

Vaïk Müller* / Vincent Mignon**

La qualification juridique des tokens: aspects réglementaires

Table des matières

- I. Introduction
- II. Blockchain token: présentation et tentative de classification
 - 1. Présentation
 - 2. Tentative de classification
 - 2.1 Tokens sans contrepartie
 - 2.2 Tokens avec contrepartie
 - 2.3 Tokens ouvrant des droits de copropriété
- III. Réglementation actuelle
 - 1. Qualification de dépôt du public
 - 2. Qualification de valeurs mobilières, dérivés et instruments financiers
 - 2.1 Notion de «valeurs mobilières»
 - 2.2 Notion de «dérivés»
 - 2.3 Notion d'«instruments financiers»
 - 3. Qualification de placements collectifs de capitaux
 - 4. Qualification d'intermédiation financière/intermédiaire financier (LBA)
- IV. Développements réglementaires récents
 - 1. Communications des régulateurs étrangers
 - 1.1 Communication de la SEC
 - 1.2 Communication des ACVM
 - 2. Communication de la FINMA
 - 3. Implications concrètes des communications
- V. Conclusion

I. Introduction

L'année 2017 est incontestablement l'année des levées de fonds en monnaies cryptographiques au travers de logiciels autonomes exécutés et enregistrés sur une *blockchain*, en l'occurrence principalement la *blockchain* Ethereum. Par ce procédé, les «investisseurs» envoient de la monnaie cryptographique au logiciel, lequel collecte les fonds et génère automatiquement, selon un ratio défini par les porteurs du projet, un nombre défini de jetons numériques appelés «tokens», remis aux «investis-

seurs». Ces *Initial Coin Offerings* ou «ICOs»¹ sont apparues pour la première fois en 2013² et ont été mises en avant au milieu de l'année 2014 avec la levée de fonds de la fondation de droit suisse Ethereum, pour développer la plateforme du même nom.³

Durant l'année 2017, environ trois cent cinquante financements à l'échelle internationale utilisant cette technologie ont été recensés pour un montant total d'environ deux milliards de dollars américains, dépassant pour la première fois les investissements opérés par des investisseurs en capital risque (venture capitalists; «VC»)⁴. La Suisse est un pays privilégié et largement utilisé à l'échelle mondiale pour structurer et lancer des ICOs. Sur les six plus grandes ICOs qui ont eu lieu dans le monde, quatre ont été lancées depuis notre pays pour un montant total d'environ six cent trente millions de dollars américains⁵.

¹ Le terme ICO est malheureux, car il fait un parallèle avec la notion d'IPO (*Initial Public Offering*), à savoir l'entrée en bourse d'une société, alors que ces deux opérations sont dissemblables, voir notamment de manière très synthétique: <https://www.quora.com/What-is-the-difference-between-an-IPO-and-an-ICO> (lien consulté pour la dernière fois le 11 octobre 2017). C'est la raison pour laquelle une tendance se dessine en pratique pour plutôt privilégier l'utilisation de la notion de *Token Generating Event* (TGE), voire encore de *Token Crowdsale* ou *Token Sale*. Le terme ICO étant toutefois encore le plus répandu et le plus connu à ce jour, nous l'utiliserons dans la présente contribution par souci de compréhension. D'un point de vue réglementaire, l'utilisation de ces différents termes n'a toutefois pas véritablement d'impact sur la qualification juridique, voir à ce propos chapitre IV.2. *infra*.

² Voir le site: <https://blockgeeks.com/guides/what-is-an-initial-coin-offering/> (lien consulté pour la dernière fois le 11 octobre 2017).

³ La fondation Ethereum a reçu l'équivalent d'environ dix-huit millions de dollars américains en bitcoins, voir notamment: http://www.lemonde.fr/pixels/article/2014/10/07/l-ether-la-future-monnaie-qui-vaut-deja-des-millions_4501940_4408996.html (lien consulté pour la dernière fois le 11 octobre 2017).

⁴ Voir notamment les sites: http://fintechnews.ch/blockchain_bitcoin/ico-switzerland/12918/ et <https://www.cnn.com/2017/08/09/initial-coin-offerings-surpass-early-stage-venture-capital-funding.html> (liens consultés pour la dernière fois le 11 octobre 2017).

⁵ Voir le rapport de septembre 2017 de PwC disponible sur internet à l'adresse: http://www.finance20.ch/wp-content/uploads/2017/09/20170913_Strategic-Implications-of-ICO_PwC-Strategy_DanielDiemers_vF.pdf (lien consulté pour la dernière fois le 11 octobre 2017). Voir également: http://fintechnews.ch/blockchain_bitcoin/ico-switzerland/12918/ (lien consulté pour la dernière fois le 11 octobre 2017).

* Dr. iur. (Zurich), Avocat au barreau (Genève).

** Dr. iur. (Fribourg), Avocat au barreau (Neuchâtel). Les auteurs remercient Jérémie Tenot, avocat-stagiaire (Genève) pour sa relecture attentive et critique de l'article.

Les avantages de ces mécanismes de financement sont principalement que les start-ups reçoivent directement l'argent des investisseurs sans passer par un intermédiaire (banque ou VC), de façon très rapide⁶, sans dilution de capital, en gardant la totale maîtrise de leur projet et sans même (en principe) s'engager de façon contraignante sur un résultat, un agenda ou un retour sur investissement. De plus, il n'existe aucun cadre juridique spécifique s'appliquant aux ICOs et de nombreux acteurs ont imaginé à l'origine qu'ils pourraient s'affranchir d'une structuration juridique de leurs levées de fonds et ne rendre de compte à personne. Cette tendance qui s'inscrit dans le prolongement philosophique des «cyberpunks» actifs à l'origine du Bitcoin⁷ (suppression des tiers de confiance et libération du «jou» étatique notamment) est aujourd'hui rattrapée par la réalité, à savoir que les Etats ne sont pas enclins à tolérer des zones de non-droit sur leur territoire surtout lorsque les enjeux – notamment la protection des investisseurs – commencent à devenir importants. C'est ainsi notamment que la Securities and Exchange Commission («SEC») a tout d'abord publié un rapport au milieu de l'année 2017 arrivant à la conclusion que, selon les cas, les ICOs pouvaient être considérées comme une opération d'émission de titres financiers et devaient – sauf cas d'exemption – faire l'objet d'une déclaration aux autorités, sous peine de sanctions⁸. Les autorités canadiennes en valeurs mobilières lui ont emboîté le pas quelques jours plus tard⁹. La SEC a également porté plainte dans deux cas d'ICOs considérées comme frauduleuses¹⁰. La Chine¹¹ et la Corée du sud¹² ont de leur côté interdit les ICOs sur leur territoire. L'Australie a émis des lignes directrices encadrant ces levées de fonds¹³, l'Angleterre a publié un bulletin pour mettre en

garde les investisseurs contre les risques liés aux ICOs¹⁴ et la commission des services financiers de Gibraltar a indiqué qu'elle travaillait sur un cadre juridique applicable aux sociétés utilisant la technologie de blockchain et que les ICOs seront également concernées¹⁵.

Du point de vue Suisse, l'approche est restée pragmatique depuis le rapport du Conseil fédéral sur les monnaies virtuelles en juin 2014¹⁶ et la direction donnée consiste à offrir des conditions-cadres de manière à ce que la place financière suisse soit stable et compétitive dans ce domaine de forte innovation. Toutefois, la prolifération des ICOs (parfois peu préparés, voire même frauduleuses dans certains cas) et cette impression de pouvoir lever des dizaines de millions de dollars en quelques minutes, hors cadre juridique, et sans rendre de compte à personne ne peut pas être le signal donné par une place financière sérieuse. La FINMA a ainsi communiqué le 19 septembre 2017 avoir retiré du marché des fournisseurs de monnaie virtuelle et a mis en garde contre les pseudo-cryptomonnaies¹⁷ d'une part, et déclaré le 29 septembre 2017 procéder à des clarifications concernant les ICOs¹⁸ d'autre part. Le Conseil fédéral a déclaré quant à lui le 25 septembre 2017, que les cryptomonnaies – y compris les ICOs – devaient être mieux encadrées et travailler avec la FINMA à «l'élaboration d'une solution»¹⁹.

Les tokens générés lors d'une ICO constituent la pierre angulaire permettant de déterminer quel régime juridique est applicable à ce nouveau mode de financement. Les problèmes posés par les ICOs sont nombreux et transversaux. La présente contribution n'a pas vocation à tous les traiter, mais se concentrera sur les aspects du droit des marchés financiers²⁰. Nous commencerons ainsi par tout d'abord brièvement présenter ce qu'est

⁶ Plusieurs ICOs ont duré quelques secondes ou minutes pour des levées de fonds en dizaines de millions de dollars américains; voir par exemple: Basic Attention Token qui a levé l'équivalent de 35 millions de dollars américains en 30 secondes, <https://www.coindesk.com/35-million-30-seconds-token-sale-internet-browser-brave-sells/> ou Bancor qui a levé l'équivalent d'environ 153 millions de dollars américains en moins de trois heures, <https://medium.com/@bancor/a-historic-token-generation-event-tge-f446110f3b1c> (liens consultés pour la dernière fois le 11 octobre 2017).

⁷ Pour une analyse détaillée du [B]itcoin, voir VINCENT MIGNON, Le «[B]itcoin», un nouveau défi pour le juriste suisse?, in: Jusletter 4 mai 2015.

⁸ Voir à ce propos chapitre IV.1.1 *infra*.

⁹ Voir à ce propos chapitre IV.1.2 *infra*.

¹⁰ Voir le site: <https://www.sec.gov/news/press-release/2017-185-0> (lien consulté pour la dernière fois le 11 octobre 2017).

¹¹ Voir le site: <https://techcrunch.com/2017/09/04/chinas-central-bank-has-banned-icos/?nid=mobilnavtrend> et le communiqué en chinois de la Banque centrale de Chine, <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/3374222/index.html> (liens consultés pour la dernière fois le 11 octobre 2017).

¹² Voir le site: <https://www.coindesk.com/south-korean-regulator-is-sues-ico-ban/> et le communiqué en coréen de la commission des services financiers, http://www.fsc.go.kr/info/ntc_news_view.jsp?bbid=BBS0030&page=1&sch1=&sword=&cr_url=&menu=7210100&no=32085 (liens consultés pour la dernière fois le 11 octobre 2017).

¹³ Voir le site: <http://asic.gov.au/regulatory-resources/digital-transformation/initial-coin-offerings/#derivatives> (lien consulté pour la dernière fois le 11 octobre 2017).

¹⁴ Voir le site: https://www.sec.gov/oiea/investor-alerts-and-bulletins/ib_coinofferings (lien consulté pour la dernière fois le 11 octobre 2017).

¹⁵ Cette nouvelle législation doit entrer en vigueur le 1^{er} janvier 2018, voir le site: <http://www.gfsc.gi/news/statement-on-initial-coin-offerings-250> (lien consulté pour la dernière fois le 11 octobre 2017).

¹⁶ Rapport disponible sur: <https://www.news.admin.ch/NSBSubscriber/message/attachments/35353.pdf> (lien consulté pour la dernière fois le 11 octobre 2017).

¹⁷ Voir le site: <https://www.finma.ch/fr/news/2017/09/20170919-mm-coin-anbieter/> (lien consulté pour la dernière fois le 11 octobre 2017).

¹⁸ Voir le site: <https://www.finma.ch/fr/news/2017/09/20170929-mm-ico/> (lien consulté pour la dernière fois le 11 octobre 2017). Pour plus de détails à ce propos, voir chapitre IV.2. *infra*.

¹⁹ Voir le site du parlement: https://www.parlament.ch/fr/services/news/Pages/2017/20170925182428095194158159041_bsf160.aspx (lien consulté pour la dernière fois le 11 octobre 2017).

²⁰ Parmi les questions qui peuvent se poser, nous pouvons par exemple mentionner est-ce que les tokens peuvent faire l'objet d'un droit de propriété?, voir par exemple sous l'angle du bitcoin: MARTIN ECKERT, Digitale Daten als Wirtschaftsgut: Digitale Daten als Sache, SJZ 2016, p. 265 ss; BARBARA GRAHAM-SIEGENTHALER/ANDREAS FURRER, The Position of Blockchain Technology and Bitcoin in Swiss Law, in: Jusletter 8 mai 2017; est-ce que les tokens peuvent faire l'objet de mesures d'exécution forcée?, voir par exemple: SÉBASTIEN GOBAT, Les monnaies virtuelles à l'épreuve de la LP, PJA 2016, p. 1095 ss; quel traitement fiscal appliquer?, voir par exemple:

un token dans le cadre d'un projet de financement lancé sur une blockchain (chapitre II), pour poursuivre par l'analyse de la réglementation actuelle applicable à ces levées de fonds (chapitre III), ainsi que la présentation de quelques développements récents dans ce domaine (chapitre IV) pour terminer par une conclusion (chapitre V).

II. Blockchain token: présentation et tentative de classification

1. Présentation

Une ICO constitue un moyen non spécifiquement réglementé de lever des fonds en générant des tokens remis publiquement à un certain nombre de personnes (souvent un nombre indéterminé) en contrepartie d'un montant en monnaie cryptographique²¹. Un token est un bout de code informatique, une information digitale, enregistré dans une *blockchain*, pouvant être transféré via un protocole et qui peut (ou non) effectuer des fonctions supplémentaires régies par le logiciel qui l'a créé. Ce logiciel particulier est communément appelé un «*smart contract*»²². La définition d'un token ne peut donc être

que fonctionnelle et chaque token doit être analysé pour lui-même dans chaque cas particulier. Un token peut ainsi représenter le droit d'accéder à un service (une plateforme informatique p. ex.), un droit de vote, un moyen de paiement, une réputation, un droit à des revenus (actuels ou futurs), etc., exigeant un comportement actif de son détenteur (p. ex. l'obligation de participer à un projet sous peine de perdre ses tokens comme dans le projet de Augur²³) ou passif (p. ex. en mettant simplement à disposition son espace de stockage comme dans le projet de Golem²⁴)²⁵.

Pratiquement, une start-up qui souhaite lever des fonds auprès du public via une ICO rédige un document expliquant son projet, sa vision, la technologie qu'elle souhaite développer, son équipe, ses conseillers, les caractéristiques de l'ICO, etc. Ce document, appelé un *white paper*, est disponible en ligne sur le site de l'émetteur ou sur un site tiers avant la levée de fonds. En parallèle et à côté d'autres activités de marketing notamment, la start-up rédige (ou fait rédiger) le *smart contract* qui va générer le token qui sera remis aux participants lors de la levée de fonds (ou parfois après une certaine période). Le code du *smart contract* est également public et peut être audité et vérifié par l'ensemble des participants de manière transparente.

Lorsque la campagne commence, la start-up déploie le *smart contract* sur la *blockchain*, lequel est ensuite localisé à une adresse publique spécifique. Les participants envoient la monnaie cryptographique (souvent de l'éther) à l'adresse du *smart contract*, lequel la reçoit et génère les tokens qui sont automatiquement envoyés à l'adresse depuis laquelle le participant a envoyé sa monnaie cryptographique. **Une fois la campagne terminée**, la monnaie cryptographique collectée est transmise à la start-up, respectivement à une ou des adresses contrôlées par cette dernière. Il arrive parfois que la transmission de la monnaie cryptographique à la start-up se fasse de façon continue durant la période de souscription, notamment pour des raisons de sécurité. Le token représente

THOMAS LINDER/STEPHAN D. MEYER, Die steuerliche Behandlung von bitcoin und anderen Kryptowährungen, ZStP 2/2017, p. 191 ss.

²¹ Dans le langage courant, un *token* est un jeton, qui peut avoir plusieurs sens selon sa fonction. Il peut par exemple constituer la représentation d'une certaine valeur en monnaie fiat (p. ex. un jeton de casino), la représentation d'un joueur ou d'un rôle (p. ex. un pion dans un jeu de société), un mode de rémunération (p. ex. des jetons de présence), etc. Dans le langage informatique, un *token* est une chaîne unique de caractère qui permet notamment une authentification. Un serveur envoie par exemple un lien hypertexte (suite unique de caractères constituant le *token*) à une adresse email en demandant à son destinataire de cliquer dessus pour confirmer que cette adresse est bien celle de son propriétaire et qu'il en a le contrôle. Dans ce cas, le site envoie un token et la personne le renvoie pour attester du contrôle de l'adresse email, voir notamment le site: <https://bitsonblocks.net/2015/09/28/a-gentle-introduction-to-digital-tokens/> (lien consulté pour la dernière fois le 11 octobre 2017).

²² La notion de «*smart contract*» est trompeuse, car le logiciel n'est pas «intelligent», il ne fait qu'exécuter de façon autonome et automatique un code préprogrammé et il n'est pas non plus en lui-même un contrat au sens juridique du terme. Une tendance se dessine pour distinguer les *smart legal contracts*, qui se réfèrent aux contrats au sens juridique du terme, ou à certains de leurs éléments, représentés et exécutés par un logiciel informatique, des *smart contracts code*, qui se réfèrent aux pièces de code informatique désignées pour exécuter certaines tâches si certaines conditions prédéfinies sont remplies. Les *smart legal contracts* sont ainsi fonctionnellement constitués d'éléments de *smart contracts code*, mais l'inverse n'est pas vrai. Voir notamment LEE BACON/GEORGE BAZINAS, «Smart Contracts»: The next big battleground?, in: Jusletter IT 18 mai 2017, p. 1 ss; CHRISTOPHER D. CLACK/VIKRAM A. BAKSHI/L.BRAINE, Smart Contract Templates: foundations, design landscape and research directions, 2016, p. 1 ss, disponible sur internet à l'adresse: <https://arxiv.org/pdf/1608.00771.pdf> (lien consulté pour la dernière fois le 11 octobre 2017); MIRJAM EGGEN, Chain of contracts, PJA 2017, p. 3 ss; JANA ESSEBIER/DOMINIC A. WYSS, Von der Blockchain zu Smart Contracts, in: Jusletter 24 avril 2017, p. 1 ss, 8 ss; ARTHUR GERVAIS, Vorteile und Probleme von Blockchains, Digma 2017, p. 128 ss, 129; ISDA Linklaters, white paper, Smart Contracts and Distributed Ledger – A legal perspective, août 2017 (<https://www2.isda.org/attachment/OTU3MQ==/Smart%20Contracts%20and%20Distributed%20Ledger%20%20A%20Legal%20Perspective.pdf>) (lien consulté pour la dernière fois le 11 octobre 2017); STEPHAN. D. MEYER/BENEDIKT SCHUPPLI, «Smart Contracts» und deren Einordnung in das schweizerische Vertragsrecht, Recht 2017, p. 204 ss; MAX RASKIN, The law and legality of Smart Contracts, Georgetown Law Technology Review 304 (2017), vol. 1:2, p. 305 ss, disponible sur internet à l'adresse: <https://www.georgetownlawtechreview.org/wp-content/uploads/2017/05/Raskin-1-GEO.-L.-TECH.-REV.-305-.pdf> (lien consulté pour la dernière fois le 11 octobre 2017).

²³ <https://augur.net> (lien consulté pour la dernière fois le 11 octobre 2017).

²⁴ <https://golem.network> (lien consulté pour la dernière fois le 11 octobre 2017).

²⁵ Voir notamment les sites: <https://icommentor.net/2017/08/06/comprendre-les-tokens-definition-explication/> et <https://www.ethereum-france.com/qu-est-ce-qu-une-cryptomonnaie-token-bitcoin-ether-gnt-gno-dgd-plu-rep-rlc/> (liens consultés pour la dernière fois le 11 octobre 2017).

donc une unité de valeur émise par une entreprise privée, lequel peut être ensuite librement et rapidement échangé sur le marché secondaire à une certaine valeur, corrélée au départ au prix auquel il aura été émis, mais qui évoluera dans le futur (à la hausse ou à la baisse) en fonction de l'offre et de la demande. La valeur du token peut rapidement être déconnectée du projet financé et ainsi devenir un instrument spéculatif sur le marché secondaire.

2. Tentative de classification

Il existe plusieurs sortes de tokens, chacun avec des caractéristiques et des usages différents²⁶. Certains distinguent les tokens intrinsèques, natifs ou intégrés («*intrinsic*» or «*native*» or «*built-in*» tokens of «*blockchains*») d'une part, et les tokens adossés à des actifs («*asset-backed tokens*») d'autre part²⁷; d'autres distinguent les «*coins*» des «*tokens*»²⁸; d'autres encore les tokens liés à des protocoles d'une part et les tokens conçus pour fonctionner dans des applications spécifiques d'autre part²⁹; d'autres enfin, dans une approche juridique et plus académique, distinguent trois sortes de tokens, ceux qui n'ont pas de contrepartie, ceux qui offrent une contrepartie et ceux qui offrent des droits de copropriétés fondés sur un *smart contract*³⁰.

Une classification implique des critères de sélection choisis arbitrairement, lesquels peuvent parfois se recouper. D'un point de vue juridique, une classification fondée sur l'existence ou non d'une contrepartie ou d'un droit de copropriété pour le détenteur d'un token apparaît pertinente, notamment lorsqu'il s'agit de déterminer dans un second temps si ce token peut être considéré comme susceptible de déclencher d'éventuelles contraintes réglementaires spécifiques, notamment si le token en question peut être qualifié de «valeur mobilière» ou de «dérivé»³¹. Cette classification nous paraît également plus transversale et permet d'y inclure les autres classifications rencontrées. Elle sera donc reprise ci-après.

2.1 Tokens sans contrepartie

Cette première catégorie comprend les tokens, qui n'ont ni actifs sous-jacents, ni droits contre une contrepartie, que cela soit le générateur du token ou un tiers, ni fonction de revenus³². Il peut ainsi s'agir de cryptomonnaie («*native token*»)³³, de tokens d'infrastructure³⁴ ou de tokens d'application³⁵.

Cette première catégorie comprend donc ce que certains rangent dans la catégorie des tokens liés à des protocoles³⁶ ou des *coins*³⁷. Dans ces deux derniers cas, il s'agit en effet de tokens qui se rapportent à la cryptomonnaie de leur propre blockchain (Bitcoin, Ether, Tezos, etc.).

2.2 Tokens avec contrepartie

Cette seconde catégorie se réfère à des tokens qui comprennent n'importe quelle forme d'un droit relatif (droit d'utilisation d'une plateforme, droit de recevoir un paiement, droit de recevoir un actif, droit de participation à des revenus futurs, etc.) soit contre le générateur du token, soit contre une partie tierce³⁸. Ces tokens représentent donc une créance contre le générateur du token ou une partie tierce³⁹, raison pour laquelle, en référence à l'histoire de la monnaie, il est également parlé de «*IOU token*»⁴⁰.

2.3 Tokens ouvrant des droits de copropriété

Cette troisième catégorie comprend des tokens qui fournissent des droits de copropriété fondés sur un *smart contract* (p. ex. la possibilité de codétenir une plateforme et de recevoir une rémunération pour l'utilisation de la propriété intellectuelle)⁴¹. Le token possède dans ce cas de figure une véritable fonction de gestion collective et

²⁶ Voir le site: <https://www.coinbase.com/legal/securities-law-framework.pdf> (lien consulté pour la dernière fois le 11 octobre 2017).

²⁷ Voir le site: <https://bitsonblocks.net/2015/09/28/a-gentle-introduction-to-digital-tokens/> (lien consulté pour la dernière fois le 11 octobre 2017).

²⁸ Voir le site: <https://medium.com/@pullnews/the-token-handbook-a80244a6aacb> (lien consulté pour la dernière fois le 11 octobre 2017).

²⁹ Voir le site: <https://icommentor.net/2017/08/06/comprendre-les-tokens-definition-explication/> (lien consulté pour la dernière fois le 11 octobre 2017).

³⁰ Voir LUKA MÜLLER/STEPHEN D. MEYER/CHRISTINE GSCHWEND/PETER HENSCHEL, Conceptual Framework for Legal & Risk Assessment of Blockchain Crypto Property (BCP), Genesis Version, disponible sur internet à l'adresse: https://www.mme.ch/fileadmin/files/documents/Publikationen/170926_BCP_Framework_-_Genesis_Version.pdf (lien consulté pour la dernière fois le 11 octobre 2017).

³¹ Voir à ce propos chapitre III.2. *infra*.

³² Voir MÜLLER/MEYER/GSCHWEND/HENSCHEL (FN 30).

³³ Tel que le Bitcoin par exemple. Ces tokens remplissent les fonctions d'une monnaie et ont une fonction unique d'enregistrement d'une transaction dans une blockchain.

³⁴ Tel que l'Ether par exemple. En plus des fonctions d'une cryptomonnaie (*native token*), ce token offre la possibilité d'utiliser une infrastructure de blockchain qui ne se réfère pas directement à des paiements.

³⁵ Tel que Golem par exemple. Ces tokens utilisent en principe une blockchain existante et sont utilisés comme moyen de paiement pour une application qui ne se réfère pas à une infrastructure particulière ou à un *business model* particulier.

³⁶ Voir le site: <https://icommentor.net/2017/08/06/comprendre-les-tokens-definition-explication/> (lien consulté pour la dernière fois le 11 octobre 2017).

³⁷ Voir le site: <https://medium.com/@pullnews/the-token-handbook-a80244a6aacb> (lien consulté pour la dernière fois le 11 octobre 2017).

³⁸ Voir MÜLLER/MEYER/GSCHWEND/HENSCHEL (FN 30).

³⁹ *Ibidem*, lesquels mentionnent par contre que la créance serait contre le détenteur du token ou une partie tierce, alors que de notre point de vue c'est bien le détenteur du token qui est titulaire de la créance.

⁴⁰ «IOU» signifie «I owe you» (je vous dois); voir par exemple le site: <https://bitsonblocks.net/2015/09/28/a-gentle-introduction-to-digital-tokens/> (lien consulté pour la dernière fois le 11 octobre 2017).

⁴¹ Voir MÜLLER/MEYER/GSCHWEND/HENSCHEL (FN 30).

se distingue des autres catégories en ce sens notamment qu'il ne confère pas un droit relatif envers le générateur du token ou tout autre tiers, mais un droit absolu (traditionnellement un droit d'auteur) de propriété intellectuelle soit sur le *smart contract* lui-même, soit sur tout autre travail intellectuel⁴².

III. Réglementation actuelle

Il n'existe pour l'heure en Suisse aucune réglementation spécifique visant à réglementer les tokens ou leur émission. Une analyse réglementaire doit donc partir des règles et principes existants pour déterminer dans quelle mesure ces règles pourraient, le cas échéant, s'appliquer à une situation donnée. Le caractère multifonctionnel d'un token implique une multiplicité abstraite de catégories réglementaires potentiellement applicables. Les classifications élaborées par la pratique et décrites ci-dessus ne sont pas en elles-mêmes décisives pour qualifier un token sur le plan réglementaire, bien qu'elles puissent aider à clarifier le contexte factuel et faciliter de ce fait le processus de qualification. De manière concrète, c'est donc avant tout à l'utilisation du token qu'il conviendra de s'intéresser pour déterminer sa nature juridique et l'application ou non d'un (ou plusieurs) régime réglementaire particulier, lequel pourra avoir un impact important sur la faisabilité ou la structuration d'une ICO⁴³.

1. Qualification de dépôt du public

La notion de dépôt du public est définie par l'Ordonnance sur les banques et les caisses d'épargne du 30 avril 2014 («OB» ou l'«Ordonnance»)⁴⁴. Selon l'OB, tout engagement envers des clients est considéré comme un dépôt du public⁴⁵, sauf si une exception est applicable⁴⁶. Un engagement envers un client sera réputé exister dès lors qu'il existe une obligation de remboursement à la charge de l'émetteur du token ou d'un tiers.

En revanche, le fait d'utiliser des tokens comme moyen de paiement ou le fait d'échanger des tokens contre des cryptomonnaies, voire contre une monnaie fiduciaire⁴⁷ ne représentent pas des engagements envers des clients au sens de l'OB, de sorte qu'il ne devrait pas être nécessaire d'appliquer une exception. Cela étant dit, en fonction des circonstances et des flux, la Loi fédérale concernant la lutte contre le blanchiment d'argent et le financement du terrorisme du 10 octobre 1997⁴⁸ («LBA») est susceptible de s'appliquer⁴⁹.

Par ailleurs, de manière générale, l'émission de tels tokens à plus de vingt *token holders*⁵⁰ pourrait nécessiter une autorisation bancaire⁵¹, si aucune exception prévue par l'OB ne trouve application⁵², l'émetteur étant alors réputé accepter des dépôts du public à titre professionnel. Une exception fréquemment applicable en pratique est le fait que les cryptomonnaies (i.e. les «fonds») sont reçues en contrepartie d'un service (les *token holders* ne possédant de surcroît aucun droit au remboursement⁵³)⁵⁴. Les «fonds» ne devraient ainsi pas être qualifiés de «dépôts»⁵⁵. En outre, parmi les exceptions nouvellement introduites dans l'Ordonnance figure l'exception dite «bac à sable» (*sandbox*). Cette exception⁵⁶ prévoit que l'acceptation de dépôts du public de plus de vingt clients ou l'appel au public pour obtenir des dépôts ne devraient pas être soumis à autorisation si le montant total des dépôts ne dépasse pas un million de francs suisses, et pour autant que ces dépôts ne (i) servent pas à effectuer des opérations d'investissement, (ii) ne soient pas rémunérés⁵⁷, et que (iii) les investisseurs soient informés de la non-application de la garantie des dépôts et de l'absence de surveillance de la FINMA⁵⁸. Les conditions relativement restrictives de cette exception ne seront que difficilement applicables pour certaines ICOs⁵⁹. Dans ces conditions, il restera à examiner l'éventualité de déposer

⁴² *Ibidem*.

⁴³ A noter que certains régimes réglementaires sont mutuellement exclusifs, alors que d'autres sont complémentaires.

⁴⁴ RS 952.02.

⁴⁵ Article 5 al. 1 OB; ATF 136 II 43, consid. 4.2; Rapport explicatif du Conseil fédéral concernant la Modification de la loi sur les banques et de l'ordonnance sur les banques (FinTech) du 1^{er} février 2017, p. 13.

⁴⁶ Les exceptions sont définies à l'art. 5 al. 2 et 3 OB; Circulaire FINMA 08/3 «Dépôts du public auprès d'établissements non bancaires». Cette circulaire est en cours de révision pour tenir compte du nouveau concept de «bac à sable» et l'allongement du délai pour les comptes d'exécution. La consultation doit prendre fin le 16 octobre 2017. A noter qu'il reste à voir si la prolongation du délai de garde des avoirs sur les comptes dits «d'exécution» aura un réel intérêt pratique. En effet, le délai de conservation reste relativement court, les plates-formes disposant de 60 jours maximum à partir de la réception des avoirs pour financer le projet concerné. En outre, les avoirs en compte ne doivent pas être rémunérés. Voir art. 5 al. 3 let. c OB. Par ailleurs, la LBA reste applicable, voir à cet égard chapitre III.4. *infra*.

⁴⁷ Le terme consacré en anglais étant celui de «*fiat money*».

⁴⁸ RS 955.0.

⁴⁹ Voir chapitre III.4. *infra*.

⁵⁰ Ou si l'émetteur fait appel au public pour obtenir des dépôts, même si le nombre de dépôts obtenus est inférieur à 20 (art. 6 al. 1 OB).

⁵¹ Voir art. 6 al. 1 OB.

⁵² Voir art. 5 al. 2 et 3 OB.

⁵³ Cette absence de droit au remboursement étant généralement explicitement prévue dans les conditions de l'ICO.

⁵⁴ Art. 5 al. 3 let. a OB.

⁵⁵ La LBA pouvant trouver application, voir à ce propos chapitre III.4. *infra*.

⁵⁶ Art. 6 al. 2 let. a à c OB.

⁵⁷ Selon le projet de circulaire, l'interdiction de rémunérer et de placer les dépôts exige que «les dépôts versés par les clients restent à disposition de manière permanente et liquide jusqu'à ce qu'ils soient transférés ou remboursés. Les dépôts ne peuvent pas être conservés sur les comptes commerciaux habituels de l'entreprise pour l'exploitation courante; au moins un compte séparé doit être mis en place pour conserver les dépôts» (Cm 8.2).

⁵⁸ Le projet de révision de la Circulaire FINMA 08/3 fixant les conditions et les modalités (notamment le moment) de cette information (voir Cm 8.3); le système de garantie des dépôts étant assuré par esisuisse, voir: <https://www.esisuisse.ch/fr/> (lien consulté pour la dernière fois le 11 octobre 2017).

⁵⁹ Compte tenu du montant des fonds récoltés.

une demande pour bénéficier de la future licence bancaire dite «allégée» dont les conditions doivent encore être avalisées par le Conseil national⁶⁰.

Compte tenu de ce qui précède et en fonction de la structuration des tokens, il ne peut être exclu que ces derniers puissent être constitutifs d'un engagement entraînant l'application des exigences de la LB (et donc l'obligation d'obtenir une licence bancaire). Par ailleurs, en l'absence d'exceptions, l'indétermination du nombre de *token holders* visés par une ICO peut souvent s'avérer problématique sous l'angle du droit bancaire.

2. Qualification de valeurs mobilières, dérivés et instruments financiers

Les tokens, selon leur utilisation et leur(s) éventuel(s) sous-jacent(s), peuvent être considérés comme des valeurs mobilières (voir chapitre III.2.1 *infra*), voire des dérivés (voir chapitre III.2.2 *infra*). Compte tenu de l'entrée en vigueur prochaine du projet de Loi fédérale sur les services financier («P-LSFin»), il convient également d'examiner brièvement la notion d'«instruments financiers» (voir chapitre III.2.3 *infra*).

2.1 Notion de «valeurs mobilières»

La notion de valeurs mobilières est désormais définie dans la Loi fédérale sur les infrastructures des marchés financiers et le comportement sur le marché en matière de négociation de valeurs mobilières et de dérivés du 19 juin 2015 («LIMF»)⁶¹. La définition donnée par la LIMF est identique à celle qui figurait dans la Loi fédérale sur les bourses et les négociants en valeurs mobilières du 24 mars 1995 («LBVM»), à savoir que les valeurs mobilières sont des papiers-valeurs, droits-valeurs, dérivés et titres intermédiés standardisés susceptibles d'être diffusés en grand nombre sur le marché⁶².

Les notions de «standardisation» et de «diffusion en grand nombre» sont précisées dans l'Ordonnance sur les infrastructures des marchés financiers et le comportement sur le marché en matière de négociation de valeurs mobilières et de dérivés du 25 novembre 2015 («OIMF»)⁶³. Selon l'OIMF, sont des valeurs mobilières possédant ces deux caractéristiques, 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 vingt clients, pour

autant que ces valeurs ne soient pas créées spécialement pour certaines contreparties⁶⁴.

En résumé, un token devra répondre aux conditions suivantes pour être qualifié de valeurs mobilières:

- (i) représenter ou créer un droit (typiquement un droit de participation, tel que celui que peut conférer une action) ou une créance (comme par exemple une créance obligataire), voire tirer sa valeur d'un actif sous-jacent (à l'instar d'un produit dérivé);
- (ii) être standardisé; et
- (iii) être susceptible d'une diffusion en grand nombre sur le marché.

A cet égard et à titre d'exemple, les *native tokens* (dont l'exemple le plus connu est le Bitcoin) et des tokens d'infrastructure (dont l'exemple emblématique est l'éther), ne devraient pas être assimilés à des valeurs mobilières. Il en va de même en principe en droit suisse des tokens qui sont liés à certaines applications⁶⁵ comme par exemple dans le cas des projets de Augur (avec un token de réputation)⁶⁶, de Golem (token permettant de mettre à disposition de la puissance de calcul informatique)⁶⁷ ou encore de Mysterium (token permettant d'accéder à un VPN décentralisé)⁶⁸.

2.2 Notion de «dérivés»

La notion de dérivé est quant à elle régie par la LIMF⁶⁹. Selon cette définition, un dérivé est un contrat financier dont la valeur fluctue en fonction d'un ou de plusieurs actifs sous-jacents et qui ne sont pas des opérations de caisse⁷⁰. L'OIMF fournit une liste exemplative de dérivés, soit les contrats financiers dont le prix découle (i) d'actifs comme les actions, les obligations, les matières premières et les métaux précieux et (ii) de valeurs de référence comme les cours des monnaies, les taux d'intérêt ou les indices⁷¹. A cet égard, certains tokens peuvent être considérés comme des dérivés, notamment si ceux-ci incorporent un droit sur un ou plusieurs sous-jacents dont ils tirent leur valeur (par exemple des indices ou des matières premières) et que ce droit ne repose sur aucune autre relation contractuelle. Compte tenu de ce qui précède, les *native tokens* ne devraient en principe pas être considérés comme des «dérivés».

⁶⁰ Le dépôt d'une telle requête pouvant être en pratique problématique si les promoteurs de l'ICO entendent financer le projet, y compris les aspects réglementaires, via l'émission des tokens.

⁶¹ RS 958.1.

⁶² Art. 2 let. b LIMF; à propos de cette notion dans la doctrine, voir SK FinfraG-FAVRE/KRAMER, Art. 2 let. b N 1 ss; JOËL LEIBENSON, Les actes de disposition sur les titres intermédiés, Genève 2013, p. 23 à 26 et réf. citées.

⁶³ RS 958.11.

⁶⁴ Art. 2 OIMF.

⁶⁵ Les tokens liés à des protocoles (Bitcoin, Ether, etc.) peuvent être comparés à internet et les applications (Golem, Augur, etc.) peuvent être comparées aux sites web.

⁶⁶ <https://augur.net> (lien consulté pour la dernière fois le 11 octobre 2017).

⁶⁷ <https://golem.network> (lien consulté pour la dernière fois le 11 octobre 2017).

⁶⁸ <https://mysterium.network> (lien consulté pour la dernière fois le 11 octobre 2017).

⁶⁹ Art. 2 let. c LIMF; voir également SK FinfraG-FAVRE/KRAMER, Art. 2 let. c N 1 ss.

⁷⁰ La définition d'opération de caisse figure à l'art. 2 al. 4 OIMF.

⁷¹ Art. 2 al. 2 let. a et b OIMF.

2.3 Notion d'«instruments financiers»

La notion d'instruments financiers est ancrée dans le P-LSFin dont l'entrée en vigueur est prévue pour 2019. La définition de cette notion figure à l'art. 3 let. b ch. 1 à 8 P-LSFin. Cette notion se veut être la plus englobante possible, de sorte que les valeurs mobilières, les dérivés, les produits structurés ou encore les obligations⁷² seront des instruments financiers. Un token pourrait ainsi tomber dans le champ d'application de la LSFin, alors même que cet instrument n'est ni une valeur mobilière ni un dérivé, dès lors qu'il correspond à une autre catégorie d'instruments financiers. Une fois encore, le but et l'utilisation réelle du token seront déterminants pour sa qualification juridique⁷³.

3. Qualification de placements collectifs de capitaux

La Loi fédérale sur les placements collectifs de capitaux du 23 juin 2006⁷⁴ («LPCC») et de l'ordonnance sur les placements collectifs de capitaux du 22 novembre 2006⁷⁵ («OPCC») sont susceptibles de s'appliquer lorsque les fonds récoltés en contrepartie de l'émission de tokens font l'objet d'un *pooling* pour être administrés par un tiers⁷⁶. De manière générale selon la LPCC, un placement collectif de capitaux («PCC») suisse consiste en des apports constitués par des investisseurs pour être administrés en commun pour le compte de ces derniers, les besoins des investisseurs étant satisfaits à des conditions égales⁷⁷. Les PCC étrangers font l'objet d'une définition spécifique distinguant entre leur caractère ouvert ou fermé⁷⁸.

La difficulté pratique (liée au caractère décentralisé de la *blockchain*) consiste à identifier le véhicule constitutif du *pooling* faisant l'objet de l'administration pour le compte des *token holders*, notamment en présence d'un *smart contract* dont les décisions d'investissement peuvent, sur le principe, être prises de manière décentralisée par les *token holders* (à l'instar de The DAO⁷⁹). Les aspects

techniques sont ici décisifs, notamment la possibilité pour un tiers d'accéder aux actifs sous-jacents d'une manière ou d'une autre, dans le but de les administrer (par exemple pour procéder à des investissements)⁸⁰.

Au demeurant, la question de l'administration par un tiers⁸¹ dépendra de la capacité d'une personne (physique ou morale) d'influer sur le code ou les décisions du *smart contract*, notamment via des interactions avec un autre *smart contract* par exemple visant à modifier le fonctionnement du *smart contract* initial. En effet, si un tiers possède la faculté de «reconfigurer» le *smart contract*, par exemple en y ajoutant des *trading bots*, alors ce tiers pourrait être considéré comme le gestionnaire du *smart contract*⁸².

4. Qualification d'intermédiation financière/intermédiaire financier (LBA)

La LBA est de manière générale applicable aux entités considérées comme intermédiaires financiers en raison de leur statut réglementaire (par exemple, les banques, les négociants en valeurs mobilières, les maisons de jeu)⁸³. La LBA est également applicable aux personnes qui, à titre professionnel, acceptent, gardent en dépôt ou aident à placer ou à transférer des valeurs patrimoniales appartenant à des tiers⁸⁴. Le critère déterminant est donc celui du pouvoir de disposition qu'une personne (physique ou morale) peut exercer sur des actifs appartenant à des tiers au sens de la LBA et de la pratique de la FINMA.

Dans le cadre de l'émission de tokens, la LBA peut trouver application, à plusieurs titres, et concerner plusieurs personnes participants à cette émission⁸⁵. Plus particulièrement, la LBA est applicable dès lors que les tokens sont utilisés, à titre professionnel, comme moyen de paiement⁸⁶. Les personnes en charge d'opérer le moyen de paiement seront considérées comme des intermédiaires financiers au sens de la LBA. En outre, la LBA est applicable aux intermédiaires (financiers) procédant en

⁷² Les obligations étant définies dans le P-LSFin comme «les parts de la totalité d'un emprunt qui sont soumises à des conditions identiques».

⁷³ Les native tokens, en raison de leurs caractéristiques, ne sont en principe pas concernés par un risque de qualification sous l'angle de la LSFin (le raisonnement étant le même que pour les valeurs mobilières ou les dérivés).

⁷⁴ RS 951.31.

⁷⁵ RS 951.311.

⁷⁶ Voir également: Communication FINMA 04/2017, section 2, p. 3.

⁷⁷ Art. 7 LPCC; pour un examen étendu de cette définition, voir L. AESCHLIMANN, Société ou placement collectif? Réflexion sur le champ d'application de la loi sur les placements collectifs, L. Thévenoz/Chr. Bovet (éd.), Journée 2008 de droit bancaire et financier, Schulthess, 2009, p. 35 ss; BSK KAG-DU PASQUIER/RAYROUX, Art. 7 N 3 ss; THOMAS JUTZI/SIMON SCHÄREN, Grundriss des schweizerischen Kollektivanlangenrechts, Bern 2014, N 73 ss.

⁷⁸ Les PCC étrangers sont définis à l'art. 119 LPCC; BSK KAG-COMTESSE/FISCHER, Art. 119 N 1 ss.

⁷⁹ Voir à propos de The DAO, chapitre IV.1.1 *infra*.

⁸⁰ La LBA pouvant également dans cette hypothèse être pertinente, voir à ce propos chapitre III.4. *infra*. L'accès aux sous-jacents collectés peut également être constitutif d'un dépôt (voir chapitre III.1. *supra*) et donc entraîner un risque d'autorisation non seulement bancaire, mais également au titre de banque dépositaire selon la LPCC.

⁸¹ Et donc de la question de savoir si la personne concernée doit requérir une autorisation en qualité de direction de fonds, voire de gestionnaire de placements collectifs, étant présupposé qu'il ait été au préalable possible d'identifier un véhicule d'investissement répondant aux conditions légales d'un placement collectif.

⁸² Il va également sans dire que si un token peut être qualifié de «part de placement collectif», les règles liées à la distribution sont applicables.

⁸³ Art. 2 al. 2 LBA.

⁸⁴ Art. 2 al. 3 LBA. Les lettres a à g de cet article ne sont pas exhaustives.

⁸⁵ Communication FINMA 04/2017, section 2, p. 3.

⁸⁶ Art. 2 al. 3 let. b LBA; Circulaire FINMA 2011/1, Cm 64; voir Communication FINMA 04/2017, section 2, p. 3.

particulier aux opérations de change⁸⁷ ou des transferts de tokens⁸⁸. En pratique, les courtiers en monnaies virtuelles et les plates-formes de négociation sont concernés par la LBA⁸⁹ et doivent généralement être affiliés à un organisme d'autorégulation (OAR) ou directement supervisé par la FINMA.

IV. Développements réglementaires récents

Depuis quelques mois, les tokens et les ICOs ont fait l'objet de plusieurs développements réglementaires importants. En effet, les autorités de surveillances de plusieurs pays étrangers (voir chapitre IV.1. *infra*) ont pris position sur les ICOs et sur le statut réglementaire des tokens. Sans surprise, compte tenu de la situation prépondérante en matière de technologies liées à la *blockchain*, la FINMA est également intervenue (voir chapitre IV.2. *infra*). Ces différentes interventions des autorités soulignent une tendance claire, sur le plan international, au renforcement de la surveillance des ICOs sous l'angle réglementaire et ce indépendamment de l'adoption de règles spécifiques.

1. Communications des régulateurs étrangers

Cette section présentera succinctement deux communications d'autorités de surveillance étrangères afin d'illustrer le surcroît d'interventionnisme des régulateurs⁹⁰. Seront ainsi passées en revue, les communications de la SEC et celle des Autorités canadiennes en valeurs mobilières («ACVM»)⁹¹.

1.1 Communication de la SEC

La SEC a publié, le 25 juillet 2017, un rapport d'enquête⁹² («**Report of Investigation**») suite à la vente de tokens dans le cadre de l'ICO du *Decentralized Autonomous Organization* («**The DAO**») en mai 2016⁹³.

⁸⁷ Change initial ou conversion d'une monnaie fiduciaire en crypto-monnaie.

⁸⁸ Négoce secondaire avec des tokens.

⁸⁹ Communication FINMA 04/2017, section 2, p. 3.

⁹⁰ Voir chapitre I. *supra*.

⁹¹ Le régulateur de Singapour, la Monetary Authority of Singapore, a également publié le 1^{er} août 2017 une prise de position. Le communiqué de presse est disponible sur le site de la MAS: <http://www.mas.gov.sg/News-and-Publications/Media-Releases/2017/MAS-clears-regulatory-position-on-the-offer-of-digital-tokens-in-Singapore.aspx> (lien consulté pour la dernière fois le 11 octobre 2017). Pour une liste des autres communications, voir les notes de bas de page données en Introduction (chapitre I. *supra*).

Communication FINMA 04/2017.

⁹² Release No. 81207/July 25, 2017. Disponible sur: <https://www.sec.gov/litigation/investreport/34-81207.pdf> (lien consulté pour la dernière fois le 11 octobre 2017).

⁹³ The DAO a été largement médiatisée, notamment suite au piratage dont il a fait l'objet. A noter cependant que ce piratage n'a pas d'in-

Dans le cadre de cette ICO, la SEC est arrivée à la conclusion que:

- (iv) les tokens émis par The DAO devaient être qualifiés de *securities* au sens du Securities Act of 1933 et du Securities Exchange Act of 1934⁹⁴;
- (v) The DAO aurait dû enregistrer l'offre et la vente des tokens (sous réserve de l'application d'une exception)⁹⁵; et
- (vi) les plate-formes sur lesquelles les DAO tokens étaient négociés auraient dû être enregistrées comme «*national securities exchanges*» (ou bénéficier d'une exception)⁹⁶.

Il est toutefois important de rappeler que la SEC n'a pas procédé à une généralisation des conclusions de son rapport. Elle n'a ainsi pas considéré que tous les tokens devaient être qualifiés de *securities*, une telle qualification étant fonction des circonstances et des propriétés des tokens concernés⁹⁷.

1.2 Communication des ACVM

Au mois d'août 2017, les ACVM⁹⁸ ont également publié une position commune concernant les émissions de cryptomonnaies et de tokens⁹⁹. Cette prise de position décrit la pratique des autorités canadiennes relatives à la qualification de ces émissions, ainsi que les différentes options réglementaires disponibles¹⁰⁰.

A cet égard, il est important de noter que selon l'ACVM de nombreuses ICOs impliquent l'émission de valeurs mobilières. Sans pour autant qualifier toute émission de tokens d'émission de valeurs mobilières (à l'instar de la SEC), cette position des régulateurs canadiens suggère une approche stricte et une surveillance accrue des ICOs.

cidence sur le raisonnement de la SEC.

⁹⁴ Report of Investigation, p. 11-15. En application du test dit du «*investment contract*» défini par la Cour suprême américaine dans *SEC v. W.J. Howey Co.*, 328 U.S. 293, 301 (1946). Certains commentateurs ont critiqué cette application d'un test «*agé*» de 71 ans, considérant que ce test n'était plus adapté, voir à ce propos: <https://www.coindesk.com/every-token-snowflake-secs-ico-guidance-isnt-enough> (lien consulté pour la dernière fois le 11 octobre 2017).

⁹⁵ Report of Investigation, p. 15-16.

⁹⁶ *Ibidem*, p. 16-17.

⁹⁷ *Ibidem*, p. 17.

⁹⁸ L'ACVM regroupe les autorités en valeurs mobilières des dix provinces et trois territoires du Canada, voir le site de l'ACVM: <https://www.autorites-valeurs-mobilieres.ca/default.aspx?langtype=1036> (lien consulté pour la dernière fois le 11 octobre 2017).

⁹⁹ Voir le communiqué de presse du 24 août 2017 sur le site de l'ACVM; https://www.autorites-valeurs-mobilieres.ca/presentation_des_ACVM.aspx?id=1606 (lien consulté pour la dernière fois le 11 octobre 2017).

¹⁰⁰ La prise de position de l'ACVM (Avis 46-307) est disponible en anglais sur le lien suivant: http://www.osc.gov.on.ca/en/Securities-Law_csa_20170824_cryptocurrency-offerings.htm (lien consulté pour la dernière fois le 11 octobre 2017).

2. Communication de la FINMA

Le 29 septembre 2017, la FINMA a publié une communication concernant le traitement prudentiel des ICOs¹⁰¹. Le but de cette communication est avant tout de rappeler que les ICOs sont susceptibles d'entraîner l'application d'une ou plusieurs réglementations et d'envoyer un message au marché et aux différents intervenants actifs dans le domaine des ICOs et des cryptomonnaies. A ce titre, la FINMA procède à un bref rappel des législations concernées. De manière générale et sans surprise, il convient de noter que la FINMA souligne qu'il convient de s'attacher au fond plutôt qu'à la forme (*substance over form*). Il découle de ce qui précède que:

- la notion d'«ICO» est équivalente à celles de «*token sale*» ou «*token generating event*» parfois utilisées en pratique pour éviter la connotation financière du terme «ICO»;
- c'est au contenu de l'ICO qu'il convient de s'intéresser, notamment lorsque le modèle sous-tendant une ICO et l'émission de tokens se rapproche du fonctionnement des marchés financiers traditionnels (voire en pratique tendent à le mimer); et
- les ICOs ou tout autre procédé similaire ne doivent pas être utilisés pour contourner le droit des marchés financiers en vigueur.

Dans cette communication, la FINMA rappelle également les différentes catégories réglementaires susceptibles d'entrer en ligne de compte lors d'une ICO et de l'émission de tokens (voir chapitres III.1. à 4. *supra*), ainsi que l'intérêt d'une prise de contact préalable avec ses services pour déterminer l'éventuelle application d'une ou plusieurs réglementations.

Cette communication souligne le fait, si cela était encore nécessaire, que la FINMA suit attentivement les développements des Fintechs et autres nouvelles technologies. Sur le plan pratique, cette communication démontre l'importance croissante des autorités de surveillance dans la structuration de certains projets et la nécessité de conduire une analyse réglementaire (et juridique) en amont avant de procéder au lancement d'une ICO.

3. Implications concrètes des communications

Si les différentes communications effectuées par les autorités de surveillance poursuivent avant tout un but de politique réglementaire (information et avertissement des parties prenantes et des investisseurs) sans entraîner une qualification juridique ou réglementaire générale des tokens, elles rappellent qu'il existe des risques réglementaires pour les émetteurs, les plates-formes d'échanges

et autres parties prenantes, notamment lorsque le projet porté présente une «coloration» financière.

Par ailleurs, ces différentes communications, en particulier celles des régulateurs étrangers, soulignent le risque *cross-border* encouru lors de l'émission de token. Ce risque sera d'autant plus présent lorsqu'un acteur suisse réglementé soumis à la surveillance de la FINMA participera d'une manière ou d'une autre à une ICO, étant donné que la garantie d'une activité irréprochable intègre le respect des règles étrangères. Le risque *cross-border* existe également pour les acteurs non-réglementés, notamment sous l'angle pénal, en cas d'infraction à des règles étrangères, lesquelles pourraient donner lieu à des procédures d'entraide internationale entre autorités compétentes.

Sur le plan pratique, les différentes interventions des régulateurs impliquent, dans une certaine mesure, une re-fonte des processus de structuration des projets et des émissions de tokens. Il est désormais difficile, selon le projet, de faire l'impasse d'une analyse réglementaire préalable, ainsi que de sur la mise en place de règles claires quant à la possibilité pour un investisseur de devenir *token holder* (en particulier des règles de KYC).

V. Conclusion

Le financement de start-ups par l'émission de tokens dans le cadre d'une ICO n'est pas une zone de non-droit. Le cadre juridique suisse actuel permet dans une certaine mesure d'appréhender la notion de token d'une part et leur émission d'autre part. La notion de token est fonctionnelle et se détermine à la lumière de son utilisation et des propriétés conférées par les porteurs de projet. Du point de vue du droit des marchés financiers, les principes actuels ancrés dans des règles générales et abstraites sont technologiquement neutres¹⁰² et font que le droit suisse offre un cadre juridique relativement flexible à ces nouveaux modes de financement. En définitive, ce n'est pas tant les tokens eux-mêmes qu'il convient de réglementer que leur utilisation. Si certains ajustements du cadre réglementaire applicable aux émissions de tokens peuvent sembler nécessaires dans un souci de clarification et de prévisibilité juridique, ils devront rester suffisamment pragmatiques et sur-mesure afin de permettre à la place financière suisse dans son ensemble ainsi qu'aux Fintechs de continuer à occuper une place de choix sur le plan européen et international.

¹⁰¹ Communication FINMA 04/2017 du 29 septembre 2017.

¹⁰² Voir à ce propos, Communication FINMA 04/2017, section 2, p. 2.