

REGULATION

Réglementation des Initial Coin Offerings (ICOs) en Suisse

The Initial Coin Offerings (ICOs) regulations in Switzerland

La récente flambée des cours du Bitcoin a soudainement braqué les projecteurs médiatiques sur les cryptomonnaies, et, dans une certaine mesure, sur la technologie sous-jacente aux monnaies numériques: la technologie de la blockchain. Si cet éclairage médiatique a définitivement sorti cette technologie des cercles plus ou moins confidentiels des amateurs de problèmes mathématiques et des cryptographes, il est aussi à l'origine d'un engouement pour le développement d'une multitude de projets qui s'appuient sur cette technologie. Simultanément, la question de l'accompagnement (voire de l'encadrement) juridique du mouvement précité a pris une acuité qu'elle n'avait pas il y a de cela encore quelques mois.

The recent sharp rise in Bitcoin prices has suddenly put media spotlight on cryptocurrencies, and, to some extent, on the underlying technology behind digital currencies: the blockchain technology. This heightened media coverage has not only crawled out this technology from more or less confidential circles of mathematical problems enthusiasts and cryptographers, but has also fuelled a new craze for the development of a multitude of projects dependent on this technology. At the same time, the question of legal support (and even legal framework) of the aforesaid trend has taken on a significance that it did not have a few months ago.

À l'origine du Bitcoin et de la technologie qui y est associée, on trouve le défi suivant: est-il possible de créer une «monnaie» purement virtuelle, échangeable via les moyens de communication électroniques modernes, où les transactions effectuées peuvent être enregistrées de façon certaine, sûre, unique et vérifiable et, qui plus est, en s'affranchissant des contraintes liées à un contrôle centralisé des transactions?

At the origin of the Bitcoin and the technology associated with it, there was the following challenge: is it possible to create a "currency" which is completely virtual and tradable via modern electronic means of communication, where the transactions carried out can be recorded in a specific, safe, unique and verifiable manner and, more importantly, free of the constraints related to a centralized monitoring of the transactions?

La question a trouvé une réponse affirmative après diverses tentatives et la résolution d'un certain nombre de problèmes, dont celui-ci: le concept de monnaie virtuelle ainsi décrit doit, par essence, prendre la forme de données électroniques; il s'agit donc de faire en sorte que celui qui transfère tout ou partie de sa «monnaie» *n'en conserve pas une copie* et, respectivement, de s'assurer que celui qui «télécharge» tout ou partie de la monnaie de sa contrepartie ne puisse pas en télécharger plus que le stock du payeur; à défaut, si elle pouvait être «copiée» à l'infini, la monnaie virtuelle ainsi créée perdrait rapidement toute valeur.

This question has found a positive answer after various efforts and the resolution of quite a few number of issues, including the following one: virtual currency as described, should, by its very nature, be in the form of electronic data; however such virtual currency should be created in such a way that a person transferring all or part of his "currency" *does not keep a copy of the transferred currency*, and, respectively ensure that the person who "downloads" all or part of his counterparty's money may not be able to download more than the payer's stock; failing that, if it could be copied endlessly, then virtual money would rapidly depreciate.



Marco Villa

La création d'une telle monnaie virtuelle est rendue possible par la technologie de la *blockchain*, soit la chaîne de blocs d'informations qui - sans entrer dans le détail de la technique - permet de porter et d'enregistrer dans la base de données des transactions relatives à la «monnaie» en question toutes les opérations de transfert successives effectuées. Le registre des transactions ainsi maintenu l'est de façon décentralisée (d'où l'expression de «registre distribué» ou *distributed ledger*); il est consultable et vérifiable en tout temps; il est de surcroît infalsifiable et sûr (compte tenu de la nature décentralisée du registre, celui-ci se trouve dupliqué sur de nombreux serveurs en divers endroits, ce qui limite fortement le risque de perte ou de corruption des données qu'il contient); enfin, la méthode de validation des transactions, également décentralisée (méthode du consensus - selon la modalité implémentée en relation avec la blockchain concernée), permet de s'affranchir de la présence d'une autorité unique de contrôle ou d'un intermédiaire spécialisé, lequel représente souvent un coût et n'est parfois pas fiable.

Depuis la création du premier Bitcoin en 2010, la technologie sous-jacente de la blockchain n'a jamais été remise en cause. Elle a même fait de nombreux émules puisqu'un grand nombre de protocoles concurrents à celui du Bitcoin, basé sur la technologie blockchain ont vu le jour depuis 2010. Certains conservent un caractère «public» (Ether, Litecoin, etc.) alors que d'autres ont été conçus comme des blockchains «privées».

Cette technologie a même connu des développements surprenants: elle permet non seulement de créer et de transmettre de façon dématérialisée des unités de «monnaie» virtuelle ou d'autres «jetons» (*tokens*) de paiement, mais il est même possible d'associer à certains jetons certains droits particuliers, par exemple: le droit d'obtenir une certaine prestation (livraison d'un service ou d'un produit), le droit de participer à un vote qui confèrera certains droits ou certaines obligations à des tiers, le droit de déclencher en faveur d'un tiers un paiement automatique en unités de monnaie virtuelle lorsque certaines conditions sont remplies, le droit d'obtenir un paiement, etc., toujours avec les avantages précités (fiabilité, incorruptibilité des données, décentralisation et suppression de la nécessité d'un intermédiaire spécialisé, etc.).

L'émission d'une «monnaie» virtuelle n'est qu'une des applications possibles de cette

technologie, et ce ne constituera d'ailleurs probablement pas son utilisation principale. Après tout, considérant le fait qu'il n'existe en général, sous réserve d'exception, qu'une seule monnaie nationale ayant cours légal émise par chaque Etat, nous ne voyons pas qu'il existe un besoin pour des milliers de cryptomonnaies différentes, à l'exception peut-être de jetons de paiement conçu pour, et à utiliser par, une communauté d'utilisateurs particuliers, étant au surplus précisé qu'il sera certainement difficile de convaincre le marché en général d'attribuer - purement sur la confiance - une valeur à une «monnaie» virtuelle qui n'aura trouvé que quelques preneurs.

De fait, bon nombre de projets d'émission de jetons s'appuyant sur une infrastructure de type blockchain ne concernent pas l'émission de jetons qui n'auraient pas d'autres fonctions que d'être transférables et de servir de moyen de «paiement» (dans la mesure où ils sont acceptés à cet effet), mais portent sur l'émission de jetons qui confèrent d'autres droits ou privilèges, et qui sont aussi, le plus souvent, associés à une levée de fonds.

Il n'est en effet pas rare que l'émission et la remise de jetons particuliers, ou la promesse d'émission et de remise de ces jetons, s'opèrent contre un paiement préalable, lequel peut prendre la forme d'un paiement en une cryptomonnaie établie (Bitcoin, Ether, etc.) ou même en devises conventionnelles (par exemple, en francs suisses).

Et ces projets sont de plus en plus nombreux, au point qu'ils sont désormais proposés aussi au grand public.

Le côté innovant de la technologie blockchain, son aspect ultramoderne, voire mystérieux, le battage médiatique qui l'accompagne, le suc-

Creation of such virtual money has been rendered possible by the blockchain technology, a range of information blocks which - without going into the technical details - enable to enter and store, in the transaction database relating to the "currency" in question, every successive transfer operation carried out. The transaction ledger held is kept in a decentralized way (thus giving rise to the term "distributed ledger"); it can be consulted and verified at all times; it is moreover forgery-proof and secure (given the decentralized nature of the ledger, it is duplicated on several servers in various places which, as such, severely limits the risk of loss or corruption of the data it contains); finally, the validation method of the transactions, also decentralized (the consensus method - in accordance with the terms of the method implemented on the relevant blockchain), permits to escape from the presence of a single supervisory authority or of a specialised intermediary, the latter often representing a cost and not being always reliable.

Since the creation of the first Bitcoin in 2010, the underlying blockchain technology has never been challenged. It has even been copied, and a large number of protocols competing with that of the Bitcoin and based on the blockchain technology have emerged since 2010. Some of them have a "public" character (Ether, Litecoin, etc.) while others are designed as "private" blockchains.

This blockchain technology has even gone through surprising developments: it not only allows to create and to transmit, in a completely electronic way, units of virtual "money" or other pay out tokens, but it is also possible to associate certain particular rights to some tokens, for example: the right to obtain a specific benefit (delivery of a ser-



cès démesuré d'une cryptomonnaie comme le Bitcoin, et le fait qu'il est possible de participer à une telle émission depuis son salon (l'émission et les opérations de souscription peuvent être réalisées entièrement par voie électronique, via Internet) sont autant de facteurs qui peuvent pousser des investisseurs à casser leur tirelire pour investir dans un projet où ce qui leur est remis, ou leur sera remis, est une cryptomonnaie (moyen supposé de paiement) ou un cryptojeton auquel sont (ou seront) associés certains droits ou qui donne (ou donneront) accès à certains services.

La Suisse a attiré de nombreux promoteurs de projets d'émission de cryptojetons. L'écosystème technique et scientifique y est en effet favorable au développement de nouvelles technologies, qui de surcroît sont souvent soutenues par les autorités.

L'attrait de la Suisse a par ailleurs été renforcé par la croyance que l'émission de cryptojetons n'y est aucunement réglementée, et que les autorités sont permissives.

Il est vrai qu'il n'existe pas, dans la législation suisse (ni, à notre connaissance, dans le cadre d'autres législations), une loi ou une ordonnance traitant spécifiquement de la nature juridique des cryptojetons, de leur émission ou encore des droits qui appartiennent au «porteur» d'un cryptojeton, notamment lorsque le service ou le droit auquel le cryptojeton est supposé donner accès n'est plus disponible ou n'est tout simplement pas mis à disposition.

Mais cela ne signifie nullement que les cryptojetons ne sont appréhendés par aucune règle, ni qu'aucune norme, de droit privé ou de droit public, ne régit les relations entre le «porteur» d'un cryptojeton, son émetteur, ou même les intermédiaires qui en facilitent la circulation.

C'est même tout le contraire: les normes et règles qui sont susceptibles de régir les cryptojetons et leurs émetteurs sont nombreuses, et la difficulté ne réside pas dans l'absence de normes, mais bien dans la détermination correcte de la ou des normes applicables en fonction de la situation.

Dans le domaine du droit privé, et s'il est vrai que le cryptojeton est un animal juridique dont on peut discuter de la question de savoir à quelle espèce il appartient (est-ce une chose? une créance? ou un droit immatériel de type réel similaire à ceux découlant des droits de propriété intellectuelle?), dans nombre de cas, son utilisation intervient simplement comme instrument d'exécution d'une obligation (en général de type contractuel) et les conséquences de son «non-fonctionnement», respectivement la non-réalisation de la promesse éventuelle faite par son émetteur en relation avec l'utilisation du cryptojeton, se résolvent par l'application des règles ordinaires prévues par le Code des obligations.

Par exemple, la société qui lève des fonds en émettant des cryptojetons qui sont censés donner droit, dans le futur et à certaines

conditions, à un versement égal au montant du dividende versé à ses actionnaires, mais qui – toutes conditions préalables remplies – ne respecte pas son engagement de mettre à la disposition des «porteurs» de cryptojetons un montant égal à celui du dividende distribué et les prive ainsi du paiement attendu est certainement responsable à l'égard des «porteurs» de cryptojetons de la violation des engagements pris, lesquels d'ailleurs ne résultent pas des cryptojetons eux-mêmes mais des promesses qui ont été faites à l'occasion de l'émission de ces cryptojetons.

La mise en œuvre, par les «porteurs», de leurs prétentions peut s'avérer compliquée (comment prouver la titularité d'un cryptojeton? Suffit-il de démontrer être le «porteur» du «wallet» dans lequel ils sont stockés?), d'autant plus que la question de la qualification des engagements juridiques pris par l'émetteur peut s'avérer délicate (les promesses faites aux premiers acquéreurs de cryptojetons sont-elles cessibles et passent-elles aux «porteurs» successifs des cryptojetons? Si oui, sur la base de quel mécanisme juridique? Est-ce par une interprétation extensive du concept de créance *propter rem*, où les droits des «porteurs» sont liés aux cryptojetons même si ceux-ci ne sont ni des choses, ni des créances, ni des papiers-valeurs?). Mais nous ne doutons pas que la pratique saura trouver les outils juridiques nécessaires à résoudre ces problématiques, par voie d'interprétation, dans la trousse à outils des règles à sa disposition. Et rien n'empêche d'ailleurs, sous l'angle

vice or of a product), the right to take part in a vote which will confer certain rights or certain obligations to third parties, the right to trigger, in favour of a third party, an automatic payment in units of virtual money when specific conditions are met, the right to obtain payment, etc., still with the aforesaid advantages (data reliability and incorruptibility, decentralization and suppression of the need of a specialised intermediary, etc.).

Issuing virtual “currency” is one of the many possible applications of this technology, and, moreover this will probably not constitute its main use. After all, taking into consideration the fact that there is, subject to some exceptions, usually only a single national lawful currency issued by each State, we do not see the need for thousands of different cryptocurrencies, with the possible exception of pay-out tokens designed for, and to be used by, a community of particular users, it being specified that it will certainly be difficult to convince the overall market to assign – purely on a trust basis – a value to a virtual currency which will find only a few buyers.

Indeed, a large number of projects which aim at issuing tokens, based on the blockchain technology, do not concern issuing tokens that would have no other functions than being transferable and used as a means of “payment” (insofar as they are accepted for this purpose), but focus on the issuing of tokens that confer *other rights or privileges*, and that are also, quite often, associated with a fund-raising transaction.

In fact, it is not unusual that the transaction relating to the issue and remittance of specific tokens, or the promise to issue and to remit these tokens, is correlated with an advance payment request, where such requested advance payment may itself take the form of an established cryptocurrency payment (Bitcoin, Ether, etc.) or even of a conventional currency (for example Swiss Francs).

These projects are in such an increasingly large number that they are now also offered to the general public to subscribe.

The innovative side of the blockchain technology, its ultra-modern or even mysterious aspect, the media frenzy surrounding it, the disproportionate success of a cryptocur-

rency like the Bitcoin, and the fact that it is possible to take part in a public offering of tokens from the comfort of one's lounge (the issuance and subscription operations may be entirely realised by electronic means, via the internet) are all factors that may drive investors to break the bank and invest in a project where they obtain, or shall obtain, a cryptocurrency (supposed mean of payment), or a crypto token to which are (or shall be) attached certain rights, or a crypto token which gives (or shall give) access to certain services.

Switzerland has attracted many promoters of projects which aim at issuing crypto tokens. The technical and scientific ecosystem is in fact favourable to the development of new technologies, which are, moreover, often supported by the authorities.

The attractiveness of Switzerland has furthermore increased due to the belief that the issue of crypto tokens is not in any way regulated, and that the Swiss authorities are permissive.

It is true that there isn't in Swiss legislation (or, to our knowledge, under other legislations), a law or an ordinance specifically dealing with the legal nature of crypto tokens, with their issuance or even with the rights belonging to the “holder” of a crypto token, in particular, when the service or the right to which the crypto token is supposed to give access is no longer available or simply not made available.

But this, in no way, means that the crypto tokens are not concerned by any rule, or that any private or public law regulation does not govern the relationship between the “holder” of a crypto token, its issuer, or even the intermediaries who facilitate their circulation.

It is quite the contrary: the regulations and the rules liable to regulate crypto tokens and their issuers are numerous, and the difficulty does not lie in the absence of such norms, but in the correct determination of the applicable norm or norms depending on the situation.

In private law area, while it is true that the crypto token is a strange legal animal for which the question as to which species it belongs is debatable (is it a thing? a debt? or an intangible right of a real type similar

to those deriving from intellectual property rights?), in a number of cases, its use is simply considered as an instrument for carrying out an obligation (generally of contractual nature); the consequences of its “non-operation”, respectively the failure by its issuer to fulfil a potential promise in connection with the use of the crypto token, are resolved by applying the general rules as set out in the Swiss Code of Obligations. For example, a company that raises funds by issuing crypto tokens which are expected to entitle “holders” of such crypto tokens, in the future and under certain conditions, to a payment equal to the amount of the dividend paid to the company's shareholders, but that – once all the prerequisites are met – does not fulfil its engagement to make available to the “holders” of crypto tokens an amount equal to the distributed dividend and thus depriving them of the amount they were expecting, is certainly liable to crypto token “holders” for violation of the obligations which, by the way, do not arise from the crypto tokens themselves but from the promises that were made by it (the company) when the crypto tokens were issued.

Establishing the “holders” claims can be a complicated process (how should one prove ownership of a crypto token? Is it enough to demonstrate that one is the holder of the “wallet” in which the tokens are saved?); especially, the question of the qualification of the legal obligations undertaken by the issuer towards the “holders” of crypto token may be a delicate matter (are the commitments made to the first buyers of crypto tokens transferable and are they transferred to the successive “holders” of crypto tokens? If so, on the basis of which legal mechanism? Shall it be by a broad interpretation of the concept of claim *propter rem*, where the “holders” rights are linked to the crypto tokens even if these are neither things, nor claims, nor securities?). But we have no doubt that the practice will find the required legal tools to solve these concerns, through interpretation, in the available toolbox of rules. And, under private law, there is nothing to prevent from choosing legal qualifications that are different from one token to another one, depending on the nature, function or role assigned to the relevant crypto token.

Under public law, particularly from a regulatory perspective, qualification questions are also central issues. The “Practical Guide

du droit privé d'opter pour des qualifications différentes de la nature juridique d'un crypto-jeton en fonction du rôle qui lui est dévolu.

Dans le domaine du droit public, et singulièrement sous l'angle réglementaire, les questions de qualification sont également centrales. Comme le montre de façon claire le «Guide pratique pour les questions d'assujettissement concernant les initial coin offerings» de la FINMA de février 2018, il est tout à fait possible d'envisager une approche différenciée de la réglementation applicable aux crypto-jetons selon (c'est l'option choisie par la FINMA, mais d'autres options sont certainement aussi envisageables) la fonction attribuée au crypto-jeton considéré.

Selon l'approche proposée par la FINMA, on distinguerait trois sortes de cryptojetons :

- **les jetons d'utilité** (*utility tokens*), qui doivent en principe permettre à leur titulaire d'accéder à un service ou à une prestation en ligne;
- **les jetons de paiement** (*payment tokens, cryptocurrencies*), qui sont destinés (*de facto* ou selon l'intention de l'émetteur) à être utilisés comme moyen de paiement (cryptomonnaies) pour l'achat de tous services ou marchandises (ce qui présuppose leur acceptation comme moyen de paiement par des prestataires ou fournisseurs qui ne sont pas liés à l'émetteur du jeton, le jeton n'étant précisément pas associé à la fourniture d'un service ou d'une prestation spécifique). Selon la définition de la FINMA, rentrent aussi dans cette catégorie les jetons qui doivent servir à la transmission de fonds ou de valeurs. Les jetons de ce type ne donnent aucun droit à l'égard de l'émetteur;
- **les jetons d'investissement** (*investment tokens*): ces jetons «portent» des valeurs patrimoniales. Selon la FINMA, «de tels jetons» peuvent notamment représenter une créance au sens du droit des obligations envers l'émetteur ou un droit de sociétariat dans le sens du droit des sociétés. Des parts des revenus futurs d'une entreprise ou des flux de capitaux futurs sont par exemple promis aux détenteurs de jetons d'investissement. Sous l'angle de la fonction écono-

mique, le jeton représente ainsi notamment une action, une obligation ou un instrument financier dérivé. La catégorie des jetons d'investissement peut également inclure les jetons censés rendre négociables sur la *blockchain* des objets de valeur physiques.

La diversité des promesses qui peuvent être attachées à un jeton et les combinaisons possibles entre les droits qui y sont liés (un même jeton peut par exemple conférer un droit de vote en relation avec une certaine transaction et permettre à son porteur de recevoir des revenus de la part d'un émetteur), font qu'il est parfaitement concevable qu'un jeton présente des caractéristiques mixtes («hybride», dit la FINMA).

De plus, en fonction de la structuration de l'offre, on peut également distinguer les situations où les jetons émis sont immédiatement utilisables conformément à leur destination (par exemple: le service en ligne qu'ils permettent de débloquent est déjà opérationnel), ou qu'ils ne seront mis en circulation que postérieurement à une levée de fonds (l'émetteur prenant alors l'engagement de les mettre à disposition ultérieurement, soit que la nature du projet le commande, soit que le jeton doit encore être développé, soit que la blockchain sur laquelle le jeton sera émis est aussi encore à développer). Il est aussi envisageable que, en échange d'un apport de fonds, des jetons soient émis qui donneront le droit à recevoir d'autres jetons, correspondant au projet financé.

Ces catégories ne sont pas rigides. Comme toute classification, elle représente les choix de son auteur (la FINMA *in casu*) en fonction des besoins qui sont les siens: la surveillance et l'application des règles prudentielles.

A ce propos, et précisément en fonction du type de jetons considérés, la FINMA a exposé en substance sa vision de la problématique comme suit:

- certaines règles de la *loi sur les bourses et le commerce des valeurs mobilières (LBVM)* (par exemple: règles applicables aux maisons d'émission) sont susceptibles de s'appliquer aux jetons d'investissements, qui doivent être considérés comme des valeurs mobilières au sens de la Loi sur l'infra-

for Liability Matters regarding Initial Coin Offerings" of the FINMA of February 2018, clearly shows that it is quite possible to envisage a differentiated approach to the regulation applicable to crypto tokens depending on the function assigned to the crypto token concerned (this is FINMA's chosen option, but there are also other possible options).

According to FINMA's proposed approach, three categories of crypto tokens can be distinguished:

- **Utility tokens**, which, in principle, should allow holders to access to an online service or facility;
- **Payment tokens, cryptocurrencies**, which are intended (*de facto*, or according to the issuer's intent) to be used as a means of payment (cryptocurrencies) for buying any services or goods (which presupposes their acceptance as means of payment by services providers or suppliers having no link with the token issuer, as the token is not necessarily associated with the supply of a specific service or good). As defined by the FINMA, tokens to be used for the transfer of money and value also belong to this category. These types of tokens do not confer any right against the issuer;
- **Investment (or asset) tokens**: These tokens pertain to asset values. Such tokens can thus represent a claim within the meaning of the Code of Obligations against the issuer, or a participation right within the meaning of corporate law. According to the FINMA: "Asset tokens promise, for example, a share in future company earnings or future capital flows. In terms of their economic function, therefore, these tokens are analogous to equities, bonds or derivatives. Tokens which enable physical assets to be traded on the blockchain also fall into this category."

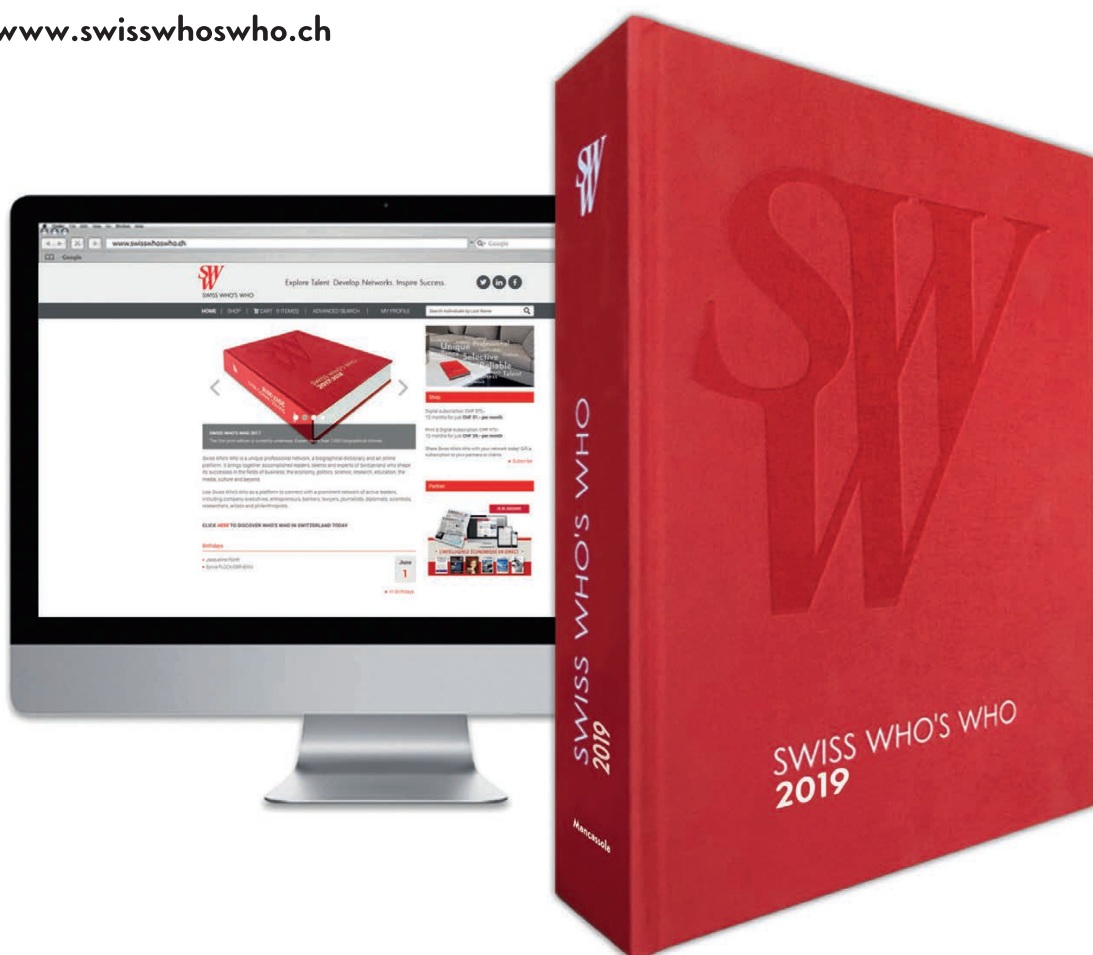
The various undertakings which can be attached to a token as well as the various possible combinations among the rights related to it (the same token may, for example, confer a voting right with respect to a given transaction and allow its holder to obtain income from the issuer) imply that it is



SWISS WHO'S WHO

UNIQUE. SÉLECTIF. FIABLE.

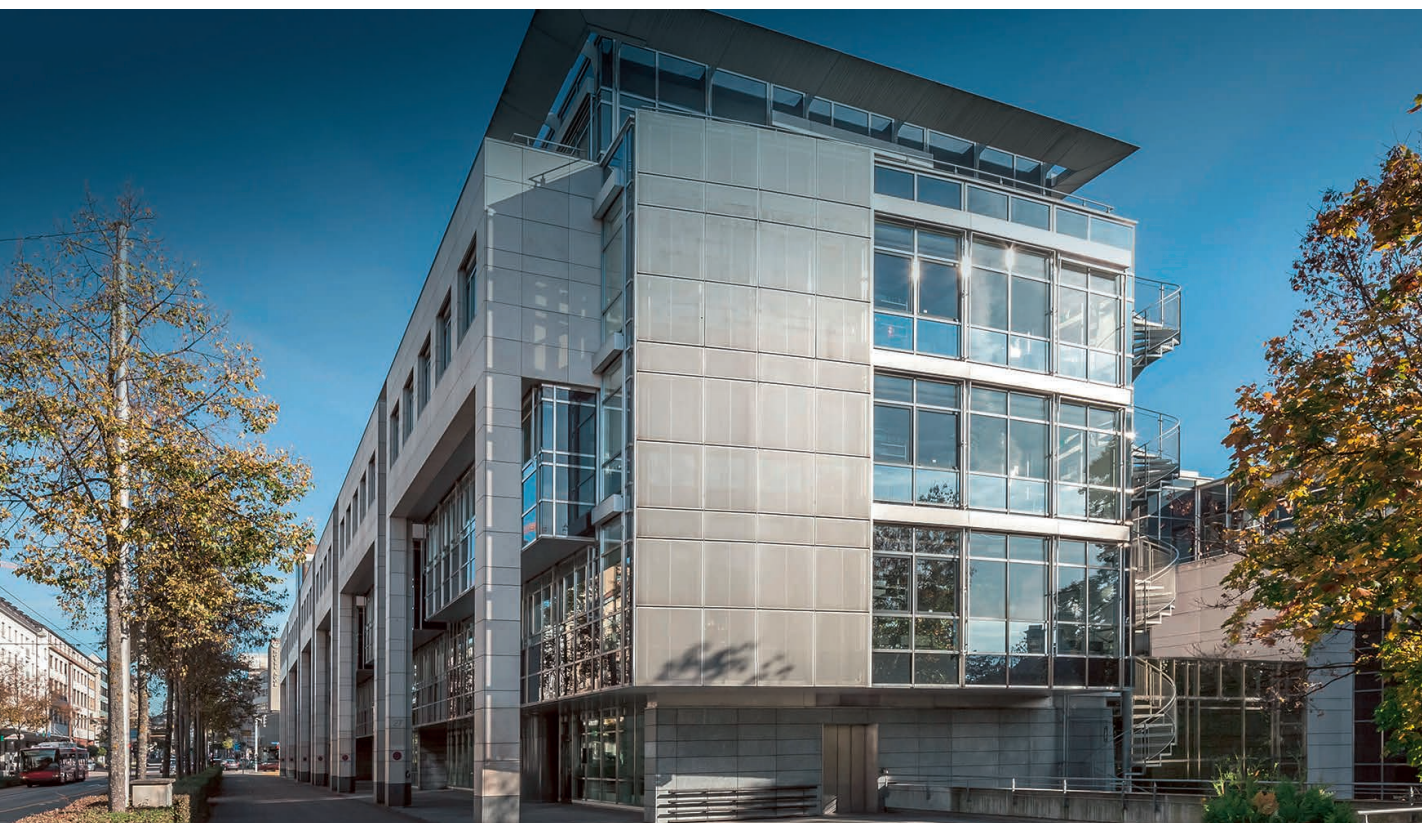
www.swisswhoswho.ch



Une source unique d'informations actualisées sur des personnalités incontournables couvrant toute la Suisse et tous les secteurs et qui vous fera gagner un temps précieux.

Le réseau professionnel suisse de référence.

Pour commander sur Internet ou télécharger un bon de commande: www.swisswhoswho.ch/shop
Pour nous contacter ou commander par e-mail: info@swisswhoswho.ch



© FINMA

structure des marchés financiers (LIMF). En revanche, les jetons de paiement ou d'utilité ne rentrent pas dans la catégorie des valeurs mobilières, sauf circonstances particulières, et les règles de la LBVM ne trouveraient en principe pas à s'appliquer à ces types de jetons;

- La *loi sur les banques (LB)* est susceptible de trouver application si les jetons émis comportent une forme d'engagement de rembourser ou de restituer aux personnes qui ont acquis ces jetons les fonds versés lors de la souscription. En effet, une telle obligation de restitution ou de remboursement, tout particulièrement si elle est couplée avec une promesse de revenu, est caractéristique d'un dépôt au sens de la loi sur les banques, et l'émetteur-dépositaire des jetons doit alors obtenir une licence bancaire.
- La *loi sur les placements collectifs de capitaux (LPCC)* peut trouver application si les fonds collectés en échange des jetons émis sont ensuite gérés collectivement par un tiers au sens de ladite loi.
- La *loi sur le blanchiment d'argent (LBA)* entre également en ligne de compte

lorsque les jetons émis sont des moyens de paiement (jetons de paiement, cryptomonnaie). Dans ce cas, celui qui les émet ou s'intermédiaire dans le cadre de leur transfert doit respecter les règles prévues par la LBA. En revanche des jetons d'utilité qui donnent accès à des prestations qui sont sans rapport avec le secteur financier peuvent en général échapper aux règles de la LBA. S'agissant des jetons d'investissement, la FINMA rappelle qu'ils sont en général assimilés à des valeurs mobilières, ce qui exclut qu'ils puissent être considérés comme des moyens de paiement au sens de la LBA, et ce qui les exclurait donc aussi du champ d'application de la LBA, ce qui est plus douteux. A notre avis, la personne qui, à titre professionnel, accepte, garde en dépôt ou aide à placer ou à transférer des jetons d'investissements doit être considérée comme un intermédiaire financier et les dispositions de la LBA lui sont applicables, dans la mesure où il faut, selon nous, assimiler les jetons d'investissement à des valeurs patrimoniales.

D'autres approches sont envisageables, et, comme le reconnaît la FINMA elle-même, l'approche ci-dessus pourra être amenée à

évoluer, selon les circonstances et le développement futur de la technologie.

Les *blockchains*, les registres distribués, et les cryptojetons semblent faire cette promesse étonnante aux porteurs de projets: des personnes dans le monde entier peuvent contribuer au financement de leur projet, quasiment sans intermédiaire, et se voir remettre (ou promettre la remise) de cryptojetons qui «matérialisent» les droits acquis; une petite société, avec un petit projet commercial, peut devenir du jour au lendemain une multinationale, du moins par le nombre et les lieux de résidence potentiels des souscripteurs.

Comme toujours, les juristes sont les derniers à être impliqués dans ces développements technologiques. L'encadrement juridique des émissions de cryptojetons est encore flou. De nombreuses questions devront encore trouver réponse, soit par la pratique des tribunaux, soit par l'action du législateur, soit même par le biais d'une coordination internationale. Lorsque cela sera fait, et qu'un cadre juridique sûr et prévisible aura été établi, les promesses faites par cette technologie pourront être tenues aussi pour les souscripteurs. ■

perfectly conceivable that a token exhibits mixed characteristics (“hybrid”-tokens, as stated by the FINMA).

Moreover, depending on the structure of the token offering, one can draw a distinction between situations where the issued tokens are usable immediately for their intended purposes (for example: the online service that they allow to unlock is already operational), or that they will start to circulate only after a fund-raising (the issuer thus undertaking to make them available at a later date, either because the nature of the project requires so, or because the token still needs to be developed, or that the blockchain, on which the token shall be issued, is also still to be developed). It is also possible that, in exchange for a capital injection, tokens be issued which will authorise to receive other tokens, corresponding to the funded project.

These categories are not rigid. Like any classification, the above classification represents its creator’s choices (the FINMA’s choices *in casu*), which depend on the creator’s needs. In this case: supervision and enforcement.

In this regard, and depending on the exact type of tokens concerned, the FINMA has essentially outlined its vision of the problem as follows:

- Certain rules of the Federal Law on Stock Exchanges and Securities Trading (LSEST) (for example the rules applicable to issuing firms) may apply to investment tokens which should be considered as securities within the meaning of the Financial Market Infrastructure Act (FMIA). However, payment or utility tokens do not fall into this category of securities, except in particular circumstances, and the LSEST rules would not, in principle, apply to these types of tokens.
- The Federal Law on Banks (LB) may be applicable if the issued tokens include a form of commitment by the issuer to repay or to refund those persons who have acquired the tokens by paying a subscription amount upon issuance of the tokens. In fact, such an obligation to refund or to

repay, especially if it is coupled with the promise of an income, is characteristic of a deposit within the meaning of the Law on Banks, and the issuer-custodian of the tokens should then obtain a banking licence.

- The Federal Law on Collective Investment Schemes (LCIS) may also be applicable if the funds collected in exchange of issued tokens are then collectively managed by a third party within the meaning of the said law.
- The Anti-Money Laundering Act (AMLA) also plays a relevant part when the issued tokens represent means of payment (payment tokens, cryptocurrencies). In this case, the issuer of the tokens or the intermediary in respect of their transfer should comply with the rules laid down by the AMLA. However, utility tokens which give access to facilities unrelated to the finance sector may generally be exempted from the AMLA rules. As regards investment tokens, the FINMA recalls that they are in general deemed equivalent to securities, which as such should exclude them from being considered as means of payment under the AMLA, and which would hence exclude them from the scope of application of the AMLA. The latter assessment by the FINMA is, in our opinion, more doubtful. In our view, a person who, on a professional basis, accepts, holds on deposit or assists in investing or transferring investment tokens should be regarded as a financial intermediary, and the provisions of the AMLA shall apply to him or her insofar as, according to us, investment tokens must be equated to securities.

Other approaches are possible, and, as recognized by the FINMA itself, the above approach will likely evolve, depending on the circumstances and on future developments of the technology.

Blockchains, distributed ledgers, and crypto tokens seem to make this surprising promise to project promoters: people from the whole world may contribute to the financing of their project, practically without any intermediary, and obtain in return (or are

promised to obtain) crypto tokens which “materialise” the vested rights; a small company with a small business plan may overnight become a multinational corporation, at least by the potential number and places of residence of subscribers.

As usual, lawyers are the last to be involved in these technological developments. The legal framework of issuing crypto tokens is still unclear. Many questions remain to be answered, either by court practice, or action by the legislator, or even by means of an international coordination. Once this will have been done, and that a safe and predictable legal framework will have been established, the promises made by this technology will be honoured for subscribers as well. ■