

Audrey Durand*

Initial coin offerings et jetons d'investissement

Table des matières

- I. Introduction
- II. Typologie des *tokens*
- III. Déroulement d'une ICO
 - 1. *Whitepaper*
 - 2. «Vente anticipée» (*pre-sale*) ou «vente privée» (*private sale*) de jetons
 - 3. Vente au public (*crowdsale*)
 - 4. Attribution et distribution des *tokens*
- IV. Aspects réglementaires
 - 1. La loi sur les banques
 - 1.1 L'émetteur
 - a. La notion de dépôt du public
 - b. La notion d'activité à titre professionnel
 - 1.2 La plateforme
 - 2. La Loi sur les services financiers
 - 2.1 Les jetons d'investissement en tant que papiers-valeurs
 - 2.2 Les jetons d'investissement en tant que titres intermédiés
 - 2.3 Les jetons d'investissement en tant que droits-valeurs
 - 2.4 Les jetons d'investissement en tant que dérivés
 - 2.5 Les obligations contenues dans la LSF
 - 3. La Loi sur les bourses
 - 4. La Loi sur le blanchiment d'argent
 - 5. La Loi sur les placements collectifs
 - 6. Conclusion

I. Introduction

L'*initial coin offering* (ci-après «ICO»)¹ est une méthode qui permet à une entité (ci-après l'«émetteur») de lever des fonds auprès du public en émettant des actifs numériques en échange de monnaies virtuelles. Les actifs numériques remis aux investisseurs sont appelés *tokens* (ou jetons en français). La monnaie virtuelle utilisée par les investisseurs pour acquérir ces *tokens* consiste généralement en de l'ether (ETH) ou du bitcoin (BTC). Ces levées de fonds sont opérées via internet et utilisent la technologie

de la *blockchain*, c'est-à-dire une technologie de stockage et de transmission sécurisée de données.

A l'instar du *crowdfunding*² (financement participatif), l'ICO est un moyen alternatif de financement qui permet à l'émetteur de lever rapidement des fonds auprès d'un grand nombre d'investisseurs. En investissant dans une ICO, les investisseurs espèrent généralement l'aboutissement du projet de l'émetteur et à terme la valorisation des jetons acquis.

Ce procédé a été utilisé pour la première fois en 2013 par Mastercoin qui a levé en un mois l'équivalent en bitcoin de 500'000 dollars.³ D'après les estimations, des montants équivalents à 3 à 6 milliards de dollars ont été levés par la réalisation d'ICO en 2017.⁴ En 2018, l'équivalent d'environ 7,5 milliards de dollars aurait été financé par le biais d'ICO.⁵

Au vu de l'expansion rapide du phénomène, notamment favorisée par le vide juridique entourant les ICO, les régulateurs nationaux se sont rapidement penchés sur la question de leur possible réglementation. Ainsi, l'Autorité française des marchés financiers (AMF) travaille actuellement sur un projet de loi-pacte qui prendra vraisemblablement la forme d'un régime d'autorisation optionnelle.⁶ Aux Etats-Unis, la *Securities & Exchange Commission* (SEC) a considéré que dans certaines circonstances les ICO pouvaient être qualifiées d'offres de titres (*securities offering*) et relevaient ainsi de sa compétence juridictionnelle.⁷ A noter toutefois, qu'en novembre 2018, un juge

* LL.M. (*University of Chicago Law School*), Avocate, CMS von Erlach Poncet, Genève.

¹ Le terme ICO est en réalité un abus de langage, puisque le terme «*coin*» (pièce en anglais) se réfère à l'émission de cryptomonnaie. Le terme approprié, lorsque des *tokens* qui ne constituent pas des cryptomonnaies sont émis par l'entité à l'origine de l'ICO, serait donc plutôt *token generation event* (TGE).

² Cf. notamment PASCAL FAVROD-COUNE, *Crowdfunding*, Analyse de droit suisse du financement participatif, Diss. Lausanne 2018; du même auteur AUDREY DURAND, *Questions choisies et aspects pratiques du crowdfunding*, GesKR 2018, 21-31.

³ Voir notamment: VITALIK BUTERIN, *Mastercoin: A Second Generation Protocol on the Bitcoin Blockchain*, disponible sur le site: <https://bitcoinmagazine.com/articles/mastercoin-a-second-generation-protocol-on-the-bitcoin-blockchain-1383603310/> (consulté le 27 décembre 2018).

⁴ <https://www.icodata.io/stats/2017> (consulté le 27 décembre 2018).

⁵ <https://www.icodata.io/stats/2018> (consulté le 27 décembre 2018).

⁶ <https://www.amf-france.org/Actualites/Communiqués-de-presse/AMF/annee-2018?docId=workspace%3A%2F%2FspacesStore%2F3cc117ce-60e2-4fb0-9a3b-7c7a47cfb80d> (consulté le 27 décembre 2018).

⁷ <https://www.sec.gov/ICO> (consulté le 27 décembre 2018).

californien a rejeté une requête préliminaire de la SEC portant sur la constatation d'une violation du droit fédéral américain par l'émetteur d'une ICO en concluant que la SEC n'avait pas réussi à démontrer que l'ICO en question constituait effectivement une offre de titres.⁸

En l'absence de dispositions légales spécifiques aux ICO, la présente contribution vise à présenter le cadre juridique dans lequel s'inscrit l'émission de jetons d'investissement au cours d'une ICO en Suisse. Dans un premier temps, nous décrirons dans les grandes lignes les différents types de *tokens* (chapitre II) et le déroulement d'une ICO (chapitre III), puis nous nous focaliserons sur les jetons d'investissement et analyserons l'applicabilité de la réglementation sur les marchés financiers à leur émission (chapitre IV).

II. Typologie des *tokens*

L'émetteur de l'ICO émet des *tokens* qui sont acquis par les investisseurs en contrepartie de leur apport de fonds. Même si un grand nombre d'investisseurs participent à des ICO dans l'espoir de pouvoir par la suite revendre les jetons acquis sur un marché secondaire, l'utilisation que leur titulaire peut réellement faire de ces jetons vis-à-vis de l'émetteur dépend des caractéristiques que celui-ci a décidé de leur attacher. A titre d'exemples, un jeton pourrait octroyer à son titulaire la faculté de payer les cours de langue qui seront vendus par la plateforme qu'il a financée via l'ICO, le droit d'obtenir une part (proportionnelle au nombre de jetons qu'il détient) des profits engendrés par des jeux de loteries qui seront proposés sur le site internet de jeux en ligne créé par l'émetteur ou encore la possibilité de payer les frais administratifs de sa propre ICO sur une plateforme visant à mettre en relation commerces et investisseurs.

Les *tokens* font l'objet de différentes classifications parmi les nombreux auteurs (et blogueurs) qui se sont déjà penchés sur le processus d'ICO. Il est notamment possible de se concentrer sur leur nature (le jeton se fonde-t-il ou non sur un protocole informatique existant?), leur utilité (le jeton donne-t-il accès à un réseau ou à certains services ou vise-t-il plutôt à rétribuer un travail?) ou encore leur fonction économique (le jeton sert-il de moyen de paiement, donne-t-il accès à un service ou représente-t-il des valeurs patrimoniales?). Dans un guide pratique publié le 16 février 2018⁹, la FINMA s'est concentrée sur la fonction économique des *tokens*. Nous nous tiendrons à cette classification dans la présente contribution.

Selon la FINMA, il existe trois types de *tokens*:

- les jetons de paiement (*currency tokens*): les jetons de paiement sont des jetons acceptés comme moyen de paiement, assimilables à des cryptomonnaies. Les *bitcoins* ainsi que les cryptomonnaies alternatives, appelées *altcoins* (*alternative coins*) entrent généralement dans cette catégorie;
- les jetons d'utilité (*utility tokens*): les jetons d'utilité peuvent être utilisés pour obtenir l'accès à un usage ou un service, que ce soit de la part de l'émetteur de l'ICO ou d'un tiers;
- les jetons d'investissement (*security tokens* ou *equity tokens*): les jetons d'investissement représentent des valeurs patrimoniales. Ces jetons peuvent notamment donner droit à une part des revenus de l'entreprise ou représenter des parts d'un actif.

Ces trois catégories ne sont pas hermétiques: certains jetons peuvent présenter des caractéristiques hybrides et il arrive également, dans certains cas, que les droits attachés aux jetons émis évoluent dans le temps en fonction des modalités de l'ICO.¹⁰ Il est par conséquent difficile de déterminer des critères fixes de classification et il est fondamental en pratique d'analyser au cas par cas les caractéristiques réels d'un *token* pour identifier les conséquences juridiques qui lui sont applicables.

La présente contribution se concentre sur les jetons d'investissement, considérés par certains comme le nouvel eldorado du «monde crypto».¹¹ Les jetons d'investissement représentent des valeurs patrimoniales et peuvent avoir les mêmes fonctions économiques qu'une action, une obligation ou encore un dérivé¹², tout en bénéficiant des avantages attachés à l'utilisation de la technique de la *blockchain*.¹³

III. Déroulement d'une ICO

Etant donné l'absence de législation, les premières ICO ont été lancées sans aucune formalité. Cependant, l'ampleur du phénomène a rapidement mené à une formalisation consensuelle du processus. Ainsi, une fois les interve-

⁸ <https://news.bitcoin.com/sec-fails-court-tokens-securities/> (consulté le 27 décembre 2018).

⁹ FINMA, Guide pratique pour les questions d'assujettissement concernant les *initial coin offerings* (ICO) du 16 février 2018 (ci-après: Guide pratique).

¹⁰ FINMA, Guide pratique (FN 9), p. 3; MIRJAM EGGEN, Was ist ein Token?, AJP 2018, 558–567, p. 561; Conseil fédéral, Rapport sur les bases juridiques pour la *distributed ledger technology* et la *blockchain* en Suisse – Etat des lieux avec un accent sur le secteur financier du 14 décembre 2018, p. 100 (ci-après: Rapport sur les bases juridiques).

¹¹ ANTHONY STEVENS, The Future of ICOs? Security Token Offerings, <https://hackernoon.com/the-future-of-icos-security-token-offerings-dbdffac9616b> (consulté le 27 décembre 2018); AIMEE PEARCY, <https://blog.icoalert.com/why-security-token-offerings-could-be-the-next-big-crypto-megatrend> (consulté le 27 décembre 2018).

¹² FINMA, Guide pratique (FN 9), p. 3; Conseil fédéral, Rapport sur les bases juridiques (FN 10), p. 87.

¹³ On pense principalement ici au recours à des *smart contracts* (des contrats qui s'appuient sur la technologie de la *blockchain*) qui automatisent le processus et le rendent (prétendument) inviolable.

nants clés réunis (développeurs, marketing, juristes, etc.) et les principales caractéristiques du projet arrêtées, la plupart des émetteurs procèdent désormais selon un procédé identique qui passe par quatre étapes distinctes: (1) la diffusion d'un *whitepaper*, (2) la vente anticipée ou la vente privée de jetons, (3) la vente des jetons au public et (4) la distribution des jetons aux investisseurs.

1. *Whitepaper*

L'émetteur débute son processus d'ICO en publiant un *whitepaper*, qui constitue en quelque sorte le prospectus de cotation de l'ICO. Ce document, d'une longueur variable et généralement publié sur le site internet de l'émetteur, vise à donner suffisamment d'informations aux investisseurs pour leur permettre de prendre une décision éclairée quant à leur investissement. Le *whitepaper* synthétise à la fois les aspects techniques du projet, les conditions de l'ICO ainsi que les caractéristiques des jetons qui seront émis. Il décrit en outre généralement l'équipe impliquée dans la réalisation du projet.

2. «Vente anticipée» (*pre-sale*) ou «vente privée» (*private sale*) de jetons

La «vente anticipée» (*pre-sale*) et la «vente privée» (*private sale*) de jetons ont comme point commun de se dérouler avant le lancement public de l'ICO. Il y a «vente privée» de jetons lorsque l'émetteur propose les *tokens* à certains investisseurs (p.ex. à des investisseurs institutionnels ou à des proches) avant l'ouverture de la vente au public. L'émetteur fixe alors généralement des conditions strictes à la participation d'un investisseur (p.ex. un montant d'investissement minimum). On parle en revanche de «vente anticipée» lorsque l'émetteur vend une première série de jetons à des conditions différentes des séries suivantes (p.ex. avec une réduction de prix ou un bonus).

Dans les deux cas, les conditions d'acquisition sont généralement plus favorables que lors de la vente au public et permettent à l'émetteur de tester le marché avant la diffusion de l'offre. Certains émetteurs recourent à ces étapes pré-ICO pour couvrir les dépenses nécessaires au lancement de l'ICO elle-même.

3. Vente au public (*crowdsale*)

Il s'agit de l'étape principale de l'ICO. Après plusieurs semaines de promotion et de publicité, l'émetteur offre au public la possibilité de souscrire les jetons.

4. Attribution et distribution des *tokens*

Une fois l'ICO terminée, les jetons sont émis de manière automatisée en contrepartie d'un versement par l'investis-

seur dans la monnaie demandée. Les droits inscrits dans les *tokens* distribués pourront être exercés par le truchement de la plateforme de l'émetteur, notamment à l'aide de *smart contracts*. Suivant le projet, la livraison des *tokens* peut s'effectuer à l'échéance de l'ICO ou ultérieurement, par exemple lorsque le projet atteint un stade de développement déterminé.

Les jetons acquis par les investisseurs au cours de l'ICO peuvent ensuite faire l'objet d'échanges sur des marchés secondaires (p.ex. des plateformes d'échange d'actifs numériques) à une valeur qui évoluera notamment sur la base de l'offre et de la demande pour le jeton en question.

IV. Aspects réglementaires

1. La loi sur les banques

1.1 L'émetteur

a. La notion de dépôt du public

La Loi sur les banques¹⁴ requiert l'obtention d'une autorisation pour les personnes qui acceptent des dépôts du public à titre professionnel (art. 1 al. 2 LB). Depuis le 1^{er} janvier 2019, non seulement les banques (art. 1a LB), mais également les entreprises qui opèrent en dehors du champ d'activité principal des banques et qui ne dépassent pas 100 millions de francs de dépôts (art. 1b LB) sont autorisées à accepter des dépôts du public à titre professionnel.

Il convient dans un premier temps de déterminer si les versements effectués par les investisseurs constituent des dépôts. Le fait d'accepter pour son propre compte un engagement vis-à-vis de tiers, ou, formulé autrement, l'acte par lequel une personne devient redevable du remboursement d'une prestation vis-à-vis d'un tiers, est considéré comme un dépôt.¹⁵ Ainsi, sauf exceptions (régées de manière exhaustive à l'art. 5 al. 3 let. a à f OB¹⁶), tous les passifs constituent en principe des dépôts.¹⁷ Appliqué à la question qui nous occupe, ce qui précède signifie que les fonds versés par les investisseurs à l'émetteur de l'ICO peuvent être qualifiés de dépôts si l'émetteur a une obligation de remboursement envers eux.¹⁸

A notre avis, le droit accordé aux titulaires de certains jetons d'investissement d'obtenir une partie du chiffre d'affaires ou des bénéfices futurs de l'émetteur ne constitue pas une obligation de remboursement, puisqu'en cas d'at-

¹⁴ Loi fédérale du 8 novembre 1934 sur les banques (LB; RS 952.0).

¹⁵ ATF 136 II 43, consid. 4.2 et les réf. citées.

¹⁶ Ordonnance du 30 avril 2014 sur les banques (OB; RS 952.02).

¹⁷ Circulaire FINMA 2008/3, N 10; BSK BankG-BAHAR/STUPP, art. 1 N 7.

¹⁸ FINMA, Guide pratique (FN 9), p. 6; VAÏK MÜLLER/VINCENT MIGNON, La qualification juridique des tokens: aspects réglementaires, GesKR 2017, 486-494, p. 490; FAVROD-COUNE (FN 2), N 1285.

teinte de ces objectifs financiers l'émetteur ne rembourse pas aux investisseurs les montants qu'ils ont initialement investis.¹⁹ Il en va de même lorsque l'émetteur s'engage à annuler le processus d'ICO (et à rembourser les fonds aux investisseurs) en cas de levée de fonds insuffisante.²⁰ Ainsi, les fonds des investisseurs ne doivent selon nous être qualifiés de dépôts que dans le cas où la documentation de l'ICO prévoit que l'émetteur doit restituer les fonds aux investisseurs post-ICO.

En toute hypothèse, même en présence d'une obligation de remboursement de l'émetteur de l'ICO, il convient de vérifier si une des exceptions prévues à l'art. 5 al. 3 let. a à f OB s'applique à son activité:

- L'exception des fonds étrangers sans caractère de prêts ou de dépôts (art. 5 al. 3 let. a OB) entre en ligne de compte lorsque l'apport de l'investisseur est effectué en contrepartie d'une prestation du cocontractant.²¹ Cette exception s'applique en général dans les situations où des fonds sont versés en contrepartie d'un contrat de transfert de propriété ou de prestations de services (rapport d'échange synallagmatique).²² Lors d'une ICO, l'émetteur remet précisément aux investisseurs des jetons en échange de leurs investissements. On peut se demander à cet égard si les *tokens* remis aux investisseurs constituent un élément suffisant pour que les apports des investisseurs puissent être considérés comme ayant été effectués en contrepartie des jetons. A notre avis, il conviendrait plutôt de répondre par la négative, étant donné que les investisseurs remettent des fonds à l'émetteur non pas en vue de posséder le jeton d'investissement lui-même, mais plutôt dans l'espoir que leur investissement se révèle à terme rentable et de toucher les avantages attachés au jeton. Il convient donc selon nous de considérer que l'apport des investisseurs n'est pas remis en contrepartie d'une prestation de l'émetteur de l'ICO et que, par conséquent, cette exception ne s'applique pas à l'émetteur de jetons d'investissement.
- L'art. 5 al. 3 let. b OB prévoit que les emprunts par obligations et les autres obligations émises sous une forme standardisée et diffusées en grand nombre ou les droits ayant la même fonction (droits-valeurs) ne sont pas considérés comme des dépôts lorsque les créanciers sont informés par la publication d'un prospectus d'émission au sens de l'art. 1156 CO ou de manière équivalente. Ainsi, dans le cas où (i) les jetons d'investissement émis par l'émetteur doivent être qualifiés d'emprunts par obligations ou

d'obligations émises sous forme standardisée et diffusées en grand nombre ou de droits ayant la même fonction et (ii) qu'un prospectus remplissant les conditions du droit suisse a été publié par l'émetteur, cette exception pourrait entrer en ligne de compte et éviter à l'émetteur d'être considéré comme acceptant des dépôts du public.

En outre, en vertu de l'art. 5 al. 2 let. f OB, les fonds déposés auprès d'associations, de fondations ou de sociétés coopératives, qui (i) ne sont pas actives dans le domaine financier, (ii) poursuivent un but idéal ou d'entraide mutuelle et utilisent les dépôts exclusivement à cette fin et (iii) détiennent ceux-ci pour une durée de six mois au minimum, ne sont pas considérés comme des dépôts du public. Cette disposition pourrait à notre avis s'appliquer dans les cas où l'émetteur de l'ICO revêt l'une de ces formes juridiques et remplit par ailleurs les deux critères supplémentaires décrits ci-dessus.²³

b. La notion d'activité à titre professionnel

L'acceptation de dépôts du public n'emporte pas à elle seule soumission à la législation bancaire. Même dans l'hypothèse où les fonds récoltés au cours de l'ICO doivent être qualifiés de dépôts (notamment en raison d'une obligation de remboursement de l'émetteur), l'activité de l'émetteur doit encore être exercée à titre professionnel.

L'art. 6 al. 1 OB prévoit que celui qui, sur une longue période, 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) agit à titre professionnel au sens de la LB. Depuis le 1^{er} août 2017, l'art. 6 al. 2 OB précise cependant qu'une entité peut accepter plus de 20 dépôts sans que son activité soit exercée à titre professionnel, si ces dépôts (i) n'excèdent pas 1 million de francs, (ii) ne sont ni investis ni rémunérés et (iii) les déposants sont informés que l'entité n'est pas surveillée par la FINMA et que le dépôt n'est pas couvert par la garantie des dépôts. Dans un tel cas, la FINMA requiert que les dépôts soient conservés sur un compte distinct des autres comptes commerciaux de l'entreprise et qu'ils soient disponibles de manière permanente et liquide jusqu'à ce qu'ils soient transférés ou remboursés.²⁴

La deuxième condition décrite ci-dessus (absence d'investissement et de rémunération) n'est au demeurant pas requise si l'entreprise exerce une activité artisanale et industrielle comme activité principale et que les dépôts du public sont utilisés pour financer cette activité (art. 6 al. 3 OB).

¹⁹ Dans le même sens: JANA ESSEBIER/JANIQUE BOURGEOIS, Die Regulierung von ICOs, PJA 2018, 568–579, p. 576.

²⁰ Dans le même sens: ESSEBIER/BOURGEOIS (FN 19), p. 570.

²¹ Arrêt du Tribunal administratif fédéral B-4354/2016 du 30 novembre 2017, consid. 4.3; FLORIAN SCHÖNKNECHT, Der Einlagebegriff nach Bankengesetz, GesKR 2016, 300–319, p. 312; FAVROD-COUNE (FN 2), N 1282.

²² SCHÖNKNECHT (FN 21), p. 312.

²³ Dans le même sens: ALINE DARBELLAY/MICHEL JOSÉ REYMOND, Emission et négoce de jetons digitaux, Expert Focus 11/17, 880–884, p. 883.

²⁴ Circulaire FINMA 2008/3, N 8.2 s.

Ainsi, l'émetteur d'une ICO qui exerce une activité artisanale et industrielle peut faire appel au public pour financer son développement sans que son activité soit considérée comme étant exercée à titre professionnel, dans la mesure où les fonds reçus des investisseurs n'excèdent pas 1 million de francs et qu'il fournit aux investisseurs les informations requises par l'art. 6 al. 2 let. c OB.

En résumé, même si les fonds remis par les investisseurs doivent être qualifiés de dépôts en raison d'une obligation de remboursement, l'émetteur dont la levée de fonds n'excède pas 1 million de francs opère en général dans un espace libre d'autorisation dans la mesure où il prévient les investisseurs qu'il n'est pas surveillé par la FINMA et que leurs apports ne sont pas garantis.

Par ailleurs, même si l'émetteur accepte des dépôts du public à titre professionnel, dans la mesure où lesdits dépôts n'excèdent pas 100 millions de francs et ceux-ci ne sont ni investis, ni rémunérés, l'émetteur peut généralement bénéficier de ladite «licence Fintech» soumise à des exigences allégées. Dans ce cas, l'émetteur devra remplir les exigences prévues dans l'Ordonnance sur les banques, à savoir notamment (i) disposer en permanence d'un capital au moins égal à 3 % des dépôts du public acceptés, celui-ci ne pouvant en aucun cas être inférieur à 300'000 francs (art. 17a OB), (ii) revêtir la forme d'une société de capitaux (art. 14a OB), (iii) avoir son siège ainsi que son administration et sa gestion effective en Suisse (art. 14a al. 2 et 14c OB) et (iv) posséder un système de *compliance*, de gestion des risques et de contrôle interne (art. 14e OB).

1.2 La plateforme

La doctrine est divisée quant à la question de savoir si le transit des fonds des investisseurs via une plateforme, avant leur versement à l'émetteur en cas de succès de l'ICO, suffit à qualifier ces fonds de dépôts.²⁵ Toutefois, cette question est d'une portée pratique limitée en raison de l'exception de l'art. 5 al. 3 let. c OB, qui prévoit que *«les soldes en compte de clients auprès de négociants en valeurs mobilières ou en métaux précieux, auprès de gérants de fortune ou d'entreprises analogues qui servent uniquement à exécuter des opérations de clients, ne sont pas considérés comme des dépôts si (i) aucun intérêt n'est versé sur les comptes et (ii) [...] l'exécution a lieu dans un délai de soixante jours»*. La circulaire FINMA 2008/3 révisée précise que l'exception de l'art. 5 al. 3 let. c OB s'applique au *crowdfunding*.²⁶ Cette disposition doit selon nous s'appliquer de la même manière aux plateformes qui proposent des projets d'ICO.

Cela signifie donc que les fonds des investisseurs peuvent transiter pendant soixante jours sur les comptes bancaires

²⁵ Pour plus de développements à ce sujet cf. SCHÖNKNECHT (FN 21), p. 303 ss.

²⁶ Circulaire FINMA 2008/3, N 16.

d'une plateforme servant d'intermédiaire entre les investisseurs et l'émetteur de l'ICO, sans que les fonds des investisseurs ne soient considérés comme des dépôts au sens de la législation bancaire.

2. La Loi sur les services financiers

Etant donné l'entrée en vigueur au 1^{er} janvier 2020 de la Loi sur les services financiers²⁷, il convient également de déterminer si les jetons d'investissement constitueront des valeurs mobilières au sens de ses dispositions.

Selon l'article 2 let. b de la Loi sur l'infrastructure des marchés financiers²⁸ et l'article 3 let. b LSFIn, les papiers-valeurs, les droits-valeurs, les dérivés et les titres intermédiés standardisés susceptibles d'être diffusés en grand nombre sur le marché constituent des valeurs mobilières. L'art. 2 al. 1 OIMF²⁹ précise qu'on *«entend par valeurs mobilières standardisées et susceptibles d'être diffusées en grand nombre sur le marché les papiers-valeurs, les droits-valeurs, les dérivés et les titres intermédiés qui sont structurés et fractionnés de la même façon et offerts au public ou qui sont vendus à plus de 20 clients, pour autant que ces valeurs ne soient pas créées spécialement pour certaines contreparties»*.

Lors d'une ICO, les jetons sont structurés de la même façon, offerts au public et sont susceptibles d'être diffusés en grand nombre sur le marché. Il reste donc à déterminer si les jetons d'investissement constituent des valeurs mobilières.

2.1 Les jetons d'investissement en tant que papiers-valeurs

Conformément à l'article 965 CO, les papiers-valeurs sont des titres auxquels un droit est incorporé de manière telle qu'il soit impossible de le faire valoir ou de le transférer indépendamment du titre. Les papiers-valeurs peuvent incorporer des droits de créance, des droits de participation ou encore des droits réels.³⁰ La doctrine considère qu'un titre ne doit ni nécessairement être émis sur papier, ni obligatoirement être signé.³¹

Selon une partie de la doctrine récente, un *token* lié à une base de données sur la *blockchain* et à une clé privée (*private key*) et qui incorpore un droit de créance, un droit de participation ou un droit réel pourrait être un papier-va-

²⁷ Loi fédérale du 15 juin 2018 sur les services financiers (LSFin), FF 2018 3733-3774.

²⁸ Loi fédérale du 19 juin 2015 sur l'infrastructure des marchés financiers (LIMF; RS 958.1).

²⁹ Ordonnance sur l'infrastructure des marchés financiers (OIMF; RS 958.11).

³⁰ BSK Wertpapierrecht-FURTER, art. 965-1155 CO N 7.

³¹ BSK Wertpapierrecht-FURTER, art. 965-1155 CO N 3; ROLF H. WEBER/SALVATORE IACANGELO, Rechtsfragen bei der Übertragung von Token, in: Jusletter IT 24 mai 2018, N 9.

leur.³² On l'a vu, un jeton d'investissement peut notamment octroyer à son titulaire le droit d'obtenir une part des profits de la société, c'est-à-dire un droit de créance.³³ Dans les cas où le jeton contient des droits similaires à ceux contenus dans une action, il s'agirait alors plutôt d'un droit de participation.

Au vu de ce qui précède, les jetons d'investissement peuvent à notre avis être considérés comme des papiers-valeurs. Nous notons toutefois que le Conseil fédéral semble considérer dans son Rapport du 14 décembre 2018 qu'il n'est pas possible d'appliquer directement la notion de papier-valeur dans le contexte de la numérisation.³⁴ La question n'a toutefois pas encore été tranchée par la jurisprudence.

2.2 Les jetons d'investissement en tant que titres intermédiés

Selon la Loi sur les titres intermédiés³⁵, un titre intermédié est une créance ou un droit social fongible à l'égard d'un émetteur qui (i) est inscrit au crédit d'un compte de titres et (ii) dont le titulaire du compte peut disposer (art. 3 al. 1 LTI). Les titres intermédiés sont créés par le dépôt de papiers-valeurs ou de certificats globaux auprès d'un dépositaire ou l'inscription de droits-valeurs dans le registre principal d'un dépositaire, puis leur inscription au crédit d'un compte de titres (art. 6 al. 1 LTI).

L'art. 4 LTI dresse une liste exhaustive d'entités pouvant agir en tant que dépositaires.³⁶ Les banques (au sens de la LB), les négociants (au sens de la LBVM) et les dépositaires centraux (au sens de la LIMF) sont notamment des dépositaires au titre de cette disposition.

Ainsi, dans la mesure où un registre des transactions effectuées sur les *tokens* de l'émetteur de l'ICO est tenu par une entité (p.ex. une plateforme) autorisée à agir en tant que dépositaire au sens de l'art. 4 LTI, il serait imaginable que les *tokens* puissent être émis en tant que titres intermédiés. Dans les autres cas, une qualification des *tokens* en tant que titres intermédiés paraît exclue.³⁷

2.3 Les jetons d'investissement en tant que droits-valeurs

Les droits-valeurs ont la même fonction que les papiers-valeurs, mais requièrent que le débiteur (ou un tiers)³⁸ identifie dans un registre le nombre et la valeur nominale des droits-valeurs émis ainsi que leurs créanciers (art. 973c al. 1 et 2 CO).

Puisqu'il est admis par la doctrine qu'un journal des droits-valeurs peut être tenu sous forme numérique³⁹, des jetons d'investissement gérés depuis une base de données sur la *blockchain* pourraient à notre avis être qualifiés de droits-valeurs.⁴⁰ Cela a d'ailleurs été admis par la FINMA, qui a précisé dans son Guide pratique qu'elle considère dans certains cas les *tokens* comme des droits-valeurs.⁴¹

2.4 Les jetons d'investissement en tant que dérivés

La notion de dérivé est précisée à l'art. 2 al. 2 OIMF, qui prévoit que les dérivés sont des contrats financiers dont le prix découle notamment (a) d'actifs comme les actions, les obligations, les matières premières et les métaux précieux ou (b) de valeurs de référence comme les cours des monnaies, les taux d'intérêt ou les indices.

A notre avis, un jeton d'investissement dont la valeur dérive par exemple de la valeur de l'action de l'émetteur de l'ICO pourrait ainsi constituer un dérivé. La FINMA a d'ailleurs reconnu que certains jetons d'investissements peuvent être qualifiés de dérivés.⁴² Cependant, lorsque le jeton représente la valeur de l'actif lui-même, il s'agirait alors plutôt d'un papier-valeur ou d'un droit-valeur.⁴³

2.5 Les obligations contenues dans la LSFIn

Comme nous l'avons vu ci-dessus, les jetons d'investissement peuvent constituer des dérivés, des droits-valeurs (ou des papiers-valeurs), voire selon les circonstances être émis sous la forme de titres intermédiés. Dans ces cas, il s'agira de valeurs mobilières au sens de la LSFIn. Par conséquent, l'art. 35 al. 1 LSFIn, qui exige la publication préalable d'un prospectus en cas d'offre au public en vue de l'acquisition de valeurs mobilières, sera en principe applicable à l'émetteur de l'ICO.

Ce prospectus devra notamment contenir des indications sur la situation commerciale ainsi que sur les perspectives, les risques et les litiges principaux impliquant la société

³² Pour plus de détails voir en particulier: WEBER/IACANGELO (FN 31), N 8 ss. Contra: HANS CASPAR VON DER CRONE/Franz J. KESSLER/LUCA ANGSTMANN, Token in der Blockchain – privatrechtliche Aspekte der Distributed Ledger Technologie, SJZ 114/2018, 337–345, p. 341.

³³ Dans le même sens: BLOCKCHAIN TASKFORCE, Positionspapier zur rechtlichen Einordnung von ICOs, Bern/Zug, 2018, p. 7.

³⁴ Conseil fédéral, Rapport sur les bases juridiques (FN 10), p. 59 s.

³⁵ Loi fédérale du 3 octobre 2008 sur les titres intermédiés (LTI; RS 957.1).

³⁶ BSK Wertpapierrecht-KUNZ, art. 4 LTI N 20; CHK-KUHN, art. 4 LTI N 2.

³⁷ BSK Wertpapierrecht-KUNZ, art. 4 LTI N 1.

³⁸ VON DER CRONE/KESSLER/ANGSTMANN (FN 32), p. 342.

³⁹ VON DER CRONE/KESSLER/ANGSTMANN (FN 32), p. 342; BLOCKCHAIN TASKFORCE (FN 33), p. 9.

⁴⁰ Dans le même sens: VON DER CRONE/KESSLER/ANGSTMANN (FN 32), p. 342 s.; EGGEN (FN 10), p. 564; WEBER/IACANGELO (FN 31), N 29.

⁴¹ FINMA, Guide pratique (FN 9), p. 5.

⁴² FINMA, Guide pratique (FN 9), p. 5.

⁴³ Dans le même sens: EGGEN (FN 10), p. 565.

émettrice (art. 40 LSFIn). En outre, le prospectus devra être soumis à un organe de contrôle agréé par la FINMA avant sa publication (art. 51 ss LSFIn).

Cependant, aucun prospectus n'est exigé lorsque l'offre au public (a) s'adresse uniquement à des clients professionnels, (b) est destinée à moins de 500 investisseurs, (c) s'adresse à des investisseurs acquérant des valeurs mobilières pour une valeur minimale de 100'000 francs, (d) présente une valeur nominale d'au moins 100'000 francs, ou encore (e) ne dépasse pas une valeur totale de 8 millions de francs calculée sur une période de douze mois (art. 36 al. 1 LSFIn). Par ailleurs, l'article 47 al. 1 LSFIn donne la possibilité au Conseil fédéral de prévoir des allègements concernant les obligations de publier un prospectus pour les émetteurs qui n'ont pas dépassé certains seuils durant le dernier exercice.

Par conséquent, à compter du 1^{er} janvier 2020, l'émetteur de l'ICO devra publier un prospectus à moins qu'il ne remplisse l'une des exceptions décrites ci-dessus. En pratique, la plupart des émetteurs devraient probablement pouvoir éviter la publication d'un prospectus obligatoire en restant dans les limites fixées par la LSFIn. A noter que l'art. 36 al. 5 LSFIn donne la possibilité au Conseil fédéral d'ajuster le nombre d'investisseurs et les montants décrits ci-dessus en tenant compte des normes internationales reconnues et de l'évolution du droit étranger. Il conviendra donc de voir l'usage que fera le Conseil fédéral de cette possibilité.

Outre les prescriptions relatives au prospectus, la LSFIn impose d'établir une feuille d'information de base lorsqu'une offre portant sur un instrument financier vise des clients privés (art. 58 al. 1 LSFIn). Cependant, aucune feuille d'information de base ne doit être établie par la personne qui offre des valeurs mobilières sous forme d'actions, y compris les valeurs mobilières assimilables à des actions qui confèrent des droits de participation, tels que les bons de participation ou les bons de jouissance de même que les titres de créance n'ayant pas le caractère de dérivés (art. 59 al. 1 LSFIn). A priori, cette exception pourrait s'appliquer aux jetons d'investissement qui confèrent des droits de participation ou de créance (à moins qu'ils ne constituent des dérivés).

3. La Loi sur les bourses

La Loi sur les bourses⁴⁴ soumet l'activité de négociant en valeurs mobilières à autorisation de la FINMA (art. 10 al. 1 LBVM). Les art. 2 et 3 OBVM⁴⁵ distinguent plusieurs catégories de négociants en valeurs mobilières et qualifient notamment (i) de maisons d'émission les négociants qui,

à titre professionnel, prennent ferme ou à la commission des valeurs mobilières émises par des tiers et les offrent au public sur le marché primaire (art. 3 al. 2 OBVM) et (ii) de fournisseurs de dérivés les négociants qui, à titre professionnel, créent eux-mêmes des dérivés et les offrent au public sur le marché primaire, pour leur compte ou pour le compte de tiers (art. 3 al. 3 OBVM). Le marché primaire est défini comme le marché sur lequel des titres sont émis pour la première fois.⁴⁶

Les maisons d'émission et les fournisseurs de dérivés ne sont considérés comme des négociants que (i) s'ils exercent principalement une activité dans le domaine financier (art. 2 al. 1 OBVM), c'est-à-dire une activité financière qui prédomine nettement par rapport à d'éventuelles autres activités industrielles ou commerciales⁴⁷, et (ii) si l'activité de négociant en valeurs mobilières est pratiquée à titre professionnel, c'est-à-dire que le commerce des valeurs mobilières est réalisé en tant qu'activité économique indépendante visant à réaliser des revenus réguliers.⁴⁸

Ainsi, si les jetons d'investissement constituent des valeurs mobilières qui ne sont pas des dérivés (cf. section 2 ci-dessus), l'émetteur de l'ICO n'est pas assujéti à la législation boursière, puisque l'offre au public de ses propres papiers-valeurs ou droits-valeurs n'entraîne en principe pas d'assujétiement. Toutefois, si les jetons d'investissement sont considérés comme des dérivés (p.ex. dans le cas où la valeur du jeton d'investissement est basée sur un actif sous-jacent)⁴⁹, l'émetteur risque d'être qualifié de fournisseur de dérivés s'il exerce principalement une activité dans le domaine financier et qu'il réalise le commerce de valeurs mobilières à titre professionnel.

En pratique, l'émetteur d'une ICO n'effectue généralement pas le commerce de valeurs mobilières à titre professionnel. Par conséquent, les dispositions de la LBVM ne s'appliquent en principe pas à l'émetteur d'une ICO quel que soit le type de jetons d'investissement émis.

Par contre, lorsque l'ICO se déroule via une plateforme, celle-ci doit être qualifiée de maison d'émission si elle exerce son activité à titre professionnel et qu'elle prend de manière ferme ou à la commission les valeurs mobilières émises par l'émetteur et les offre aux investisseurs. En pratique, les plateformes mettent uniquement en relation les investisseurs avec l'émetteur et les investisseurs contractent ensuite directement avec l'émetteur. Par conséquent, les plateformes ne sont en principe pas soumises à la LBVM.⁵⁰

A noter qu'à l'entrée en vigueur de la LEFin, qui vise à régler la surveillance de l'ensemble des prestataires de ser-

⁴⁴ Loi fédérale du 24 mars 1995 sur les bourses (LBVM; RS 954.1).

⁴⁵ Ordonnance du 2 décembre 1996 sur les bourses (OBVM; RS 954.11).

⁴⁶ ATF 136 II 43 consid. 4.1, p. 47 et réf. citées.

⁴⁷ Circulaire FINMA 2008/5 N 7.

⁴⁸ Circulaire FINMA 2008/5 N 12.

⁴⁹ FAVROD-COUNE (FN 2), N 1358.

⁵⁰ FAVROD-COUNE (FN 2), N 1354.

vices financiers dans un même acte législatif, les dispositions actuellement contenues dans la LBVM seront abrogées et reprises dans la LEFin. La notion de négociant en valeurs mobilières sera alors remplacée par la notion de «maison de titres» (art. 2 al. 1 let. e LEFin). L'art. 12 LEFin prévoit que la reprise, à titre professionnel, des valeurs mobilières émises par des tiers et leur offre au public sur le marché primaire ainsi que la création à titre professionnel de dérivés sous la forme de valeurs mobilières et leur offre au public sur le marché primaire constituent des activités nécessitant une autorisation. La LEFin considère comme exercée à titre professionnel toute activité économique indépendante exercée en vue d'obtenir un revenu régulier (art. 3 LEFin). Le projet d'ordonnance⁵¹, en consultation jusqu'au 6 février 2019, prévoit qu'une activité est exercée à titre professionnel lorsque des comptes sont gérés ou des valeurs mobilières sont conservées pour plus de 20 clients (art. 57 al. 1 P-OEFin). Ainsi, comme sous l'empire de la LBVM, les activités de l'émetteur et de la plateforme devraient à certaines conditions se retrouver soumises à autorisation de la FINMA.

4. La Loi sur le blanchiment d'argent

S'il s'avère que l'activité de l'émetteur de l'ICO ou de la plateforme est soumise à surveillance en vertu de lois spéciales (par exemple au titre de la LB ou de la LBVM), cette activité est également soumise à la Loi sur le blanchiment d'argent⁵² (art. 2 al. 2 let. a et d LBA). Dans ce cas, le respect des règles anti-blanchiment par l'intermédiaire financier est soumis à la surveillance prudentielle de la FINMA.

Dans le cas contraire, il faut déterminer si l'activité exercée par l'émetteur ou la plateforme commande de le qualifier d'intermédiaire financier. Conformément à l'art. 2 al. 3 LBA, «[sont] en outre réputées intermédiaires financiers les personnes qui, à titre professionnel, acceptent, gardent en dépôt ou aident à placer ou à transférer des valeurs patrimoniales appartenant à des tiers». Les lettres a à g de cet alinéa contiennent un catalogue exemplatif des activités concernées. La lettre b porte en particulier sur les services dans le domaine du trafic des paiements. Constituent de tels services, tous les transferts et transmissions opérés sur ordre du débiteur de la prestation, indépendamment du fait que le débiteur rémunère le prestataire avant ou après que la prestation a été créditée.⁵³

Il y a service dans le domaine du trafic des paiements au sens de l'art. 2 al. 3 let. b LBA notamment lorsque l'intermédiaire financier opère des transmissions de fonds ou de

valeurs (art. 4 al. 1 let. c de l'Ordonnance sur le blanchiment d'argent⁵⁴).

Le transfert de valeurs patrimoniales qui consiste à accepter des monnaies virtuelles, puis à payer la somme équivalente en espèces, métaux précieux ou monnaies virtuelles ou encore sans numéraire, à effectuer une transmission ou un virement par un système de paiement ou de compensation est notamment considéré comme une transmission de fonds ou de valeurs (art. 4 al. 2 OBA). Selon le Guide pratique de la FINMA, cette disposition implique que l'émission de jetons de paiement par l'émetteur d'une ICO en contrepartie du versement de monnaies virtuelles par les investisseurs s'analyse comme une activité assujettie.⁵⁵

Par contre, l'émission de jetons d'investissement par l'émetteur en contrepartie des monnaies virtuelles remises par les investisseurs n'entre à notre avis pas dans le champ de cette disposition puisque les jetons d'investissement ne sont pas des valeurs financières, contrairement aux jetons de paiement.⁵⁶ Il s'ensuit que l'émetteur de purs jetons d'investissement ne doit à notre avis pas être qualifié d'intermédiaire financier au sens de l'art. 2 al. 3 LBA.

Il en va par contre différemment de la plateforme, puisque le fait d'accepter des monnaies virtuelles des investisseurs, puis de les reverser par la suite à l'émetteur de l'ICO, constitue une activité de transfert de valeurs financières soumise à la LBA (art. 2 al. 3 let. b LBA et art. 4 al. 1 let. a OBA).⁵⁷

L'activité de l'intermédiaire financier doit être exercée à titre professionnel pour qu'elle soit soumise à surveillance. Un intermédiaire financier exerce son activité à titre professionnel dès lors qu'au moins un des critères suivants est rempli durant une année civile: (i) il tire de son activité d'intermédiaire financier un produit brut de plus de 50'000 francs, (ii) il établit ou entretient des relations d'affaires avec plus de 20 cocontractants ou encore (iii) il effectue des transactions dont le volume total dépasse 2 millions de francs (art. 7 OBA).

Ces seuils sont en pratique facilement atteints puisqu'il suffit qu'un intervenant ait plus de 20 cocontractants pour que son activité soit considérée comme exercée à titre professionnel.

5. La Loi sur les placements collectifs

La LPCC⁵⁸ prévoit que quiconque administre des placements collectifs, les garde ou les distribue à des inves-

⁵¹ Projet d'Ordonnance sur les établissements financiers (ci-après P-OEFin).

⁵² Loi fédérale du 10 octobre 1997 sur le blanchiment d'argent (LBA; RS 955.0).

⁵³ Circulaire de la FINMA 2011/1, N 58.

⁵⁴ Ordonnance du 11 novembre 2015 sur le blanchiment d'argent (OBA; RS 955.01).

⁵⁵ FINMA, Guide pratique (FN 9), p. 6.

⁵⁶ FINMA, Guide pratique (FN 9), p. 8.

⁵⁷ Dans le même sens: Commentaire Stämpfli GwG-SCHÄREN, art. 2 N 105.

⁵⁸ Loi fédérale du 23 juin 2006 sur les placements collectifs (LPCC; RS 951.31).

tisseurs non qualifiés doit obtenir une autorisation de la FINMA (art. 13 al. 1 LPCC).

L'art. 7 LPCC définit la notion de placement collectif. Selon cette disposition, constituent des placements collectifs de capitaux, les apports effectués par plusieurs investisseurs qui sont gérés en commun par un tiers à des conditions égales. Les critères de gestion commune et de gestion par un tiers sont les critères déterminants pour distinguer un investissement non soumis à la LPCC d'un investissement dans un placement collectif de capitaux soumis à la LPCC.

Le critère de gestion commune requiert que les fonds des investisseurs soient investis sous la forme d'un pot commun et gérés de manière collective.⁵⁹ La condition de gestion par un tiers exige, quant à elle, que les investissements ne soient pas effectués par les investisseurs eux-mêmes et que ceux-ci ne puissent pas intervenir dans la politique d'investissement et sa mise en œuvre.⁶⁰ Dans les placements collectifs, les investisseurs n'ont donc pas de droits de codécision.⁶¹

Les sociétés exerçant une activité commerciale ou industrielle ne sont pas soumises à la LPCC (art. 2 al. 2 let. d LPCC). Il en va de même des associations et des fondations au sens du code civil (art. 2 al. 2 let. g LPCC).

Il s'ensuit qu'en matière d'ICO, les versements effectués par les investisseurs ne constituent pas des placements collectifs de capitaux dans la mesure où l'émetteur exerce généralement une activité industrielle ou commerciale. Par contre, lorsque l'émetteur de l'ICO n'exerce pas d'activité opérationnelle et les fonds des investisseurs sont mis en commun, notamment au moyen d'un véhicule d'investissement, il n'est pas exclu que le projet puisse être considéré comme un placement collectif.

La plateforme ne devrait pas être qualifiée elle-même de placement collectif dans la mesure où il n'y a pas de *pooling* des fonds des investisseurs et que ceux-ci déterminent eux-mêmes dans quel projet ils souhaitent investir.⁶² En effet, dans ce cas ni le critère de gestion commune ni celui de gestion par un tiers ne sont remplis. Par contre, dans les cas où un véhicule d'investissement est utilisé, la plateforme pourrait être qualifiée de distributeur de placements collectifs au sens de l'art. 3 LPCC.

6. Conclusion

Le droit suisse ne présente à notre avis pas d'obstacles à la mise en œuvre de projets d'ICO en Suisse. En effet, tant l'émetteur que la plateforme échappent en principe à l'application de la législation sur les placements collectifs et de la législation bancaire aussi longtemps que l'émetteur n'a pas d'obligation de remboursement envers les investisseurs et que la plateforme conserve les fonds des investisseurs pour une durée n'excédant pas 60 jours. En outre, un émetteur ou une plateforme qui accepterait des dépôts du public à titre professionnel devrait pouvoir bénéficier de la nouvelle «licence Fintech» lui permettant d'accepter jusqu'à 100 millions de francs de dépôts.

En pratique, la plupart des émetteurs de jetons d'investissement devraient pouvoir éviter la publication d'un prospectus obligatoire en restant dans les limites fixées par la LSFIn et, en dehors des cas où l'émetteur de l'ICO émet des jetons d'investissement sous la forme de dérivés, ni la plateforme ni l'émetteur ne devraient être qualifiés de négociants en valeurs mobilières dans la mesure où les investisseurs contractent directement avec l'émetteur. Ainsi, seule la LBA s'applique généralement à la plateforme dans la mesure où les fonds des investisseurs transitent via ses comptes bancaires avant d'être reversés à l'émetteur.

Le cadre législatif suisse applicable aux ICO de manière générale et aux jetons d'investissement en particulier reste cependant complexe en raison des différentes bases légales susceptibles d'entrer en ligne de compte et de l'absence de règles qui régissent spécifiquement les activités des FinTech. On ne peut donc que regretter que le droit suisse ne contienne pas de dispositions légales particulières applicables au financement participatif. Les émetteurs et les plateformes bénéficient toutefois désormais du Guide Pratique de la FINMA qui apporte quelques éclairages quant à la manière dont l'autorité envisage d'appréhender les ICO.

⁵⁹ BSK KAG-RAYROUX/DU PASQUIER, art. 7 N 19; ALEXANDER EICH-HORN, Kollektive Kapitalanlagen für qualifizierte Anlegerinnen und Anleger nach dem Bundesgesetz über die kollektiven Kapitalanlagen, Zurich Saint-Gall, 2014, N 155.

⁶⁰ BSK KAG-RAYROUX/DU PASQUIER, art. 7 N 28.

⁶¹ BSK KAG-RAYROUX/DU PASQUIER, art. 7 N 28.

⁶² Dans le même sens: FAVROD-COUNE (FN 2), N 1329.