

# Tour d'horizon du droit financier Suisse : Crowdfunding – ICO – STO



**Auteur :** Thibault Langlois-Berthelot

**Date de rédaction :** 28/04/2021

*L'EHESS n'entend donner aucune approbation, ni improbation aux opinions émises dans ce document. Ces opinions doivent être considérées comme propres à leur auteur.*

L'avènement des nouvelles technologies du numérique fait aujourd'hui émerger de nouveaux usages en matière de financement. La digitalisation progressive des méthodes de levées de fonds bouleverse les relations commerciales et les régimes juridiques relatifs au triptyque conventionnel régissant les créanciers, les débiteurs et les porteurs de projets. En ce sens, le financement participatif numérique permet, grâce à des plateformes en ligne (**Section I**) et parfois couplées à une *Technologie de Registre Distribué (TRD)*<sup>1</sup> (**Section II**), d'optimiser certains processus de financements des entreprises.

## Section I. Crowdfunding

Selon l'*Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers (FINMA)*<sup>2</sup>, le *crowdfunding* « [...] désigne le financement d'un projet par un certain nombre de prêteurs de bailleurs de fonds. La foule (crowd) finance donc des projets en règle générale sur une plateforme Internet (crowdfunding-platform). Si un investisseur est intéressé par un projet, il peut le soutenir financièrement sur cette plate-forme. »<sup>3</sup>.

Cette première définition positionne dès lors les plateformes de *crowdfunding* dans un rôle d'intermédiaire financier : l'intermédiaire reçoit une rémunération - généralement sous la forme d'un pourcentage du montant collecté - pour effectuer une transaction en ligne. En échange, et selon les modalités du *crowdfunding*, la communauté de financeurs reçoit une compensation monétaire ou bien non monétaire.

En avril 2020<sup>4</sup>, la Suisse comptait 39 plateformes de financement participatif actives et domiciliées sur le territoire. L'année précédente, elles auraient permis à environ 180 000 personnes de soutenir et de financer des projets. Depuis une dizaine d'années, presque 1,68 milliard de francs suisses ont été collectés par le biais du *crowdfunding* (*sans compter les ICOs depuis 2017 (Cf. II)*).

Face à ces enjeux économiques et pour ne pas freiner l'innovation du secteur, le législateur suisse s'inscrit dans la continuité de ses règles financières classiques, dont certaines modalités ont toutefois été assouplies. Une analyse des différents moyens de financement

---

<sup>1</sup> Art. 16, alinéa 2 du [projet de loi fédérale sur l'adaptation du droit fédéral aux développements de la technologie des registres électroniques distribués](#)

<sup>2</sup> Le FINMA est un organisme de droit public indépendant au niveau institutionnel, opérationnel et financier. Il a été officialisé le 1<sup>er</sup> janvier 2009 pris en application de la loi n°956.1 sur l'autorité fédérale de surveillance des marchés financiers du 22 juin 2007, in <https://www.fedlex.admin.ch/eli/cc/2008/736/fr>

<sup>3</sup> FINMA, Fiche d'information sur le *Crowdfunding* (financement participatif), état au 1<sup>er</sup> juillet 2020, page 1/2

<sup>4</sup> Prof Dr A. Dietrich, Dr S. Amrein, Institute of Financial Services Zug (IFZ), *Crowdfunding Monitor Switzerland 2020*, page 3/52

participatifs possibles (A) nous permettra de comprendre leur appréhension particulière au regard de la législation Suisse (B).

### A. Les différents types de financement participatifs

En Suisse, le financement participatif (*crowdfunding*) est apprécié au cas par cas et au regard de la législation sur les marchés financiers<sup>5</sup>, c'est-à-dire en fonction de ses différentes finalités et modalités :

- Le **mécénat participatif** (*Crowdsupporting*): ce type de financement participatif constitue une forme de soutien avec des contreparties (*commerciales, financières ou en nature*) indirecte. Le droit suisse<sup>6</sup> permet une déduction fiscale par une réduction d'impôts à hauteur de 20% - fixé par le *droit fédéral* mais variant à partir de 10% selon les *cantons* - du revenu des personnes physiques ou du bénéfice des personnes morales. Concrètement, un donateur pourra soutenir des projets, via une plateforme participative et de façon désintéressée, moyennant certains avantages comme tels que la livraison d'un produit, la participation à une action de communication, etc.
- Le **prêt participatif** (*Crowdlending*) : cette forme de *crowdfunding* repose sur un prêt ainsi qu'un financement de projets par des personnes physiques ou morales, moyennant le versement d'intérêts proportionnels au risque collectif. Cette méthode de financement repose sur un besoin réciproque entre, d'une part, un ou plusieurs promoteurs immobiliers à la recherche de financements sans recourir à une banque (soit uniquement via une plateforme en ligne), et d'autre part, des investisseurs à la recherche de placement financier immobilier source de rendements. Le prêt participatif se fonde en principe sur un *contrat-cadre* regroupant généralement un *contrat de prêt*<sup>7</sup> (entre le promoteur et le bailleur de fonds) ainsi qu'un *contrat de courtage*<sup>8</sup> (entre la plateforme et le promoteur).
- **L'investissement participatif** (*Crowdinvesting*) : cette méthode de financement participatif a pour objectif de financer des sociétés sans recourir à des intermédiaires

---

<sup>5</sup> FINMA, Fiche d'information sur le *Crowdfunding* (financement participatif), état au 1<sup>er</sup> août 2017, page 1

<sup>6</sup> Art. 2 – II de la loi du 23 juillet 1987 relative au développement du mécénat : « Pour les contribuables autres que les entreprises, la limite de déduction mentionnée au I est de 1,25 p. 100 du revenu imposable. »

<sup>7</sup> Art. 412 du code des obligations (CO), article 412 : « Le courtage est un contrat par lequel le courtier est chargé, moyennant un salaire, soit d'indiquer à l'autre partie l'occasion de conclure une convention, soit de lui servir d'intermédiaire pour la négociation d'un contrat »

<sup>8</sup> Voir CO, Art. 312 : « Le prêt de consommation est un contrat par lequel le prêteur s'oblige à transférer la propriété d'une somme d'argent ou d'autres choses fongibles à l'emprunteur, à charge par ce dernier de lui en rendre autant de même espèce et qualité. »

financiers traditionnels (banques). Ainsi, des contributeurs (personnes physiques) investissent dans le capital de ces premières en contrepartie d'un *droit de participation* et/ou un *intéressement aux bénéfices* de la société en question. Concrètement, l'investissement participatif est particulièrement adapté aux startups ou aux petites et moyennes entreprises dont les accès aux financements classiques sont parfois complexes ou restreints. Notons que cette méthode se différencie du *prêt participatif* étant donné sa notion de risque plus importante : le *prêt participatif* doit être remboursé (risque faible) alors que *l'investissement participatif* comporte un risque plus important (risque de faillite de la startup, arnaques, etc.).

- Le **don** (*Crowddonating*) : en principe désintéressés, les *bailleurs de fonds* ne souscrivent à aucune contrepartie en échange de *dons financiers* à destination de projets à but non lucratif et d'intérêts généraux.

## **B. Cadre réglementaire et législation applicable : droit privé, droit fiscal et financier**

La Suisse ne possède pas de législation spécifiquement dédiée au financement participatif<sup>9</sup>. En principe, ce sont donc les dispositions propres au *droit fiscal*, au *droit privé* et au *droit des marchés financiers*, qui s'appliquent. De même, le *droit suisse de la surveillance* – articulé par la *FINMA* - ne dispose pas de dispositions spécifiques au *crowdfunding*. Ainsi, et parce qu'il existe quatre modèles de financement participatif distincts, il convient d'examiner au cas par cas les règles juridiques générales en vigueur.

### ➤ **La Loi sur les Banques (LB)<sup>10</sup> et l'Ordonnance sur les Banques<sup>11</sup>**

La *loi sur les banques* dispose qu'une *licence bancaire* est nécessaire pour toute personne qui accepte des dépôts (fonds) du public à titre professionnel<sup>12</sup> ou qui effectue de la publicité afin d'accepter des dépôts du public<sup>13</sup>. La notion de dépôt public est caractérisée par le fait d'accepter une contrepartie et un engagement vis-à-vis de tiers, pour son propre compte. Ainsi, la personne à l'origine de cet engagement devient redevable du remboursement de la

<sup>9</sup> En comparaison à certains pays qui ont adopté des dispositions spécifiques afin de fixer des limites aux montants investis par les bailleurs de fonds ou encore levés par les projets/emprunteurs

<sup>10</sup> [Loi fédérale sur les banques et les caisses d'épargne du 8 novembre 1934](#)

<sup>11</sup> [Ordonnance sur les banques et les caisses d'épargne du 30 avril 2014](#)

<sup>12</sup> Art. 1, al. 2, et art. 46, al. 1, let. a, de la [loi fédérale sur les banques et les caisses d'épargne du 8 novembre 1934](#). Le caractère professionnel est défini par la [Circulaire FINMA 2008/5, N 12](#) : le commerce des valeurs mobilières doit être une activité économique indépendante qui vise à réaliser des revenus réguliers

<sup>13</sup> Art. 49, al. 1.c, de la [loi fédérale sur les banques et les caisses d'épargne du 8 novembre 1934](#)

prestation correspondante<sup>14</sup>, auprès de ces mêmes tiers. Par conséquent, le principe en vigueur dispose que tous les engagements envers les clients caractérisent des dépôts<sup>15</sup>.

*L'article 6 de l'Ordonnance sur les Banques (OB)* définit l'activité comme professionnelle dès lors qu'un professionnel fait un appel au public afin d'obtenir des dépôts ou qu'il accepte plus de vingt dépôts du public.

De ce fait, puisqu'un nombre élevé de méthodes de levées de fonds participatives se conditionnent aux points juridiques évoqués précédemment, il apparaît que ces méthodes reposent sur l'acceptation de fonds de tiers à titre professionnel : la *LB* s'applique, sauf dans le cadre de certaines exceptions<sup>16</sup> énoncées par cette même loi.

#### ○ Règles applicables aux exploitants de plateformes participatives

Bien qu'il soit fortement recommandé aux exploitants de plateformes de financement participatif de vérifier auprès de la *FINMA* si une autorisation préalable à leur exercice est nécessaire, il est important de souligner que des modifications ont été apportées à l'*OB*, depuis le 1er août 2017 : il n'est plus nécessaire, pour ces plateformes, de détenir une autorisation lorsque leurs activités (i) sont non professionnelles, (ii) qu'aucune opération d'intérêts n'est faite avec lesdits fonds, et que (iii) ces derniers n'excèdent pas un montant récolté d'un million de francs suisse. Cependant, les bailleurs de fonds doivent être informés sans équivoque que l'envoi des fonds sur ces plateformes n'est pas garanti et soumis au contrôle de la *FINMA*.

Pour donner suite aux quatre méthodes de *crowdfunding* évoquées précédemment (**A**), il peut être résumé que pour ces dernières, la *loi bancaire* est applicable dès lors que les fonds transitent par les comptes de l'exploitant d'une plateforme professionnelle de financement participatif.

En principe et dans le cas où les fonds transitent directement depuis les bailleurs de fonds jusqu'aux porteurs de projets, la législation sur les marchés financiers ne soumet l'exploitant de la plateforme à aucune autorisation particulière. Il en est de même, lorsque les fonds échangés par l'exploitant et les investisseurs, transitent par l'intermédiaire d'un tiers de confiance indépendant (*escrow agent*).

---

<sup>14</sup> Confère [l'Arrêt du Tribunal Fédéral 136 II 43, consid. 4.2](#)

<sup>15</sup> Art. 5, al.1 de [l'Ordonnance sur les banques et les caisses d'épargne du 30 avril 2014](#) : « Sont considérés comme des dépôts du public tous les engagements envers les clients, à l'exception de ceux visés aux al. 2 et 3. »

<sup>16</sup> Ibid.

En exception à ce principe, lorsque l'exploitant d'une plateforme de financement participatif accepte des avoirs dans un autre but que celui de les transmettre aux responsables du projet et que les avoirs en question, pour quelque raison que ce soit, restent pendant une période supérieure à soixante jours sur ses comptes, alors il s'agit d'une activité, considérée comme professionnelle, et doit être soumise à l'obtention préalable d'une autorisation en application de la *LB*.

○ **Règles applicables aux responsables de projets proposés sur les plateformes**

Tout comme les exploitants de plateformes de *crowdfunding*, les responsables de projets sont soumis à la *LB* et doivent bénéficier d'une autorisation de la *FINMA* dès lors : (i) qu'ils acceptent à titre professionnel des fonds sur leur propre compte et provenant de bailleurs de fonds, (ii) que les fonds récoltés sont des capitaux étrangers (prêts) ou (iii) qu'ils fassent de la publicité en vue de récolter des fonds du public.

Cependant, les responsables de projet peuvent profiter d'une exemption d'autorisation auprès de la *FINMA* s'ils n'acceptent pas de fonds d'un montant supérieur à un million de francs et remplissent d'autres conditions comme le devoir d'information<sup>17</sup>.

**1. L'exigence d'un prospectus : la loi fédérale complétant le Code civil suisse<sup>18</sup>**

Dès lors qu'un projet de financement participatif est listé sur une plateforme en ligne, il peut être considéré, au sens de *l'article 652 du code des obligations*, comme un appel public à l'investissement en valeurs mobilières. En ce sens, un *prospectus d'émission* oblige l'exploitant de la plateforme participative et/ou le porteur de projet à créer un prospectus d'émission - à destination des bailleurs de fonds – contenant des informations essentielles telles que : les risques économiques et financiers principaux<sup>19</sup>, la situation commerciale ou encore les perspectives impliquant la société émettrice. Par ailleurs, la *FINMA* ou l'un de ses *Organisme d'Auto-Régulation (OAR)*, doivent avoir la possibilité de contrôler<sup>20</sup>, avant sa publication, ledit prospectus. Notons que parallèlement au prospectus, *l'article 61 de la LSFIn* impose d'établir une feuille d'information de base « [...] *aisément compréhensible*. » et « [...] *qui doit se distinguer clairement du matériel publicitaire* ».

<sup>17</sup> Section 2, Art. 8, al.1 à 6 de la [loi fédérale sur les services financiers \(LSFin\)](#) impose un certain formalisme au regard de l'obligation d'information : le champ d'activités du prestataire de services, le « *service financier qui fait l'objet de la recommandation personnalisée* », les risques et les coûts liés audit service financier et aux instruments financiers, les relations économiques du prestataire avec des tiers, la composition de l'« *offre du marché prise en considération pour la sélection des instruments financiers* »

<sup>18</sup> [Du 30 mars 1911](#) (droit des obligations)

<sup>19</sup> [Art. 42 al. 1. a LSFIn](#)

<sup>20</sup> Art. 53 et 54 [loi fédérale sur les services financiers \(LSFin\)](#)

## ➤ La Loi fédérale sur les services financiers (LSFin)<sup>21</sup>

### • La notion de placements collectifs

Les placements collectifs sont définis aux *articles 7 et 8 de la loi fédérale sur les placements collectifs de capitaux* du 23 juin 2006<sup>22</sup>. Ainsi, le financement participatif semble rentrer dans le cadre de cette notion de placements collectifs, définis comme suit : « *Les placements collectifs sont des apports constitués par des investisseurs pour être administrés en commun pour le compte de ces derniers.* ». Ces placements peuvent être « *ouverts* » et « *[...] donnent à l'investisseur un droit direct ou indirect au remboursement de ses parts à la valeur nette d'inventaire à la charge de la fortune collective.* »<sup>23</sup>. Par conséquent, la majorité des méthodes de financement participatif entre dans le cadre de ces définitions, excepté pour les sociétés exerçant une activité commerciale ou industrielle, qui ne sont pas soumises<sup>24</sup> à la LPCC.

Les conséquences de cette qualification résident dans le fait que « *quiconque administre ou garde des placements collectifs, représente des placements collectifs étrangers en Suisse ou administre à titre professionnel des valeurs patrimoniales au nom et pour le compte d'institutions de prévoyance doit obtenir une autorisation de la FINMA* »<sup>25</sup>. Néanmoins, puisqu'il n'existe pas de critères préétablis permettant de délimiter une société opérationnelle exerçant une activité commerciale et une société d'investissement, une analyse au cas par cas de la situation concrète de chaque société est nécessaire.

### • La notion de valeurs mobilières

La notion de valeurs mobilières est 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, depuis le 1<sup>er</sup> janvier 2016<sup>26</sup> de la façon suivante : « *[...] 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.* ». De même, selon les conditions du *crowdfunding* (s'il y a une proposition de services/conseils numériques dans le domaine de la gestion de placements/fortune par exemple) alors une autorisation est nécessaire, en application de la *LSFin*.

<sup>21</sup> Du 15 juin 2018

<sup>22</sup> <https://www.fedlex.admin.ch/eli/cc/2006/822/fr>

<sup>23</sup> Art. 8 de la [loi fédérale sur les placements collectifs de capitaux](#)

<sup>24</sup> Art. 2 al. 2-d de la [loi fédérale sur les placements collectifs de capitaux](#)

<sup>25</sup> Art. 5 al. 1 [LEFin](#) et art. 13 al. 1 de la [LPCC](#)

<sup>26</sup> Art. 2-b [LIMF](#)

Par conséquent, selon les cas d'usage et les contreparties proposées par les porteurs de projets de financement participatif, les engagements et contreparties du *crowdfunding* peuvent être qualifiés de valeurs mobilières (Cf. II.B). Cela contribue notamment à améliorer la sécurité des investisseurs tout en renforçant une sécurité juridique sans entraver l'innovation de ces nouveaux moyens de financement.

➤ **La Loi fédérale sur le blanchiment d'argent et le financement du terrorisme (LBA)<sup>27</sup>**

Les lois fédérales sur le blanchiment d'argent s'appliquent à la fois aux banques et aux institutions financières non bancaires. La *Commission Fédérale des Banques (CFB)*, l'*Office Fédéral des Assurances Privées (OFAP)* ainsi que la *Commission Fédérale des Maisons de Jeu (CFMJ)* sont les principales autorités de surveillance d'un certain nombre d'intermédiaires financiers tels que les banques, les négociants en valeurs mobilières ou encore les institutions d'assurance. Les autres intermédiaires financiers sont tenus de se soumettre à la surveillance directe de l'autorité de contrôle en matière de lutte contre le blanchiment d'argent (*FINMA et/ou OAR*<sup>28</sup>). Ces derniers doivent être totalement indépendants de la direction des intermédiaires qu'ils supervisent tout en veillant au respect des obligations de diligence. Le non-respect de ces obligations peut entraîner des sanctions administratives ou encore professionnelles (amendes voire révocation de l'agrément professionnel).

De manière pratique et parce qu'il existe environ une quarantaine de plateformes de financement participatif en Suisse, la *FINMA* recommande aux exploitants de ces plateformes d'étudier au cas par cas leur situation afin, le cas échéant, de procéder à certaines mises en conformité. Concrètement, les exploitants de *crowdfunding* qui acceptent que transitent sur leurs comptes des fonds pour financer des projets, rentrent dans la cadre de la définition des intermédiaires financiers au sens de l'article 2 alinéa 3 de la *LBA*<sup>29</sup>, au même titre que tous les services de paiements.

Finalement, dès lors que la *FINMA* reçoit des indications concrètes concernant une activité de *crowdfunding* exercée sans sa connaissance et son autorisation préalable, la *FINMA*

---

<sup>27</sup> Du 10 octobre 1997, [https://www.fedlex.admin.ch/eli/cc/1998/892\\_892\\_892/fr](https://www.fedlex.admin.ch/eli/cc/1998/892_892_892/fr)

<sup>28</sup> Confère la liste à jour des organismes d'autorégulations (OAR) reconnus par la *FINMA* (liste à jour des OAR : <https://www.finma.ch/fr/finma-public/bewilligte-institute-personen-und-produkte/>)

<sup>29</sup> « 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 », [https://www.fedlex.admin.ch/eli/cc/1998/892\\_892\\_892/fr](https://www.fedlex.admin.ch/eli/cc/1998/892_892_892/fr)



possède l'autorité pour investiguer auprès des acteurs concernés. En plus de sanctions pénales encourues, la *FINMA* peut aller jusqu'à liquider la société en question.

## **Section II. Initial Coin Offering (ICO) / Security Token Offering (STO)**

Juridiquement, les *ICOs* ne représentent en droit suisse qu'une nouvelle forme – et technique – de levée de fonds participative. Ainsi, il n'existe pour le moment pas d'exigences réglementaires propres aux *ICOs*. Ces dernières s'inscrivent donc dans le cadre de la législation évoquée précédemment.

Actuellement, le droit Suisse considère ces *jetons d'investissement* comme une forme de *titrisation numérique d'actifs financiers tangibles*. Ainsi, ces derniers possèdent une reconnaissance juridique en tant que *valeurs mobilières*, comme évoquées puis définies précédemment.

Cependant, des incertitudes demeurent pour les bailleurs de fonds, au regard du *droit civil suisse*. En effet, une *ICO* engage la responsabilité civile du porteur de projet qui doit, en principe, fournir une contrepartie (financière ou en nature) à l'investisseur. Dans les faits, cette contrepartie financière prend souvent la forme d'un *jeton numérique* – lié au projet du porteur de son porteur - que reçoit l'investisseur : la question de la qualification, de l'utilité ou encore de l'interprétation juridique de ces *jetons* se pose alors au regard du droit civil. Aussi, il est important de comprendre que chaque *ICO* propose et évolue souvent dans un contexte bien particulier, dont la *FINMA* encourage un *encadrement normatif* « *au cas par cas* »<sup>30</sup>.

Parce que la *FINMA* suggère une démarche basée sur les différences fonctionnelles et techniques des différents types de jeton et *tokens numériques* (II. A), nous essayerons d'en déterminer l'approche et le régime juridique applicable (II. B).

### **A. Les différents types de levées de fonds en crypto-actifs (ICOs)**

Une levée de fonds en *jeton numérique* ou *Initial Coin Offering (ICO)* est assimilable, en pratique, à une levée publique et en ligne, de fonds en *crypto-actifs*. Concrètement, il s'agit pour un porteur de projet d'attirer des investisseurs puis de récolter auprès d'eux des fonds en *crypto-actifs*, afin de leur proposer une contrepartie (financière ou non et ultérieure ou non), en échange. Ce processus de financement possède, parce qu'il se base sur la

---

<sup>30</sup> Suite à lecture du rapport *FINMA*, Communication *FINMA* sur la surveillance et le traitement prudentiel des *initial coin offerings*, 29 septembre 2017, il apparaît que le droit sur les marchés financiers n'est pas applicable à tous les *ICOs* et que l'obligation d'assujettissement n'est pas systématique mais plutôt sujette à variation selon les types et définitions propres à chaque *ICO*

technologie *blockchain*<sup>31</sup>, de nombreuses variantes selon les situations, finalités et contextes dans lesquels évoluent les porteurs de projets. Actuellement, seuls certains *États Fédéraux* suisses ont, via leur autorité de surveillance des marchés, proposé une définition pour les *jetons numériques*.

Il convient d'établir une distinction entre les *ICOs* et les *Security Token Offering (STO)* : un *STO* est une variante d'*ICO*, mais une *ICO* ne prend pas systématiquement la forme et l'usage d'un *STO* (Cf. sous-partie « *STO* » ci-après). En règle générale, les *ICOs* sont principalement utilisés dans le cadre du financement de projet technologique et en rapport avec la *blockchain* (aucun intermédiaire nécessaire pour faire transiter les fonds entre les bailleurs de fonds en *crypto-actifs* et les porteurs de projets), ce qui n'est pas nécessairement le cas des campagnes de financement participatif qui utilisent généralement des plateformes en ligne bien déterminées (elles représentent un intermédiaire de confiance nécessaire pour faire transiter les capitaux). Notons qu'une *ICO* n'offre pas systématiquement un *jeton d'investissement* aux bailleurs de fonds : elle a pour principal objectif de récolter des *crypto-actifs* de sorte que l'entreprise puisse développer des services, protocoles ou encore produits, avec lesquels ledit *jeton (utility token* définit ci-après) pourra être utilisé. À l'inverse, un *STO* représente un *jeton d'investissement* à proprement parler. La distinction paraît ainsi nébuleuse, et pourtant primordiale.

De façon concrète, les *ICOs* peuvent être un levier complémentaire au *crowdfunding* ou encore au *crowdlending* précités. En effet, leurs contreparties pourraient être matérialisées par un jeton digital représentant une récompense ou un droit futur sur un bien ou encore un service. Pour cela, il est important de comprendre les différents types de jetons existants, au regard d'une définition de la *FINMA*<sup>32</sup> :

➤ **Jetons de paiement** (*payment tokens*)

Ces *jetons* caractérisent le type d'*actifs numériques* qui défraient régulièrement la chronique. Ils peuvent être définis comme de nouvelles méthodes de paiements, rapides, sécurisées et sans intermédiaires ni frontières. Ils permettent l'achat de biens ou de services mais ne confèrent pas de droit spécifique vis-à-vis d'un tiers émetteur : ils ne sont pas caractérisés comme des valeurs mobilières.

➤ **Jetons d'utilité** (*utility tokens*)

<sup>31</sup> LANGLOIS-BERTHELOT Thibault, « La blockchain, un nouveau fondement pour la confiance numérique ? », sur *L'observatoire – IN Groupe* [en ligne], publié le 2 mars 2021.

<sup>32</sup> FINMA, Guide pratique pour les questions d'assujettissement concernant les *initial coin offerings (ICO)*, page 7/11

Ce type de jeton propose un accès futur - si l'entreprise lève des fonds en *crypto-actifs* et développe avec succès ses biens ou services – à des applications, services ou encore produits. Ces jetons pourront ainsi être utilisés par les investisseurs initiaux, pour bénéficier d'avantages et de contreparties (des remises par exemple) très avantageuses. Ainsi, un jeton d'utilité a pour vocation son utilisation au sein de l'écosystème développé par l'entreprise émettrice.

➤ **Jetons d'investissement** (*security tokens*)

Les jetons d'investissement représentent une nouvelle technique pour les classes d'actifs financiers. Ils reposent généralement sur des *actifs tangibles* ou encore *intangibles*. Par conséquent, les offres de *jetons d'investissements* (*STO*) sont en partie facilement sujettes à régulation, puisqu'ils représentent le prolongement numérique de faits juridiques (parts de sociétés, etc.). Ainsi, une *offre publique de jetons* (*ICO*) non régulée, peut devenir une offre de *jeton d'investissement* (*STO*), dès lors qu'elle caractérise des jetons d'investissement représentant une valeur patrimoniale, une créance ou encore un droit de participation au sens du droit des obligations et/ou des sociétés. Par conséquent, les jetons d'investissement reproduisent numériquement, et avec les avantages intrinsèques à la technologie *blockchain*, des titres négociables ou non (actions, obligations, produits dérivés, parts sociales, participation à l'intéressement, intérêts) sur le marché primaire ou encore secondaire. Par conséquent, le droit suisse considère les jetons d'investissement comme des *valeurs mobilières*.

Finalement, certaines entreprises utilisent dans les faits un ou plusieurs jetons pouvant caractériser à la fois des *jetons d'utilité*, *d'investissements* et de *paiements* : la qualification ainsi que l'encadrement juridique de ces derniers deviennent ainsi multilatérales, complexes et sujets à interprétation pour les autorités de régulation.

## B. Le cadre juridique applicable aux ICOs et STOs

- **Qualification et reconnaissance juridique des types de jetons numériques en tant que valeurs mobilières**

Aujourd'hui, il existe une divergence au sein de la *doctrine suisse* en matière de reconnaissance de certains types de *jetons numériques* en tant que *valeurs mobilières*, au regard du droit financier suisse. Cependant, nous retiendrons que la *FINMA* définit les *jetons d'investissements* comme des *droits valeurs* et donc des *valeurs mobilières*, ce qui n'est en revanche pas le cas pour les *jetons de paiements*.

Comme pour les *jetons de paiements*, les *jetons d'utilité* ne sont pas qualifiables en tant que *valeurs mobilières* dès lors qu'ils offrent un droit d'accès à un service numérique a posteriori. L'usage fondamental de ce jeton est ainsi son utilisation par l'investisseur en tant qu'outil mis à disposition et non en tant qu'objet d'investissement ou de spéculation. Cependant, si ce droit d'accès s'accompagne d'un aspect spéculatif - partiel ou total - alors la *FINMA* considérera ce jeton comme une *valeur mobilière*.

Concernant les *jetons d'investissement*, ces derniers sont qualifiables<sup>33</sup> en tant que *valeurs mobilières* en raison des *droits-valeurs* qu'ils accompagnent et qu'ils représentent. En effet, dès lors qu'un *jeton d'investissement* est standardisé et susceptible d'être diffusé en grand nombre et à un public large, il devient une *valeur mobilière*. Il en est de même pour considérer les *ICO*s prenant la forme d'un préfinancement proposant en contrepartie l'acquisition de *jetons*.

Finalement, sur la définition des bases légales évoquées précédemment, la *FINMA* est responsable de la vérification de la qualification juridique - en tant que *valeurs mobilières* ou non – des *jetons virtuels*. Au fond, les *droits valeurs* représentent des droits de même nature fondés sur une base juridique commune (conditions d'émission contractuelles, statuts de sociétés). Sur la forme, afin de voir naître un *droit valeur*, le *code des obligations*<sup>34</sup> oblige le débiteur à tenir à jour un journal d'inscriptions (papier ou numérique) desdits droits valeurs.

- **La législation applicable aux ICOs et STOs**

Le 16 février 2018, la *FINMA* a publié un *guide officiel sur les ICOs*<sup>35</sup> afin de définir des *lignes directrices* au regard de la législation suisse sur les marchés financiers actuellement en vigueur. À ces fins, la *FINMA* conclut ainsi que les *jetons* d'une *ICO* sont généralement

---

<sup>33</sup> Art. 2-b de la [LIME](#)

<sup>34</sup> Art. 973d al. 1 - 3 de la [loi fédérale complétant le code civil suisse](#)

<sup>35</sup> *FINMA*, Guide pratique pour les questions d'assujettissement concernant les *initial coin offerings (ICO)*, 11 pages

qualifiables en tant que *valeurs mobilières*. Les trois types de jetons définis par la *FINMA* rentrent aussi dans la *taxonomie du financement participatif (crowdfunding)* évoqué (I).

Le 25 septembre 2020, une nouvelle loi sur *l'adaptation du droit fédéral aux développements de la technologie des registres électroniques distribués*<sup>36</sup>, est adoptée. Cette dernière a intégré - au sein de 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 (LIMF)*<sup>37</sup> – de nouvelles dispositions concernant les systèmes de négociation pour les valeurs mobilières relatives aux *Technologies de Registres Distribués (TRD)*. De ce fait, les *TRD* qui utilisent des jetons de paiements et/ou d'utilité sont reconnues en matière de services de négociations (*post et ante*) ainsi que de services de conservation et de compensation.

Aussi, cette adaptation du *droit fédéral* a pour conséquence de faire évoluer certaines dispositions du *droit civil suisse*, notamment en acceptant que l'audit de *jetons numériques* reste sous l'entière responsabilité des parties, ou encore que certaines obligations du débiteur soient allégées<sup>38</sup>. Enfin, le législateur définit trois principes<sup>39</sup> auxquels un *TRD* doit se conformer :

1. Fournir au créancier la possibilité de disposer de ses droits au moyen de procédés techniques clairement identifiables.
2. Protéger les utilisateurs contre toute modification par un tiers non autorisé.
3. Permettre aux créanciers de consulter et de vérifier l'intégrité du contenu du registre qui les concerne sans l'intervention d'un tiers.

Cependant, tant que les méthodes de financement en *crypto-actifs* sont différentes et susceptibles d'évolution techniques, la *FINMA* ne préconise pas des règles d'évaluations générales et abstraites applicables à toutes les *ICOs* et *STOs*, mais plutôt des investigations sur mesures afin d'encadrer de façon optimale les conséquences économiques de ces nouvelles méthodes de levées de fonds, eu égard au cadre juridique en vigueur.

Aucune évaluation abstraite d'ordre général et définitive concernant le droit des marchés financiers applicable n'est possible, notamment en raison des formes très différentes que peuvent prendre les jetons et les *ICOs*. Toutes les caractéristiques de cas particuliers

---

<sup>36</sup> Confère ladite loi disponible [ici](#)

<sup>37</sup> <https://fedlex.data.admin.ch/filestore/fedlex.data.admin.ch/eli/cc/2015/853/20200101/fr/pdf-a/fedlex-data-admin-ch-eli-cc-2015-853-20200101-fr-pdf-a.pdf>

<sup>38</sup> Art. 973d al. 3 de la [loi fédérale sur l'adaptation du droit fédéral aux développements de la technologie des registres électroniques distribués](#) : « Le débiteur veille à ce que l'organisation du registre de droitsvaleurs soit adaptée au but de ce dernier. Il veille en particulier à ce que le registre fonctionne en tout temps conformément à la convention d'inscription »

<sup>39</sup> Bruno Mathis, [La Suisse adapte son droit fédéral aux crypto-actifs](#), DALLOZ actualité, publié le 30 septembre 2020, consulté le 03/03/2021

doivent être prises en compte, sur la base des informations minimales à remettre par les organisateurs. Dans le sens d'une approche économique, la *FINMA* se base sur la teneur effective d'une *ICO*, a fortiori s'il existe des indices laissant à penser qu'il s'agit de structures de contournement.

Lorsque la *FINMA* reçoit de la part d'un projet, une demande d'assujettissement, plusieurs critères formels sont nécessaires à l'appréciation d'une éventuelle autorisation pour exercer sur le marché financier suisse. Ces critères peuvent concerner le projet en général, la définition concrète et l'émission des jetons sur le marché primaire mais aussi secondaire. Les organisateurs de l'*ICO* doivent donc définir et documenter les conditions de participation et d'émission pour l'*ICO* prévu avec suffisamment de transparence.

Par exemple, en cas d'émission de jetons d'investissement reposant sur l'émission préalable d'actions, l'émetteur devra établir un prospectus selon la législation<sup>40</sup> applicable. Cette responsabilité pèse ainsi sur tous les émetteurs d'*ICOs* dès lors qu'ils s'adressent à des offres publiques d'achat de valeurs mobilières dont les exceptions sont listées à l'article 37 de la *LSFin*<sup>41</sup>.

Au regard de la législation sur les valeurs mobilières, en cas de dettes ou de faillites pour cause d'insolvabilité du porteur de projet, les bailleurs de fonds peuvent revendiquer une restitution de leurs jetons numériques afin d'obtenir une indemnisation en contrepartie. Pour cela, une tenue des comptes collectifs est requise et les actifs financiers attribuables à chaque bailleur de fonds doivent ainsi être identifiables (en cas de restitutions).

Finalement, la *FINMA* a joué un rôle prépondérant en matière de régulation des différentes méthodes de levée de fonds participatives, ainsi qu'au regard de la technologie blockchain.

L'application d'une législation souple mais non équivoque, doublée d'une fiscalité avantageuse, confère aujourd'hui à la Suisse une position juridique centrale par rapport aux autres pays de l'Europe occidentale.

\*\*\*

---

<sup>40</sup> [Art. 35, al. 1 et 1 bi](#) « Quiconque en Suisse soumet une offre au public en vue de l'acquisition de valeurs mobilières ou demande que des valeurs mobilières soient admises à la négociation sur une plate-forme de négociation au sens de l'art. 26, let. a, LIMF10 doit publier au préalable un prospectus. » & [loi fédérale du 15 juin 2018 sur les services financiers](#)

<sup>41</sup> <https://www.fedlex.admin.ch/eli/cc/2019/758/fr>

## Bibliographie

FINMA, Guide pratique pour les questions d'assujettissement concernant les *initial coin offerings (ICO)*, 11 pages

Audrey Durand, Questions choisies et aspects pratiques du crowdfunding, 2018, 31 pages, Dike Verlag AG

BARRILLIER Lucien, CEI CIWM Conseiller immobilier | Expert en estimations immobilières avec brevet fédéral | Membre et AIWM SFAA et, « Tour d'horizon de la qualification des jetons numériques », sur *Investir.ch* [en ligne], publié le 27 février 2019, [consulté le 28 avril 2021]

« RS 952.0 - Loi fédérale du 8 novembre 1934 sur les banques et les caisses d'épargne (Loi sur les banques, LB) », [consulté le 28 avril 2021]

« La Suisse adapte son droit fédéral aux crypto-actifs - Affaires | Dalloz Actualité », [consulté le 28 avril 2021]

« La Suisse, pionnière en matière de technologie des registres distribués », sur *SwissBanking* [en ligne], [consulté le 28 avril 2021]

FINMA Eidgenössische Finanzmarktaufsicht, « La FINMA publie un guide pratique sur les ICO », sur *Eidgenössische Finanzmarktaufsicht FINMA* [en ligne], [consulté le 28 avril 2021]

FINMA Eidgenössische Finanzmarktaufsicht, « Asset Management », sur *Eidgenössische Finanzmarktaufsicht FINMA* [en ligne], [consulté le 28 avril 2021]

SÉCHAUD Charlotte et AVOCATS Reiser, « ALEXANDRE DE SENARCLENS, AVOCAT, LL.M., ASSOCIÉ, REISER AVOCATS », 2020 *Ibid.* GOY Dominique et CONUS Damien, « Le crowdlending immobilier » [en ligne], *Ann. Mines - Realites Ind.*, Février 2016, F.F.E., 2016, [consulté le 28 avril 2021]

« Modification de la loi sur les banques et de l'ordonnance sur les banques (FinTech) - Rapport explicatif relatif au projet mis en consultation »

« RS 952.02 - Ordonnance du 30 avril 2014 sur les banques et les caisses d'épargne (Ordonnance sur les banques, OB) », [consulté le 28 avril 2021].