Zurich/Bâle 2012, p. 355; *CR CO II-Zufferey*, art. 1156 CO N 15.

⁵² *Idem*, N 57.

⁵³ *ZK-Jäggi*, art. 965 CO N 52.

⁵⁴ *Petitpierre*, *Les papiers-valeurs*, in: *Traité de droit privé suisse*, von Büren (éd.), Bâle 2006, p. 158ss.

⁵⁵ *Meier-Hayoz/von der Crone*, *Wertpapierrecht*, 2^e éd., Berne 2000, p. 3ss.

⁵⁶ *CR CO II-Bohnet*, art. 973c CO N 12.

⁵⁷ *Bertschinger*, *Das Wertrechtbuch gemäss Art. 973c Obligationenrecht*, in: *Law & Economics: FS für Peter Nobel zum 70. Geburtstag*, Waldburger et al. (éd.), Berne 2015, p. 311.

sonne tenue à quelque chose, découlant de relations obligationnelles ou de rapports de sociétariat.⁵⁸ Le titre de créance est un moyen de preuve facilitant les rapports entre débiteur et créancier, permettant le créancier de faire valoir son droit plus aisément.⁵⁹ Les titres constatent toujours des droits. Néanmoins, tous les titres ne constatent pas des droits réels.⁶⁰ Les titres peuvent également constater des droits de créance ou de sociétariat.

En ce qui concerne les ICO, les jetons digitaux émis n'étant de toute évidence pas des papiers-valeurs, il s'agit de se concentrer sur leur qualification potentielle en tant que droits-valeurs. Les jetons digitaux peuvent être émis en masse sur le marché hors du champ des droits réels. L'utilisation de la technologie *blockchain* implique généralement que le registre est décentralisé et public. Le législateur n'avait pas prévu la possibilité que la légitimation puisse s'effectuer au moyen de données détenues ainsi. La détention de jetons ne correspond ainsi pas à l'idée des droits-valeurs au sens de l'art. 973c CO. Le CO n'a de ce fait pas été aménagé pour accueillir un bien *sui generis* tel les jetons existant uniquement au travers de la *blockchain*.

Malgré le fait que les jetons digitaux ne sont pas des droits-valeurs au sens de l'art. 973c CO, ils peuvent néanmoins être qualifiés comme des formes de créances envers leur émetteur. Il s'agit de les considérer comme des créances non incorporées dans un titre. Les jetons évoluent hors du droit des titres tel que conçu traditionnellement. Pourtant, dans la pratique, l'insécurité juridique quant à la qualification des valeurs digitales échangées sur le marché ne fait d'ores et déjà pas obstacle au négoce de jetons. La légitimation du créancier intervient simplement par son inscription dans un registre décentralisé. À ce titre, cette nouvelle réalité digitale peut être appréhendée sans que les jetons trouvent leur place dans le champ des droits réels. Pour aller plus loin dans ce sens, il suffit de reconnaître leur nature de créances négociables les assimilant à des obligations d'un emprunt au sens de l'art. 1156 CO.

Il ne serait donc pas disproportionné de requérir des entreprises digitales qu'elles publient un prospectus contenant des informations visant à la protection

des investisseurs ainsi qu'au bon fonctionnement du marché. Les exigences de l'art. 1156 CO sont relativement aisées à remplir – en tout cas d'un point de vue de droit comparé. Au vu des considérations qui précèdent, et malgré le fait que l'art. 1156 CO ne puisse pas être directement appliqué, il y a donc lieu d'envisager son application par analogie.

3.2 Indications à mentionner dans le prospectus d'émission

Au vu d'un besoin de transparence, un degré minimum d'informations pertinentes doit être communiqué aux investisseurs afin que ceux-ci puissent prendre leur décision de manière éclairée.⁶¹ Il y a lieu de se demander comment traduire les exigences de la loi dans l'univers des ICO. L'art. 1156 al. 2 CO renvoie à l'art. 652a CO, lequel est applicable par analogie. En vertu de l'art. 652a al. 1 ch. 1 à 7 CO, les indications à mentionner sont les suivantes :

- Ch. 1 : Le contenu de l'inscription figurant au registre du commerce, à l'exception des indications concernant les personnes autorisées à représenter la société.⁶² Dans le cadre des obligations d'un emprunt, ce chiffre n'est pas directement applicable dans le cas où l'émetteur est par exemple une société en voie de constitution, dès lors pas encore inscrite au registre du commerce. Dans un tel cas, d'une application par analogie résulte l'exigence de mentionner les indications correspondantes, à savoir les informations matérielles que le registre du commerce ne peut pas livrer au sujet de la personne de l'émetteur.⁶³ Dans le cadre d'une ICO, l'application de ce principe dépendra des circonstances de l'espèce. Si l'ICO est émise par une société enregistrée, ou si une fondation est établie pour recevoir les fonds, les informations correspondantes devraient être fournies par analogie. Par contre, dans des constellations de fait moins claires – par exemple lorsque l'émetteur n'est pas une personne morale unique mais une entreprise virtuelle répondant matériellement des caractéristiques d'une société simple – on peut néanmoins maintenir que l'idée derrière ce chiffre 1 devrait

⁵⁸ CR CO II-Bohnet, art. 965–973c CO N 12.

⁵⁹ *Idem*, N 20.

⁶⁰ *Idem*, N 8.

⁶¹ Voir Watter, Investorenschutz im Kapitalmarktrecht, PJA 1997, p. 280s.

⁶² CR CO II-Urben/Zen-Ruffinen, art. 652a CO N 7.

⁶³ Zufferey (note 51), N 43s.

- être maintenue. Il s'agira alors de mentionner les indications possibles sur l'émetteur ainsi que ses constituants : but de l'entreprise virtuelle, nom des administrateurs – notamment fondateurs, promoteurs – qui répondent personnellement de l'emprunt, nom du réviseur ou plutôt le fait qu'il n'y a pas de réviseur, dispositions contractuelles dont le contenu correspond à des dispositions statutaires.
- Ch. 2 : Le montant et la composition actuelle du capital-actions avec la mention du nombre, de la valeur nominale et de l'espèce des actions, ainsi que des privilèges attachés à certaines catégories d'entre elles. Transposée au monde des ICO, on peut penser à une exigence par analogie de la capitalisation des entités responsables de la levée de fonds, ainsi que de la hauteur et de la source des fonds qui ont déjà été récoltés pour le projet sujet de l'ICO. Si des jetons ont déjà été émis, leur nombre, valeur et fonction devraient également être mentionnés.
 - Ch. 3 : les dispositions statutaires concernant l'augmentation autorisée ou conditionnelle du capital-actions. En ce qui concerne les ICO, il existe en pratique de grandes incertitudes sur ce point, les émetteurs restant libres de « changer les règles du jeu » à leur bon gré, quelque fois même au cours de l'ICO même. L'indication des plans de l'émetteur concernant le nombre ainsi que les modalités de levées de fonds futures serait souhaitable au vu de cette disposition légale.
 - Ch. 4 : les informations relatives aux bons de jouissance. En ce qui concerne les ICO, il faut indiquer ce qui a été attribué à des personnes liées à la société notamment des détenteurs de jetons déjà en circulation, des créanciers, des employés ou des personnes liées à l'entreprise à un titre analogue. Il y a lieu d'indiquer le contenu des droits attachés.
 - Ch. 5 : Les derniers comptes annuels et comptes de groupe avec les rapports de révision. Les indications pertinentes sont celles qui mettent en lumière les états financiers de l'émetteur. L'émetteur qui ne peut pas remplir ces exigences doit faire état de comptes effectifs ou, en l'absence de comptes, en expliquer les raisons. Cette exigence ne sera pas difficile à appliquer aux ICO levées par des sociétés ; pour des projets plus diffus, il semble important néanmoins que ces informations relatives à la tenue des comptes des personnes liées au projet soient communiquées.
 - Ch. 6 : les dividendes payés pendant les cinq dernières années ou depuis la fondation. En ce qui concerne les ICO, l'exigence requiert un compte-rendu des droits afférant aux jetons émis, et en particulier s'ils sont échangeables sur le marché secondaire, s'ils donnent droit à des parts sur le bénéficiaire ou à d'autres avantages sur la plateforme de l'émetteur. En cas de plusieurs ICO successives, un compte-rendu détaillé de l'émission des jetons passés ainsi que des distributions éventuelles de revenus ou d'autres plus-values devrait être fourni.
 - Ch. 7 : La décision relative à l'émission d'actions nouvelles. Pour les obligations d'un emprunt, il s'agit de la décision relative à l'émission de l'emprunt. En ce qui concerne les ICO, il s'agit de faire part aux investisseurs de la décision d'émettre des jetons. La date de la décision est importante.⁶⁴ Les investisseurs doivent savoir combien de jetons sont émis et connaître les informations essentielles quant à la souscription. Sous l'empire de la pratique actuelle, ces informations, même lorsqu'elles figurent dans un *white paper* d'ICO, ne sont pas contraignantes pour l'émetteur, tant et si bien que certaines ICO peuvent décider d'émettre plus ou moins de jetons que prévu.
- De surcroît, l'art. 1156 al. 2 CO formule des exigences supplémentaires pour les obligations d'un emprunt comme suit : le détail des conditions de l'emprunt, notamment en ce qui a trait aux intérêts, au remboursement, aux garanties particulières prévues pour les obligations et, le cas échéant, à la représentation de la communauté des créanciers. En ce qui concerne les ICO – et comme déjà relevé ci-dessus – il s'agira d'éclairer les investisseurs quant aux détails des droits et plus-values espérées par l'ICO.
- Une caractéristique saillante des ICO tient au fait qu'elles sont levées pour soutenir des projets particuliers, plutôt que des sociétés en tant que telles. Et, comme vu dans l'exemple de l'échec de Tezos mentionné en introduction, l'une des faiblesses particulières du modèle des ICO provient du manque de transparence des émetteurs en relation avec les

⁶⁴ *Idem*, N 44.

produits qu'ils entendent financer via la levée de fonds. Un aspect primordial du prospectus consiste donc en la communication d'informations précises sur l'état d'avancement du projet soutenu ; et notamment avec un échéancier de *milestones* réaliste et contraignant. Lorsque le projet consiste en une plateforme informatique, l'accès aux investisseurs à une version de démonstration de celle-ci serait par exemple un bon étalon.

3.3 Responsabilité fondée sur l'obligation d'établir un prospectus d'émission

3.3.1 Les notions de prospectus et d'informations inexactes ou trompeuses

Si le juge civil considère le prospectus comme obligatoire, que ce soit par une application directe ou par analogie de l'art. 1156 CO, le régime de responsabilité civile est prévu à l'art. 1156 al. 3 CO. Si le prospectus n'est pas obligatoire, la responsabilité civile en vertu de l'art. 1156 al. 3 CO peut néanmoins être fondée sur la base des informations que le prospectus établi de manière volontaire contient.⁶⁵ Ainsi, dans les cas où le prospectus n'est pas obligatoire en vertu d'une base légale explicite, il peut tout de même y avoir une responsabilité sur la base des informations inexactes ou trompeuses que les communications faites au public contiennent, mais ses auteurs ne peuvent pas se voir reprocher de ne pas être exhaustifs.⁶⁶ Au-delà, il y a lieu de recourir à d'autres sources de responsabilité telles que l'art. 41 CO ou la *culpa in contrahendo*.

L'art. 1156 al. 3 CO se réfère aux assertions inexactes ou contraires aux exigences de la loi dans le prospectus. En outre, l'art. 752 CO se réfère explicitement au prospectus d'émission ou à des documents analogues. Etant donné que les dispositions concernant le prospectus pour l'émission d'actions sont applicables par analogie, il y a lieu de retenir la même définition du prospectus d'émission dans le cadre de l'art. 1156 al. 3 CO. Il s'agit d'un terme générique englobant toutes les assertions communiquées au public, peu importe la terminologie utilisée ou le support.

À notre avis, le prospectus devrait être obligatoire dans le cadre d'émissions publiques de jetons

dans la mesure où les jetons sont à qualifier comme de véritables investissements. Les auteurs d'une ICO communiquent des informations au public afin de solliciter des investisseurs intéressés à souscrire les jetons émis. Les assertions faites dans un *white paper* ainsi que via les réseaux sociaux (*slack, reddit, twitter, facebook, youtube*) sont assimilables à un prospectus. Si le juge civil considère le prospectus comme non obligatoire, l'offre de jetons digitaux à des investisseurs reste en grande partie assimilable à une émission publique de titres. Il y a dans tous les cas une responsabilité des auteurs pour les assertions incorrectes ou trompeuses. Afin d'éviter d'engager leur responsabilité, les promoteurs d'ICO seraient incités à communiquer le moins d'information possible aux investisseurs. Réduire le niveau d'informations accessibles n'est jamais dans l'intérêt du marché. Dès lors, il est préférable de considérer le prospectus comme obligatoire.

3.3.2 Légitimation passive

L'attrait du régime spécial de la responsabilité civile des auteurs du prospectus d'émission réside dans la possibilité de se retourner contre un cercle de défendeurs potentiels plus grand que selon le régime général de l'art. 41 CO. En effet, il permet d'engager la responsabilité solidaire de toutes les personnes qui ont contribué à la rédaction et à la diffusion du prospectus.

L'émetteur rentre de toute évidence dans le cercle des personnes visées par une action devant le juge civil. L'action en responsabilité interviendra toutefois à un moment où les affaires de l'émetteur auront certainement mal tourné. Dès lors, il est intéressant de pouvoir se retourner contre un acteur qui a les poches mieux garnies. Dans le cas d'émission de titres, les organes de l'émetteur, les banques, les réviseurs ayant contribué à la rédaction du prospectus ainsi que les avocats ayant produit une expertise sont des défendeurs potentiels de l'action en responsabilité.⁶⁷ Dans le cadre des ICO, les intermédiaires financiers traditionnels ne jouent aucun rôle. S'opère un processus de désintermédiation financière où les promoteurs d'ICO se targuent de lever des fonds en outrepassant les grands acteurs du marché des capitaux. On pour-

⁶⁵ *Gnos*, Prospekthaftung/Haftung gegenüber Investoren, in: *Entwicklungen im Gesellschaftsrecht IX*, Kunz/Jörg/Arter (éd.), Berne 2014, p. 104s ; *Zufferey* (note 51), N 85.

⁶⁶ BSK Wertpapierrecht-Watter, art. 1156 CO N 26.

⁶⁷ *Daeniker/Waller*, Due Diligence Defense der Banken bei Prospekthaftungsansprüchen, in: *Kapitalmarkttransaktionen*, Reutter/Werlen (éd.), Zurich 2006, p. 66.

rait dès lors s'interroger sur l'intérêt pratique de l'offre élargie de défendeurs offerte par le régime spécial.

On peut tout de même observer que l'univers des ICO reprend petit à petit les caractéristiques du marché des capitaux avec l'apparition d'acteurs analogues aux intermédiaires financiers traditionnels. Les fondateurs d'une entreprise virtuelle recourent de plus en plus aux qualités d'experts renommés en ICO afin de rendre leurs appels de fonds attrayants pour le public. D'autres acteurs interviennent dans la promotion du projet. Cela s'avère notamment dans les cas où un programme de *bounty* récompense les acteurs ayant participé à la promotion de l'ICO. Les fonds passent éventuellement par un tiers indépendant avec lequel l'émetteur conclut un *escrow agreement*. Un *escrow agent* est en principe un professionnel accrédité – par exemple un avocat ou un réviseur – assurant le bon déroulement de l'ICO. Tous ces acteurs ont la légitimation passive dans la mesure où ils ont contribué à la rédaction ou la diffusion du prospectus d'émission, à savoir s'ils ont participé à la communication des informations relatives à l'ICO auprès du public.

3.3.3 Dommage, lien de causalité et légitimation active

L'investisseur lésé doit démontrer le lien de causalité entre l'assertion erronée ou l'indication trompeuse dans le prospectus et le dommage qu'il a subi. Le dommage consiste en la perte de la valeur de l'investissement causée à l'investisseur s'étant fié au prospectus inexact. Un attrait du régime spécial de l'art. 1156 al. 3 CO réside dans l'assouplissement de ce lien de causalité. La jurisprudence a établi le fait qu'il suffit de démontrer la vraisemblance prépondérante.⁶⁸ Le simple fait que l'investisseur lésé n'a pas lu le prospectus n'interrompt ainsi pas forcément le lien de causalité.⁶⁹

Cet élément est étroitement lié à la qualité pour agir, l'investisseur devant établir le lien de causalité entre les assertions inexactes ou trompeuses et la dé-

cision d'investissement.⁷⁰ La légitimation active appartient non seulement aux souscripteurs originaires de l'emprunt, mais également aux acquéreurs subséquents. Toutefois, plus l'acquéreur a acquis les obligations à une date ultérieure à la publication du prospectus, plus les chances augmentent que le lien de causalité soit finalement interrompu.⁷¹ Reste pour l'investisseur d'apporter la preuve de sa propriété des obligations litigieuses, et ce en l'absence de présomption au sens de l'art. 930 al. 1 CC.⁷²

En ce qui concerne les ICO, il en va de même que pour l'émission publique de tout titre obligataire. L'investisseur lésé peut se contenter d'établir la vraisemblance prépondérante entre les assertions erronées ou trompeuses dans le *white paper* et le dommage subi suite à la décision d'investissement consécutive. Non seulement les souscripteurs originaires des jetons mais également les investisseurs ayant acquis les jetons ultérieurement sur le marché secondaire ont qualité pour agir. La difficulté se fera au niveau de l'apport de la preuve de la propriété des jetons.⁷³

3.3.4 Faute

La loi requiert la faute de l'auteur du prospectus. Le préjudice peut être causé intentionnellement ou par négligence. Une violation du devoir de diligence suffit à remplir l'élément de faute. La jurisprudence relève une responsabilité pour le risque que les auteurs du prospectus font courir au public.⁷⁴ La doctrine dominante rejette la possibilité d'une exonération ou limitation conventionnelle de la responsabilité des auteurs du prospectus, les dispositions en question étant de nature impérative.⁷⁵ Dès lors, une clause limitant la responsabilité des auteurs à leur faute grave ne serait pas valable. En ce qui concerne le fardeau de la preuve, la question est controversée en doctrine. Selon une partie de la doctrine, la faute est présu-

⁶⁸ ATF 132 III 715, c. 3; Tribunal fédéral, 4C.136/2006 du 28 août 2006, c. 2.1.

⁶⁹ *Noth/Grob*, Rechtsnatur und Voraussetzungen der Prospekthaftung, PJA 2002, p. 1455; *contra Böckli* (note 47), N 20 et 36; *Daeniker/Waller*, Kapitalmarktbezogene Informationspflichten und Haftung, in: *Verantwortlichkeit im Unternehmensrecht*, Weber (éd.), Zurich 2003, p. 78.

⁷⁰ ATF 131 III 306 c. 2.1.

⁷¹ Tribunal fédéral, 4C.111/2004 du 9 novembre 2005, c. 3.2.2; *Chammartin/von der Crone*, Kausalität in der Prospekthaftung, RSDA 2006, p. 457.

⁷² Tribunal fédéral, SJ 1997 108, c. 6.

⁷³ *Wagner/Weber*, Corporate Governance auf der Blockchain, RSDA 2017, p. 69.

⁷⁴ ATF 129 III 71, c. 2.5.

⁷⁵ *Watter*, Prospekt(haft)pflicht heute und morgen, PJA 1992, p. 48–60; *Zufferey* (note 51), N 68; *Noth/Grob* (note 69), p. 1454.

mée.⁷⁶ Cela n'a pas vraiment d'importance en pratique étant donné le fait que la pratique se fonde sur une appréciation objective du concept de faute, de sorte que la violation objective du devoir de diligence suffit.⁷⁷

Dans le cadre des ICO, étant donné le manque de professionnalisme existant à l'heure actuelle sur le marché, les premiers cas amenés devant les tribunaux ne devraient pas rencontrer de difficultés lorsqu'il s'agit d'apporter l'élément de faute.

4. Recours au régime général selon l'art. 41 CO

Dans l'hypothèse selon laquelle le régime spécifique de la responsabilité des auteurs du prospectus d'émission n'est pas applicable, se pose la question du recours à d'autres sources de responsabilité. Ainsi, les règles générales s'appliquent subsidiairement. Il y a lieu d'analyser les éléments de la responsabilité délictuelle au sens de l'art. 41 CO. La première difficulté rencontrée est la présence d'un dommage purement économique.⁷⁸ Selon la théorie objective de l'illicéité, il faudrait une norme protectrice particulière, par exemple provenant des dispositions du Code pénal.⁷⁹ En ce sens, la jurisprudence reconnaît une illicéité de comportement en matière d'informations inexacts quand la personne qui donne le renseignement peut reconnaître que le renseignement peut avoir d'importantes conséquences pour le destinataire et que la transmission d'un renseignement erroné viole son obligation d'agir de bonne foi et avec diligence.⁸⁰

Au-delà de cet obstacle, les autres éléments de l'art. 41 CO ne sont pas chose aisée à prouver pour l'investisseur lésé. Les exigences quant à la preuve du lien de causalité entre l'acte illicite et le dommage sont difficiles à remplir. La qualité pour agir ainsi que la qualité pour défendre sont moins étendues que dans le contexte du régime spécial étudié ci-dessus.

La preuve de la faute est également plus difficile à amener. A titre d'exemple, la responsabilité civile des auteurs du prospectus n'a pas été engagée dans un arrêt où le Tribunal fédéral a retenu le régime général en relation avec un placement privé.⁸¹

Hormis l'art. 41 CO, d'autres sources à envisager sont la responsabilité précontractuelle (*culpa in contrahendo*), voire la responsabilité fondée sur la confiance.⁸² Les éléments sont dans tous les cas plus difficiles à prouver que dans le cas d'une responsabilité fondée sur l'obligation d'établir un prospectus d'émission.

En cas d'action devant le juge civil suite à une ICO qui tourne mal, l'investisseur fondant la responsabilité sur le régime général ne pourra pas actionner un cercle de défendeurs suffisamment grand. Il rencontrera un cercle suffisamment grand de défendeurs également des difficultés en ce qui concerne la preuve de l'élément de causalité.

5. Nouveau régime de responsabilité selon l'art. 72 P-LSFin

La réforme financière prévoit de transférer les dispositions du CO concernant le prospectus d'émission dans la LSFin. La nouvelle norme consisterait à requérir l'approbation d'un prospectus d'émission pour l'émission de valeurs mobilières. De véritables exigences prudentielles rapprocheraient le droit suisse des émissions du droit de l'Union européenne (UE) et des standards internationaux, lesquels connaissent d'ores et déjà le contrôle *ex ante* du prospectus par une autorité de surveillance.⁸³ L'adoption du projet

⁸¹ Tribunal fédéral, 4C.20/2005 du 21 février 2006, c. 4.1s.

⁸² ATF 121 III 350, c. 6c; *Contratto*, Konzeptionelle Ansätze zur Regulierung von Derivaten im schweizerischen Recht, AISUF-Travaux de la Faculté de droit de l'Université de Fribourg Band/Nr. 251, Zurich/Bâle/Genève 2006, p. 342.

⁸³ Le droit de l'UE a récemment été modifié avec l'adoption du Règlement de l'UE du 14 juin 2017, abrogeant la Directive Prospectus de 2003 : Règlement (UE) 2017/1129 du Parlement européen et du Conseil du 14 juin 2017 relatif au prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de valeurs mobilières à la négociation sur un marché réglementé, et abrogeant la directive 2003/71/CE, JO 2017, L 168/12; *Bösch*, Neues Prospektrecht gemäss E-FIDLEG : Schnittstellen – Gereimtes und Ungereimtes – Verpasste Chancen, in: Aktuelle Herausforderungen des Gesellschafts- und Finanzmarktrechts, FS für Hans Caspar von der Crone zum 60. Geburtstag, Weber/Stoffel/Chenau/Sethe (éd.), Zurich 2017, p. 504.

⁷⁶ *Idem*, p. 1454s; *contra* CR CO II-Corboz/Aubry Girardin, art. 752 CO N 31.

⁷⁷ ZK OR-Bürgi/Nordmann-Zimmermann, art. 752 CO N 15; *Corboz/Aubry Girardin* (note 76).

⁷⁸ CR CO I-Werro, art. 41 CO N 20.

⁷⁹ *Watter/Reichenberg*, La responsabilité des sociétés cotées en bourse liée à leurs communications financières défailtantes, PJA 2005, p. 975s.

⁸⁰ *Guyaz/Vautier Eigenmann*, Le dommage purement économique, in: *Le dommage dans tous ses états*, Werro/Pichonaz (éd.), Berne 2013, p. 206.

LSFin donnerait ainsi lieu à une obligation de soumettre le prospectus d'émission à un contrôle préalable par une autorité administrative avant la publication de l'offre de valeurs mobilières au public.

5.1 Obligation de publier un prospectus d'émission

Avec le nouveau projet de loi, l'obligation de publier un prospectus serait inscrite à l'art. 37 P-LSFin. Les indications à fournir dans le prospectus seraient plus détaillées que dans le régime actuel.⁸⁴ A l'instar du Règlement de l'UE, la disposition se réfère à la notion de valeurs mobilières. Cette notion est d'ores et déjà définie dans la loi fédérale sur les infrastructures des marchés financiers (LIMF). Sont inclus les papiers-values, les droits-values, les dérivés et les titres intermédiaires.⁸⁵ L'art. 3 let. c du P-LSFin reprend à la lettre cette définition de la LIMF. Cette notion de valeurs mobilières se recoupe en partie avec la notion d'obligations d'emprunt au sens de l'art. 1156 CO. Il y a lieu ici de considérer les différences qui en résulteraient à l'entrée en vigueur de la LSFin.

Avant tout, avec le P-LSFin, l'obligation de publier un prospectus s'étendrait explicitement aux produits dérivés, ce qui aurait l'avantage d'éclaircir le régime actuel.⁸⁶ Alors que la doctrine répond majoritairement par la négative sous l'empire de l'art. 1156 CO, les fournisseurs de produits dérivés se verraient contraints à publier un prospectus. Cela correspond à la tendance internationale. L'art. 2 let. c de la LIMF dispose que les dérivés sont des contrats financiers dont la valeur fluctue en fonction d'un ou de plusieurs actifs sous-jacents et qui ne sont pas des opérations de caisse. Le législateur procède à une distinction entre les contrats financiers – tels que les options ou les *swaps* – et les titres financiers – tels que les *warrants*. La notion des dérivés est expressément restreinte aux contrats financiers.⁸⁷ L'ordonnance fédérale sur l'infrastructure des marchés financiers (OIMF) précise la notion d'actifs sous-jacents avec

une liste exemplative⁸⁸. Ce sont, notamment, les actions, les obligations, les matières premières, les métaux précieux ou les cours des monnaies légales.⁸⁹ L'OIMF contient en outre une liste d'exclusion permettant de réduire le champ d'application des règles sur les dérivés.⁹⁰

En ce qui concerne les jetons digitaux, il s'agit de se demander dans quelle mesure ils peuvent être qualifiés de produits dérivés afin d'évaluer les chances qu'ils soient qualifiés de valeurs mobilières, lesquelles seraient sujettes à l'obligation de publier un prospectus d'émission sous l'empire de la nouvelle LSFin. Il semble possible de les qualifier de dérivés et notamment si leur actif sous-jacent se réfère au cours d'une monnaie légale ou à des métaux précieux. Par exemple, les V-Coins émis par la société Animax United LP sont représentés dans leur *white paper* y afférant comme des jetons digitaux adossés à la valeur intrinsèque de métaux précieux et monnaies légales.⁹¹ Le promoteur du projet décrit les V-Coins comme une monnaie cryptographique hybride. Si les métaux précieux et monnaies légales mentionnées sont des actifs sous-jacents, les jetons émis par Animax United LP seraient à qualifier en tant que produits dérivés.

Un autre exemple d'une qualification potentielle en tant que produits dérivés est tiré de l'affaire Tezos. Les fondateurs de l'entreprise Tezos ont opté pour un nouveau modèle ayant émergé dans l'univers des ICO.⁹² L'idée est de développer le projet en deux étapes. Dans la première phase, des contrats à terme entre l'émetteur et les investisseurs sont conclus. Cette phase vise à lever des fonds en vue de développer une plate-forme. Dans la seconde phase, de véritables jetons sont émis au moment où la plate-forme est opérationnelle. Ces jetons sont des *utility tokens* dans le sens où ils consistent en la vente de services – illustrant la deuxième tendance observée chez les ICO (voir *supra* II.). L'idée derrière ce modèle est d'échapper à la qualification des jetons en tant que

⁸⁴ *Schleiffer/Schärli*, Ein Überblick über das künftige Finanzdienstleistungsgesetz und Finanzinstitutsgesetz, GesKR 2014, p. 340s.

⁸⁵ Art. 2 let. b de la loi fédérale sur les infrastructures des marchés financiers du 19 juin 2015 (LIMF).

⁸⁶ Pour l'absence de disposition explicite dans le CO, voir *Contratto* (note 82), p. 270; *Bösch*, Das neue Schweizer Prospektrecht gemäss E-FIDLEG – eine Bestandaufnahme und erste Würdigung, RDS 2016, p. 88.

⁸⁷ Art. 2 let. c LIMF; art. 2 al. 2 OIMF.

⁸⁸ *Müller/Mignon*, La qualification juridique des tokens: aspects réglementaires, GesKR 2017, p. 491.

⁸⁹ Art. 2 al. 2 let. a et b OIMF.

⁹⁰ Art. 2 al. 3 let. a, b et c OIMF.

⁹¹ V-Coins Hybrid Cryptocurrency, White Paper ICO, 2017, p. 4.

⁹² *Batiz-Benet/Santori/Clayburgh*, The Saft Project: Toward a Compliant Token Sale Framework, 2 octobre 2017, p. 3ss.

securities au regard du droit américain.⁹³ Cependant, sous l'angle du droit suisse, l'actif sous-jacent consistera en des jetons qui seront émis lors de la mise en route de la plate-forme. La liste des sous-jacents au sens de l'OIMF étant exemplative, même des jetons conçus en tant que carburants d'une plate-forme peuvent éventuellement être conçus comme des actifs sous-jacents.

Aussi, à notre avis, la représentation des contrats à terme en tant que donations ne pourra pas faire obstacle à la qualification de l'investissement en tant que produits dérivés, étant donné que la définition de la notion suit une approche fonctionnelle. Ainsi, à l'entrée en vigueur du P-LSFin, il sera bien plus clair que les types d'ICO utilisant des produits dérivés pour la levée de fonds nécessiteront la publication d'un prospectus d'émission approuvé par l'organisme de contrôle compétent.

De surcroît, les titres intermédiés sont un des quatre types de valeurs mobilières qui seraient soumises à l'obligation de publier un prospectus d'émission sous l'empire de la LSFIn. Avec la révolution technologique liée aux systèmes informatisés, en vertu du régime relatif aux titres intermédiés, il n'y a plus besoin de transférer le titre physique pour transférer la propriété du titre, mais les titres émis peuvent être confiés à un dépositaire central, le transfert étant concrétisé par une passation d'écritures comptables sur des comptes de titres. Ainsi, des constructions juridiques peuvent libérer le droit incorporé des contraintes imposées par son support matériel, ce avec le maintien de son cadre juridique traditionnel. Cependant, la loi sur les titres intermédiés (LTI) ne s'applique pas si les papiers-valeurs ne sont pas conservés par des dépositaires, partant du principe que les comptes ne peuvent offrir une réelle garantie de justesse et de fiabilité que si les titres sont détenus auprès de dépositaires réglementés et soumis à une surveillance prudentielle.⁹⁴ Dès lors, les jetons émis lors d'une ICO ne peuvent pas répondre à la qualification

de titres intermédiés. Le législateur n'a pas encore assimilé l'idée de la tenue d'un registre décentralisé où les données sont stockées à de multiples endroits. Néanmoins, le fait qu'il est techniquement possible de créer un environnement décentralisé mais fiable remet en cause le principe selon lequel il faut avoir recours à des dépositaires centraux pour y procéder.⁹⁵

En guise d'aparté, il est ainsi permis de se poser la question si la révolution technologique nous amènera plus loin, à savoir l'acceptation d'une décentralisation, la technologie de la *blockchain* permettant une détention décentralisée garantissant la fonction de sécurité des transactions. À notre sens, l'élément crucial de la notion de valeurs mobilières réside en la fongibilité de la créance. La disposition se réfère à des titres standardisés susceptibles d'être diffusés en grand nombre sur le marché. Cela permet leur négociabilité. Avec le négoce de jetons, il y a lieu d'accepter l'idée qu'il est possible de créer des créances fongibles sans émettre de titre de créance. L'émission de jetons détenus grâce à la technologie de la *blockchain* est tout aussi propice à faciliter le négoce de jetons. Dès lors, il est malavisé d'englober seules les créances incorporées dans un titre dans cette définition. Il faudrait comprendre d'autres types de créances pour autant que leur fongibilité soit garantie.

Du point de vue des modifications entraînées par le transfert des dispositions du CO dans le P-LSFin, il y a lieu de mentionner également les exceptions au sens des art. 38–39 P-LSFin, lesquelles restreindraient notablement le champ d'application de l'obligation d'émettre un prospectus. Avant tout, l'art. 38 al. 1 let. e P-LSFin prévoit un seuil en ce qui concerne la valeur totale de l'offre au public. Ce changement est significatif étant donné qu'il n'y a pas de seuil dans le CO. La hauteur du seuil sera débattue devant le Parlement lors de la phase d'élimination des divergences. La version du Conseil fédéral prévoit un seuil de CHF 100'000. Quant au Conseil national, il a voté pour un seuil de CHF 2,5 millions lors de la séance du 13 septembre 2017. De son côté, la Commission de l'économie et des redevances du Conseil des États se dirige vers un seuil de CHF 8 millions. Il est concevable que les CHF 8 millions passent la rampe étant

⁹³ Il est en effet concevable – quoique pas certain – que l'autorité de surveillance américaine SEC considère que de tels *utility tokens* ne consistent pas en des contrats d'investissement en vertu du *Howey Test* développé par la Cour suprême américaine; en ce sens, voir SEC v. W.J. Howey Co., 328 U.S. 293, 301 (1946).

⁹⁴ Message du Conseil fédéral relatif à la loi fédérale sur les titres intermédiés et à la Convention de La Haye sur les titres intermédiés du 15 novembre 2006, p. 8842.

⁹⁵ *Paech*, *Securities, intermediation and the blockchain: an inevitable choice between liquidity and legal certainty?*, *Unif. L. Rev.*, vol. 21, 2016, p. 613.

donné qu'il s'agirait d'un seuil euro-compatible.⁹⁶ En-dessous du seuil, le prospectus d'émission ne serait pas obligatoire. Il pourrait néanmoins être établi de manière volontaire. Se posera ainsi la question du champ d'application de l'art. 72 P-LSFin en cas de prospectus considéré comme non obligatoire.⁹⁷ Dès lors, le champ d'application de l'obligation d'établir un prospectus d'émission risque d'être restreint considérablement.

5.2 Responsabilité fondée sur l'obligation de publier un prospectus d'émission

Le projet de LSFin prévoit un transfert des dispositions du CO concernant la responsabilité des auteurs du prospectus d'émission. La norme de l'art. 72 du P-LSFin est une norme de responsabilité civile. Les éléments de la responsabilité seront analogues à ceux des dispositions du CO, à savoir les indications inexacts, trompeuses ou non conformes aux exigences légales dans le prospectus d'émission, le dommage, la causalité et la faute. Nous renvoyons aux développements effectués ci-dessus (*supra* 3.3) et nous concentrons ici sur les modifications éventuelles à ce régime dès l'entrée en vigueur de la LSFin.

En ce qui concerne la légitimation passive, la version du Conseil fédéral de l'art. 72 al. 1 P-LSFin englobe les personnes ayant présenté ou diffusé des informations inexacts, trompeuses ou non conformes aux exigences légales. Cependant, la version du Conseil national supprime la diffusion du prospectus comme fondement de la responsabilité. Si la version du Conseil national venait à l'emporter durant la phase d'élimination des divergences, le cercle des défendeurs potentiels s'en verrait restreint.

Quant à la faute, celle-ci serait présumée en vertu de la version du Conseil fédéral. Le renversement du fardeau de la preuve y est prévu explicitement, ce qui amènerait plus de clarté en comparaison au régime en vigueur actuellement. En revanche, le Conseil national a proposé une autre version, partant de l'idée que le fardeau de la preuve doit incomber à

l'investisseur.⁹⁸ Le Conseil national a toutefois omis de prévoir explicitement l'élément de faute en tant que condition de la responsabilité. Ainsi, l'interprétation littérale du texte consisterait en une responsabilité objective où aucune faute ne devrait être démontrée. Cependant, il ressort jusqu'ici de l'interprétation historique, à savoir de la volonté du législateur, que l'intention du Conseil national est de supprimer simplement le renversement du fardeau de la preuve afin de requérir que la partie plaignante doive prouver l'élément de faute. Dès lors, si cette version est adoptée, il s'agira d'interpréter la disposition en question. Le processus d'élimination des divergences sera utile à cet effet.

En somme, il s'agit à ce jour de mentionner simplement le risque que la portée du régime de responsabilité civile fondée sur les informations erronées ou trompeuses dans le prospectus d'émission se voie affaiblie à l'entrée en vigueur de la LSFin. Néanmoins, les exigences à remplir – à savoir l'assujettissement à un contrôle préalable ainsi que des indications plus détaillées à fournir – seraient plus contraignantes dans les cas où le prospectus d'émission serait obligatoire.

V. Conclusion

Les nouveaux modes de levée de fonds tels que les ICO soulèvent de véritables questions juridiques. Les investisseurs se fiant aux informations communiquées par les promoteurs d'ICO risquent de subir des dommages conséquents si les projets annoncés ne rencontrent pas le succès escompté. Le régime de responsabilité civile à appliquer dans de tels cas est une question qui occupera très certainement les tribunaux à l'avenir.

En droit suisse, il n'y a actuellement pas d'approbation préalable du prospectus d'émission par une autorité administrative. Les lacunes du régime actuel sont traditionnellement comblées par les exigences de la bourse en matière de prospectus de cotation. Cela a longtemps été jugé suffisant. Cependant, grâce aux ICO, il devient possible pour les entreprises de lever des fonds considérables sans entrée en bourse. En dehors des infrastructures traditionnelles de mar-

⁹⁶ Les États membres de l'UE peuvent exempter de l'obligation de publication d'un prospectus les offres au public de valeurs mobilières qui ne dépassent pas EUR 8 millions : Règlement (UE) 2017/1129 du Parlement européen et du Conseil du 14 juin 2017, JO 2017, L 168/12, c. 13 du préambule.

⁹⁷ Voir *supra* 3.3.1.

⁹⁸ Pour voir les débats parlementaires sur cette question : BO 2017 N 1296ss, objet 15.073, séance du CN du 13 septembre 2017.

ché, les dispositions du droit privé concernant la responsabilité des auteurs du prospectus d'émission restent le principal garde-fou. Dès lors, il est crucial de déterminer si l'émission publique de jetons entre dans son champ d'application ou non.

À notre avis, l'art. 1156 CO s'applique par analogie en matière d'émissions publiques de jetons digitaux. L'avantage de ce régime consiste en des exigences de transparence plus élevées que dans le régime ordinaire. Des indications relativement précises – néan-

moins succinctes par rapport aux standards internationaux – doivent être communiquées aux investisseurs afin que ceux-ci puissent prendre une décision éclairée. Aussi, les éléments de responsabilité sont plus aisés à amener pour la partie plaignante, laquelle peut actionner un cercle de défendeurs potentiels plus large. Reste à voir si le juge civil, alors qu'il se verra confronté à de telles questions, retiendra l'application de ce régime spécifique de responsabilité civile.