

Université de Genève

Pour le séminaire de

Droit des technologies financières (FinTech)

de la Professeure

Aline DARBELLAY

Les droits-valeurs inscrits et
les systèmes de négociation
fondés sur la TRD

Mémoire

Printemps 2021

par

Amir Teymour BAKHTIAR

Table des abréviations	3
1. Introduction	4
2. De la dématérialisation à la décentralisation.....	6
A. La notion de papier-valeur	6
B. Les différents jetons (« <i>tokens</i> »)	8
i) Droit civil	8
ii) Droit des marchés financiers	9
iii) Analyse comparative.....	10
C. Les droits-valeurs inscrits et les registres distribués.....	11
i) Éligibilité des jetons à l’inscription.....	11
ii) Création des droits-valeurs inscrits	12
iii) Effets juridiques des droits-valeurs inscrits	14
3. Les systèmes de négociation fondés sur la TRD.....	16
A. Le cadre juridique	16
i) Évolution du cadre juridique	16
ii) Conditions d’exploitation.....	18
B. Autorisation et surveillance	23
C. Avantages et inconvénients.....	24
4. Conclusion.....	26
Bibliographie	28

Table des abréviations

Al.	Alinéa
Art.	Article
BNS	Banque nationale suisse
CO	Loi fédérale du 30 mars 1911 complétant le Code civil suisse (Livre cinquième : Droit des obligations), RS 220
Ch.	Chiffre
DFF	Département fédéral des finances
FINMA	<i>Eidgenössische Finanzmarktaufsicht</i> (Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers)
Ed.	Edition
Edit.	Editeurs
ICO	<i>Initial coin offering</i> (Levée de fonds en cryptomonnaies)
IPO	<i>Initial public offering</i> (Introduction en bourse)
LBN	Loi fédérale du 3 octobre 2003 sur la Banque nationale suisse, RS 951.11
Let.	Lettre
LIMF	Loi fédérale du 19 juin 2015 sur les infrastructures des marchés financiers et le comportement sur le marché en matière de négociation de valeurs mobilières et de dérivés, RS 958.1
Loi TRD	Loi fédérale sur l'adaptation du droit fédéral aux développements de la technologie de la technologie des registres distribués, FF 2020 7559
LSFin	Loi fédérale du 15 juin 2018 sur les services financiers, RS 950.1
LTI	Loi fédérale du 3 octobre 2008 sur les titres intermédiés, RS 957.1
OIMF	Ordonnance du 25 novembre 2015 sur les infrastructures des marchés financiers et le comportement sur le marché en matière de négociation de valeurs mobilières et de dérivés, RS 958.11
TRD	Technologie des registres distribués

1. Introduction

Les progrès technologiques rapides soulèvent de nombreuses interrogations. Il existe par exemple des enjeux éthiques comme la protection des données, la disparition de certains emplois, l'égalité d'accès ou encore l'impact environnemental de certaines innovations. Ces questions impactant les sociétés dans leur ensemble confrontent le droit à de nouveaux défis. Il n'est cependant pas toujours aisé pour les Etats de réussir à suivre le rythme et légiférer aussi vite que la technologie évolue. Le droit financier ne fait pas exception.

Ces dernières années, l'intérêt pour la *blockchain*, et plus généralement pour les registres distribués, n'a cessé d'augmenter.¹ Cette technologie permet à des parties qui ne se connaissent pas et qui ne se font pas confiance de tenir une comptabilité en commun de registres où des données sont stockées.² Son utilisation présente de nombreux avantages dans le domaine financier. Elle permet par exemple de transférer électroniquement des valeurs entre les parties sans l'intervention de tiers et de tenir un historique irréversible de toutes les transactions.³

Le Conseil fédéral, désirant faire de la Suisse un *hub* de l'innovation, a publié un rapport le 7 décembre 2018 dédié au cadre juridique réglementant la technologie des registres distribués et de la *blockchain*. Il tient particulièrement à ce que la politique suisse garantisse des conditions-cadres optimales et propices à l'innovation sans remettre en question le cadre juridique actuel. Il suffit d'en adapter certains aspects qui entravent le développement de la technologie des registres distribués et s'assurer que le régime en place ne puisse être contourné par des comportements frauduleux au moyen des technologies. Un des principaux objectifs est d'assurer la neutralité technologique (« *Technologieneutralität* »), c'est-à-dire que la loi ne doit pas viser une technologie en particulier et traiter de la même manière des activités comportant les mêmes risques (« *same risks, same rules* »). Le Conseil fédéral a ensuite adopté son Message et soumis son projet de loi fédérale sur l'adaptation du droit fédéral aux développements de la technologie des registres distribués le 27 novembre 2019.⁴ En toute logique, il a fait le choix de ne pas créer une nouvelle loi mais propose d'adapter nos lois

¹ Rapport Commission UE, p. 29 ss.

² Message, p. 228.

³ Rapport CF, p. 33.

⁴ Message, p. 223.

existantes afin de permettre l'innovation dans la technologie des registres distribués. Le projet a été adopté à l'unanimité par le Parlement le 25 septembre 2020.⁵

Dans le cadre de ce travail nous nous intéresserons dans un premier temps aux étapes qui ont permis de dématérialiser les droits puis de les décentraliser. Pour ce faire, nous présenterons tout d'abord la notion de papier-valeur et les différents moyens de les conserver. Nous nous intéresserons ensuite aux jetons (« *tokens* ») afin de voir dans quelle mesure ils peuvent se substituer aux papiers-valeurs. Il conviendra à cet effet de traiter des différents types de jetons qui existent sur le marché et leur classification sous l'angle du droit civil et du droit des marchés financiers. Nous nous concentrerons également sur deux nouveautés phares de ce projet : les droits-valeurs inscrits et leurs registres distribués. Nous examinerons quels droits pourront être incorporés dans quels jetons et leur éligibilité à une inscription sur un registre distribué, condition *sine qua non* à leur qualification en tant que droits-valeurs inscrits. Les effets de leur inscription et leurs avantages par rapport aux papiers-valeurs « classiques » clôtureront la première partie de notre exposé.

Dans un second temps, nous présenterons une autre nouveauté importante du projet, la nouvelle catégorie d'autorisation d'infrastructure des marchés financiers que sont les systèmes de négociation fondés sur la TRD. Nous cernerons d'abord le cadre juridique de la négociation en vigueur avant le projet de loi TRD, puis les évolutions nécessaires qui ont été adoptées par ce même projet. Nous verrons qu'un des principes cardinaux - la neutralité technologique - souffre de quelques exceptions dans ce contexte. Nous examinerons les conditions d'exploitation des systèmes de négociation fondés sur la TRD, leur procédure d'autorisation et leur surveillance. Nous analyserons finalement quels sont les avantages et les inconvénients que présente cette nouvelle catégorie d'autorisation et à qui elle s'adresse.

Il semble utile de préciser que ce travail se concentre sur l'évolution du cadre juridique dans le domaine de la technologie des registres distribués en Suisse. Les problématiques et questions les plus importantes concernant ces évolutions juridiques seront analysées au moyen de lois et d'ouvrages de doctrine suisses. Par ailleurs, nous ne couvrirons pas l'entier des modifications apportées par le projet de loi TRD.

⁵ DFF, communiqué.

2. De la dématérialisation à la décentralisation

A. La notion de papier-valeur

Les papiers-valeurs sont définis, en droit suisse, comme tous les titres auxquels un droit est incorporé d'une manière telle qu'il soit impossible de le faire valoir ou de le transférer indépendamment du titre.⁶ Un exemple souvent cité par la doctrine est celui des actions au porteur.⁷ Il suffisait de transférer physiquement le titre à une autre personne pour transférer le droit qui y est incorporé. Toutefois, les transformations et évolutions des marchés de capitaux ont rendu inconcevable que chaque transfert d'action doive se faire par une remise physique, de main en main, de chaque titre.

Pour remédier à ces difficultés, un premier mode de conservation des titres a été de les conserver dans un dépôt collectif,⁸ soit d'une banque ou alors centralisé (Six Sis AG).⁹ Dans ce cas de figure, le transfert des titres n'est plus physique mais se déroule au moyen d'un jeu d'écriture au compte de titres au profit du nouvel acquéreur.¹⁰ Ici, on notera qu'il existe toujours une matérialisation des titres (détention physique). L'investisseur peut même, dans la majorité des cas, exiger une remise physique du titre.¹¹

La deuxième possibilité sur le chemin de la dématérialisation est d'émettre un certificat (d'actions) global ou remplacer par un tel certificat les papiers-valeurs fongibles détenus par un même dépositaire.¹² Il y a donc, en l'espèce, réduction du nombre de titres du fait qu'un seul certificat global peut détenir plusieurs, voire l'ensemble, des droits de l'émetteur.¹³ En théorie, l'ensemble des investisseurs sont copropriétaires du certificat global mais, contrairement au cas du dépôt central, ne peuvent pas exiger la remise d'un certificat individuel.¹⁴

La dématérialisation complète a été atteinte avec les droits-valeurs, qui depuis l'entrée vigueur de la loi TRD, se dénomment désormais droits-valeurs simples afin de ne pas les confondre

⁶ Art. 965 CO.

⁷ Notamment BACHARACH, *Quo vadis*, p. 1.

⁸ Art. 973a CO.

⁹ GUGGENHEIM/GUGGENHEIM, p. 240.

¹⁰ THÉVENOZ, p. 6.

¹¹ THÉVENOZ, p. 7.

¹² Art. 973b CO et art. 6 al. 1 let. b LTI.

¹³ LEIBENSON, p. 33 ss.

¹⁴ GUILLAUME, p. 253.

avec les nouveaux droits-valeurs inscrits. Le débiteur a la possibilité d'émettre des droits-valeurs simples ou remplacer par de tels droits des papiers-valeurs ou certificats globaux conservés par un même dépositaire.¹⁵ L'ensemble des droits des investisseurs sont inscrits auprès du dépositaire sans qu'il n'y ait un support matériel.¹⁶ Autrement dit, l'émetteur crée et tient un registre où les droits sont enregistrés, en lieu et place de créer et détenir des titres physiques. La plupart des auteurs considèrent que les droits-valeurs simples sont des créances qui trouvent leur fondement dans le droit des obligations et non dans les droits réels ou le droit des papiers-valeurs.¹⁷ Dès lors, leur transfert devrait, théoriquement, respecter la forme écrite exigée par la cession de créance.¹⁸

La plupart des titres étant donc détenus par des intermédiaires financiers et non par les investisseurs eux-mêmes, la loi fédérale sur les titres intermédiés (LTI ; RS 957.1) a été adoptée afin de renforcer la sécurité juridique dans le cadre de cette détention intermédiée. Elle permet, sur la base de ces trois sous-jacents (papiers-valeurs, certificats globaux et droits-valeurs), de créer des titres intermédiés en les inscrivant à un ou plusieurs comptes de titres (bonification),¹⁹ à la condition que ces sous-jacents soient fongibles²⁰ et que leurs titulaires puissent en disposer.²¹ Ce nouveau bien juridique *sui generis*²² qu'est le titre intermédié permet de faciliter la conservation et les échanges des papiers-valeurs en opérant notamment une rupture avec la copropriété ainsi que la cession de créance (et son exigence de forme écrite). Les transferts des titres intermédiés ne nécessitent qu'un jeu d'écritures sur les comptes de titres des titulaires et auprès du dépositaire central. Aucun transfert physique de titres n'est requis.

Tous les modes de conservation énumérés ci-dessus ainsi que la LTI ont permis de faciliter la négociation de titres représentant des créances. La dématérialisation totale a été atteinte. Elle reste cependant, à ce stade, centralisée.

¹⁵ Art. 973c CO.

¹⁶ THÉVENOZ, p. 10.

¹⁷ Notamment EIGENMANN, p. 107 ; GOMEZ RICHÀ p. 113.

¹⁸ Art. 165 al. 1 CO.

¹⁹ Art. 6 LTI.

²⁰ Art. 3 al. 1 LTI.

²¹ Art. 3 al. 1 let. b LTI.

²² GUGGENHEIM/GUGGENHEIM, p. 249.

B. Les différents jetons (« *tokens* »)

i) Droit civil

Afin de déterminer le traitement juridique des différents jetons et modifier le droit civil en conséquence, il a été primordial de débiter par une classification de ceux-ci. Dans le cadre du droit civil, on oppose les jetons représentant des droits aux jetons dits « de paiement ».²³

Ces derniers, également connus sous le nom de « jetons natifs » ou « cryptomonnaies pures »²⁴, n'ont qu'une fonction de moyen de paiement et ne représentent que des actifs de fait immatériels.²⁵ Aucun droit envers leur émetteur n'est conféré.²⁶ BRUNONI et BONADIO préfèrent d'ailleurs, dans ce cas, parler de « *coins* » plutôt que de « *tokens* ».²⁷ A titre d'exemple, on peut citer le Bitcoin ou l'Ether qui permettent d'effectuer des paiements électroniques.²⁸ Ces jetons dits de « paiement » ne s'apparentent donc pas à des droits-valeurs du fait qu'ils ne représentent pas un droit (par exemple une créance ou un droit social) à l'égard de leur émetteur.²⁹ N'entrant dans aucune autre catégorie principale du droit civil, il n'existe aucun obstacle ni exigence spécifique relatifs à leur transfert. En conséquence, le droit civil n'a donc aucunement eu besoin d'être modifié en ce qui concerne leur transfert.³⁰

S'agissant des jetons représentant des droits, ceux-ci déploient des effets juridiques hors de la *blockchain*, par exemple des créances, des droits sociaux ou encore des droits réels qu'ils représentent.³¹ « Ils sont associés à des droits dont ils sont censés faciliter les échanges, de la même manière que des droits sont traditionnellement associés à des titres afin de les rendre négociables ». ³² C'est ici que ne nous pouvons faire le rapprochement avec les papiers-valeurs.³³ Nous détaillerons ci-après la modification du droit des papiers-valeurs qui a été

²³ Message, p. 233.

²⁴ FINMA Guide ICO, p. 3.

²⁵ Message, p. 233.

²⁶ Rapport CF, p. 49 ; MÜLLER/MIGNON, p. 488.

²⁷ BRUNONI/ BONADIO, p. 69.

²⁸ Rapport CF, p. 67.

²⁹ HOUDROUGE/TENOT, p. 52.

³⁰ Message, p. 233.

³¹ Rapport CF, p. 67.

³² Rapport CF, p. 67.

³³ Message, p. 233.

opérée afin d’attribuer aux jetons représentant des droits un régime juridique analogue à celui des papiers-valeurs.

ii) Droit des marchés financiers

Sous l’angle du droit des marchés financiers, la classification des jetons diffère légèrement de celle du droit civil sans entrer en conflit avec celle-ci.³⁴ En effet, la FINMA distingue trois catégories de jetons en se basant sur leur fonction économique³⁵ :

La première catégorie se compose des « jetons de paiement ». Concernant ceux-ci, la définition de la FINMA se confond avec celle du droit civil évoquée ci-dessus. Tout ce qui a été dit précédemment vaut *mutatis mutandis*.

La deuxième catégorie inclut les « jetons d’utilité » donnant un droit d’accès à un usage ou à un service numérique en s’appuyant sur une infrastructure de type *blockchain*. On notera toutefois que le jeton ne doit, même en partie, pouvoir être considéré comme un investissement. Le cas échéant, il serait alors requalifié comme un jeton d’investissement.³⁶ En sus, il doit pouvoir être « utilisé » dès son émission ; à défaut, il serait également qualifié de jeton d’investissement et non d’utilité.³⁷ Dans la plupart des cas, les jetons d’utilité seront qualifiés de « jetons représentant des droits » sous l’angle du droit civil. En effet, ils sont rattachés principalement à une créance, cela même si la créance est une prestation de service, car ce droit naît probablement d’un contrat d’entreprise ou de mandat.³⁸

La dernière catégorie est celle des « jetons d’investissement ». Ceux-ci représentent des valeurs patrimoniales, en représentant notamment des créances ou des droits sociaux envers leur émetteur. Nous pouvons les comparer à des actions, des obligations voire des dérivés. Nous parlons alors d’« *asset backed token* ». ³⁹ Il ne fait nul doute que, sous l’angle du droit civil, ces jetons représentent des droits.

³⁴ Rapport CF, p. 67.

³⁵ FINMA, Guide ICO, p. 3 (valable pour tout le paragraphe).

³⁶ JACCARD, p. 244.

³⁷ HOUDROUGE/TENOT, p. 52 ; JACCARD, p. 244.

³⁸ Message, p. 267 ; HOUDROUGE/TENOT, p. 52.

³⁹ NEY, p. 139.

On précisera d'une part que la FINMA considère que les frontières entre les catégories ne sont pas hermétiques, les jetons pouvant appartenir à plusieurs catégories à la fois. A titre d'exemple, elle énonce que des jetons d'investissement et d'utilité peuvent également relever de la catégorie des jetons de paiement. On parle alors de « jetons hybrides ». D'autre part, la classification d'un jeton peut évoluer et varier avec le temps, surtout si le jeton devait se retrouver sur le marché secondaire.⁴⁰

La FINMA a, en septembre 2019, apporté un complément à son guide pratique bien que celui-ci reste entièrement valable.⁴¹ Par ce complément, elle introduit la notion de « *stable coins* ». Ces jetons ont une valeur dérivée d'un sous-jacent, le but étant, comme leur dénomination l'indique, de stabiliser leur valeur en réduisant leur volatilité.⁴² Les *stable coins* ne sont pas une catégorie à part entière ; ils entrent dans une des trois catégories (paiement, utilité, investissement) vues précédemment. Pour déterminer à quelle(s) catégorie(s) un *stable coin* appartient, l'approche, énoncée ci-dessus, basée sur la fonction économique s'appliquera. On regardera donc, comme avec n'importe quel jeton, *in concreto*, la fonction économique et la finalité du jeton (« *substance over form* »).⁴³

iii) Analyse comparative

En synthèse, nous avons vu que le droit civil opère une distinction entre, d'une part, les jetons de paiement qui ne représentent pas des droits et qui, dès lors, ne s'apparentent pas à des papiers-valeurs, et, d'autre part, les jetons représentant des droits et qui, dès lors, s'apparentent à des papiers-valeurs. La FINMA, quant à elle, opère une distinction entre les jetons de paiement, les jetons d'utilité et les jetons d'investissement. Les jetons de paiement tels que définis par la FINMA, dont la définition se confond avec celle du droit civil, ne représentent pas de droits sous l'angle du droit civil et ne s'apparentent dès lors pas à des papiers-valeurs, tandis que les jetons d'investissement et les jetons d'utilité (dans la majorité des cas) représentent des droits au sens du droit civil et s'apparentent dès lors à des papiers-valeurs.

⁴⁰ HOUDROUGE/TENOT, p. 51.

⁴¹ FINMA, Complément ICO, p. 1.

⁴² FINMA, Complément ICO, p. 1.

⁴³ FINMA, Complément ICO, p. 2.

C. Les droits-valeurs inscrits et les registres distribués

La loi fédérale sur l'adaptation du droit fédéral aux développements de la technologie des registres distribués a introduit les droits-valeurs inscrits ainsi que les registres distribués sur lesquels ils seront inscrits. Ils trouvent leur fondement au nouvel article 973d CO. Ils sont définis comme tout droit qui, par convention entre les parties, est inscrit dans un registre distribué et qu'il n'est possible de faire valoir ou de transférer que par ce même registre.⁴⁴ Le but est de permettre à certains jetons de bénéficier de la même fonction que les papiers-valeurs ainsi que de la même sécurité lors de leur transfert.⁴⁵

i) Éligibilité des jetons à l'inscription

Seuls les jetons représentant des droits au sens du droit civil pourront être enregistrés en tant que droits-valeurs inscrits sur un registre distribué.⁴⁶ Du point de vue de la classification selon la FINMA, pourront donc être inscrits les jetons d'investissement ainsi que les jetons d'utilité et les *stable coins* si ceux-ci représentent une créance envers leur émetteur. *A contrario*, les jetons de paiement (« cryptomonnaies pures ») ne pourront pas être inscrits dans un registre distribué.⁴⁷

Les droits qui, traditionnellement, peuvent prendre la forme de papiers-valeurs seront éligibles à l'inscription dans un registre distribué. Sont donc visés la plupart des droits de nature obligationnelle, comme les créances.⁴⁸ Pourront également être inscrites les créances qui ne sont pas diffusées en grand nombre, le Message du Conseil fédéral citant à titre d'exemple les domaines de l'électricité ou des droits d'auteurs.⁴⁹ Les instruments financiers au sens de l'article 3 let. a de la loi fédérale sur les services financiers (LSFin ; RS 950.1) concernés sont donc les actions, les obligations, les titres de créances, les parts de placements collectifs de capitaux, les produits structurés ainsi que les dérivés.⁵⁰ Au regard du droit des sociétés, seules

⁴⁴ Art. 973d al. 1 CO.

⁴⁵ DEPIERRE, p. 1 ; MÜLLER, p. 2.

⁴⁶ Message, p. 266 ; MÜLLER, p. 2.

⁴⁷ Message p. 267 ; HOUDROUGE/TENOT, p. 60 ; LEIBENSON/BÉTRISEY, p. 70 ; MÜLLER, p. 2.

⁴⁸ Message, p. 266 ; KRAMER/OSER/MEIER, p. 9.

⁴⁹ Message, p. 266 ; KRAMER/OSER/MEIER, p. 9.

⁵⁰ HOUDROUGE/TENOT, p. 60 ; KRAMER/OSER/MEIER, p. 9.

les sociétés anonymes et les sociétés en commandite par action peuvent matérialiser leurs droits sociaux dans des titres.⁵¹ Le nouvel article 622 CO prévoit d'ailleurs expressément la possibilité pour les sociétés anonymes d'émettre des actions sous forme de droits-valeurs inscrits au sens de l'article 973d CO. Cela vaut également pour la société en commandite par action.⁵²

ii) Création des droits-valeurs inscrits

La première étape à la constitution des droits-valeurs inscrits est de créer une convention d'inscription entre les parties au sens de l'article 973d al. 1 CO.⁵³ Elle correspond à la clause de titre pour les papiers-valeurs.⁵⁴ La convention d'inscription contiendra en son sein, ou dans un document l'accompagnant, notamment le contenu des droits et le mode de fonctionnement du registre.⁵⁵ Les transferts des droits-valeurs inscrits seront également régis par la convention d'inscription.⁵⁶ Elle précisera que ceux-ci ne pourront être transférés que par le biais de celle-ci.⁵⁷ Une large autonomie des parties est accordée en ce qui la concerne. Cependant, toutes les parties devront l'accepter, au plus tard, lorsqu'elles acquièrent un droit-valeur inscrit.⁵⁸ Elle s'appliquera au premier acquéreur du droit-valeur inscrit mais également à tous les acquéreurs ultérieurs.⁵⁹

Le registre doit ensuite assurer au créancier, et non à l'émetteur, un pouvoir de disposition sur ses droits.⁶⁰ En effet, le pouvoir de disposer d'un jeton comme d'une chose est un des principaux attributs de la technologie des registres distribués.⁶¹ Le créancier doit pouvoir en principe exercer son droit individuellement au moyen de sa clé privée, sans devoir recourir à un tiers.⁶² Le créancier pourra ainsi, de sa propre initiative et isolément d'un organe centralisé digne de confiance gérant le registre, transférer ses droits-valeurs inscrits.⁶³ Les droits-valeurs inscrits,

⁵¹ Message, p. 267 ; Rapport CF, p. 58 ; KRAMER/OSER/MEIER, p. 9 et les références citées.

⁵² Art. 764 al. 2 CO.

⁵³ Message, p. 266.

⁵⁴ Message, p. 272.

⁵⁵ Art. 973d al. 2 ch. 3 CO ; KRAMER/OSER/MEIER, p. 6.

⁵⁶ Art. 973f al. 1 CO.

⁵⁷ VON DER CRONE/BAUMGARTNER, p. 355.

⁵⁸ HOUDROUGE/TENOT, p. 54 ; VON DER CRONE/BAUMGARTNER, p. 354 ss.

⁵⁹ EGGEN/STENGEL, p. 212.

⁶⁰ Art. 973d al. 2 ch. 1 ; SCHLICHTING, p. 592.

⁶¹ Message, p. 268 ; EGGEN/STENGEL, p. 208 ss.

⁶² EGGEN/STENGEL, p. 208 ss ; HOUDROUGE/TENOT, p. 54 ss.

⁶³ Message, p. 269.

contrairement aux titres intermédiés, ne requièrent pas de dépositaire en ce qui concerne leur création ou leur transfert,⁶⁴ les données étant stockées à de multiples endroits.⁶⁵ Cela est une preuve de « décentralisation ». La loi ne prévoit cependant pas de procédé spécifique quant à l'exercice du pouvoir de disposition, les parties bénéficiant de l'autonomie privée pour la mise en place des solutions techniques de transfert.⁶⁶

De plus, l'intégrité du registre doit être protégée par des mesures organisationnelles et techniques adaptées afin de le préserver de toute modification non autorisée, comme la gestion du registre en commun par de multiples participants indépendants les uns des autres.⁶⁷ L'objectif ici est d'éviter toute manipulation de l'historique des transactions ou toute redistribution des droits-valeurs qui ne sont pas prévues dans la description des fonctions.⁶⁸ A nouveau, la loi ne prévoit pas quelles mesures techniques doivent être implémentées afin de garantir l'intégrité du registre distribué. Les parties bénéficient, encore une fois, d'une autonomie vis-à-vis des moyens de protection qu'elles entendent mettre en oeuvre.⁶⁹ KRAMER, OSER, MEIER ainsi que VON DER CRONE et DERUNGS précisent toutefois que les moyens de protection mis en oeuvre doivent correspondre aux standards technologiques les plus récents.⁷⁰ Le débiteur du droit-valeur inscrit engagerait d'ailleurs sa responsabilité envers un créancier lésé si les mesures qu'il a prises pour protéger l'intégrité du registre distribué se révélaient insuffisantes.⁷¹ On notera que toute clause limitant ou excluant la responsabilité du débiteur est nulle,⁷² ce qui est également valable pour ses auxiliaires.⁷³

Finalement, le contenu des droits, le mode de fonctionnement du registre et la convention d'inscription sont consignés en son sein ou dans une convention d'inscription qui lui est associée.⁷⁴ Le registre doit également permettre aux créanciers de consulter ces informations et les inscriptions de celui-ci qui les concernent sans devoir solliciter l'intervention d'un tiers,⁷⁵

⁶⁴ BACHARACH, *Quo vadis*, p. 2 ; HOUDROUGE/TENOT, p. 54.

⁶⁵ DARBELLAY/REYMOND, p. 64.

⁶⁶ Message, p. 269 ; EGGEN/STENGEL, p. 209.

⁶⁷ Art. 973d. al. 2 ch. 2.

⁶⁸ Message, p. 269.

⁶⁹ Message, p. 269 ; EGGEN/STENGEL, p. 209.

⁷⁰ KRAMER/OSER/MEIER, p. 6 ; VON DER CRONE/DERUNGS, p. 490.

⁷¹ Art. 973i CO ; Message, p. 279 ; VON DER CRONE/DERUNGS, p. 490.

⁷² Art. 973i al. 3 CO.

⁷³ Message, p. 279.

⁷⁴ Art. 973 al. 2. Ch. 3 ; HOUDROUGE/TENOT, p. 55.

⁷⁵ Art. 973 al. 2. Ch. 4 ; HOUDROUGE/TENOT, p. 54.

en particulier sans l'intervention du débiteur.⁷⁶ Ces deux conditions répondent à une exigence de publicité et de transparence.⁷⁷ Le créancier doit pouvoir notamment avoir accès aux informations exactes concernant le montant de sa participation, le montant de sa créance ainsi que la date d'échéance.⁷⁸ Il aura également droit à des informations plus techniques,⁷⁹ comme par exemple la manière dont les écritures sont exécutées et validées.⁸⁰ Ces informations devront être accessibles en tout temps afin que les créanciers puissent valablement et effectivement exercer leurs droits et elles devront également être protégées contre des modifications unilatérales, condition *sine qua non* à la qualification du registre en tant que tel.⁸¹ Comme nous l'avons évoqué précédemment, il n'est pas impératif que le registre lui-même détienne toutes ces informations. En effet, il est admissible qu'elles se trouvent dans une documentation annexe qui lui est liée, sous forme de prospectus ou de *white paper* par exemple.⁸² Ici aussi, le fait que le débiteur puisse s'affranchir de l'intervention d'un tiers pour consulter les données le concernant est un pas de plus vers la désintermédiation⁸³ et, *de facto*, la décentralisation également.

iii) Effets juridiques des droits-valeurs inscrits

Le premier effet des droits-valeurs inscrits est l'effet de présentation. En effet, le débiteur n'a le droit et n'est tenu de s'exécuter qu'envers la personne à qui le registre de droits-valeurs confère la qualité de créancier et contre une adaptation correspondante du registre.⁸⁴ Cela signifie que le créancier n'a pas à fournir de titre et que le débiteur doit se rapporter uniquement à ce qui figure dans le registre.⁸⁵ *A contrario*, le créancier qui ne serait pas inscrit dans le registre ne pourrait pas faire valoir ses droits.⁸⁶ Le registre devra refléter le paiement. A cette fin, il est possible que le droit-valeur soit transféré au créancier mais nous pouvons également imaginer

⁷⁶ Message, p. 273 ; SCHLICHTING, p. 592 ; VON DER CRONE /BAUMGARTNER, p. 355 ss.

⁷⁷ KRAMER/OSER/MEIER, p. 8.

⁷⁸ Message, p. 272 ; VON DER CRONE /BAUMGARTNER, p. 355 ss.

⁷⁹ KRAMER/OSER/MEIER, N2.2.1. ; SCHLICHTING, p. 593.

⁸⁰ Message, p. 272.

⁸¹ Message, p. 272 et 273 ; EGGEN/STENGEL, p. 209.

⁸² Message, p. 273.

⁸³ HOUDROUGE/TENOT, p. 55.

⁸⁴ Art. 973e al. 1 CO ; VON JEINSEN, p. 43.

⁸⁵ HOUDROUGE/TENOT, p. 56.

⁸⁶ VON DER CRONE /BAUMGARTNER, p. 356.

que le paiement apparaisse sous une forme autre que le simple transfert du droit-valeur inscrit.⁸⁷ Le débiteur aura intérêt à s'assurer que le paiement figure véritablement dans le registre, notamment si son exécution se fait hors *blockchain*. A défaut, il pourrait être amené à devoir s'exécuter une deuxième fois si le droit-valeur inscrit est acquis entre-temps par un tiers de bonne foi.⁸⁸ Nous pouvons ici tirer un parallèle avec le régime de la clause de présentation double des papiers-valeurs qui rend impossible de faire valoir ou transférer le droit indépendamment du titre et qui n'impose le paiement de la dette incorporée dans un papier-valeur qu'à la remise du titre.⁸⁹

Le second effet est celui de légitimation. Le débiteur, sauf dol ou négligence grave de sa part, sera libéré par un paiement à l'échéance entre les mains de la personne à qui le registre de droits-valeurs inscrits confère la qualité de créancier, même si ce dernier ne l'est pas dans les faits.⁹⁰ Cet effet est, quelque part, le pendant du premier. Si le débiteur, conformément à ce qui est exigé de sa part, se fie au registre pour l'exécution de son paiement, alors il sera valablement libéré (sauf dol ou négligence grave de sa part). Dans ce cas, le créancier lésé ne pourra pas exiger que le débiteur s'exécute une seconde fois. Il sera contraint de se retourner contre le prétendu créancier.⁹¹ Ce régime juridique est également largement inspiré du droit des papiers-valeurs, où, sauf dol ou négligence grave de la part du débiteur, ce dernier est libéré par un paiement à l'échéance entre les mains de la personne désignée comme créancier par le titre.⁹²

Finalement, les droits-valeurs inscrits ont un effet de protection de la bonne foi. Toute personne, sauf si elle agit de mauvaise foi ou par négligence grave au moment de l'acquisition, qui acquiert un droit-valeur inscrit auprès de la personne à qui le registre de droits-valeurs inscrits confère la qualité de créancier, sera protégée dans son acquisition, cela même si l'aliénateur n'avait pas le pouvoir d'en disposer.⁹³ L'acquéreur de bonne foi du droit-valeur inscrit est donc protégé si l'aliénateur n'avait en réalité pas de pouvoir de disposition sur le droit-valeur inscrit.⁹⁴ Des risques inhérents aux registres distribués existent ; nous pouvons citer à titre d'exemple la perte du mot de passe ou de la clé, voire encore le piratage. Dans ces cas de figure,

⁸⁷ Message, p. 275.

⁸⁸ KRAMER/OSER/MEIER, p. 6.

⁸⁹ Art. 965 al. 1 et 966 al. 1 CO ; Message, p. 275 ; BÄRTSCHI, p. 6 ; EGGEN/STENGEL, p. 209 ; KRAMER/OSER/MEIER, p. 6 ; VON DER CRONE/BAUMGARTNER, p. 356.

⁹⁰ Art. 973e al. 2 CO.

⁹¹ Message, p. 275 ; HOUDROUGE/TENOT, p. 56.

⁹² Art. 966 al. 2 CO ; Message, p. 275.

⁹³ Art. 973e al. 3 CO.

⁹⁴ HOUDROUGE/TENOT, p. 56 ; BÄRTSCHI, p. 7.

la personne qui recevrait un droit-valeur inscrit serait également protégée dans son acquisition, à la condition qu'elle ne soit pas de mauvaise foi ou ne fasse preuve de négligence grave.⁹⁵ Le deuxième aspect relatif à l'effet de protection est la restriction des exceptions que peut faire valoir le débiteur.⁹⁶ Il ne pourra s'opposer à l'action dérivant d'un droit-valeur inscrit que si, alternativement : les exceptions sont tirées de la nullité, de l'enregistrement du registre de droits-valeurs ou de la documentation d'accompagnement⁹⁷ ; il les a personnellement fait valoir contre le créancier du droit-valeur actuel⁹⁸ ; les exceptions se fondent sur les rapports personnels du débiteur.⁹⁹ Le régime juridique est semblable, une fois de plus, avec celui des papiers-valeurs.¹⁰⁰

Cette fois-ci, en plus de présenter les fonctions classiques des papiers-valeurs (de transmission des droits, de légitimation et de protection des transactions)¹⁰¹ et d'être dématérialisés, les droits-valeurs inscrits sont décentralisés. En effet, ni leur stockage ni leur accès ne dépendent d'un quelconque dépositaire central ou autre intermédiaire.

3. Les systèmes de négociation fondés sur la TRD

A. Le cadre juridique

i) Évolution du cadre juridique

Les différentes infrastructures des marchés financiers, à l'instar des bourses, des systèmes multilatéraux de négociation mais aussi des contreparties et dépositaires centraux, sont réglementées par 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 ; RS 958.1). Elle vise à assurer le bon fonctionnement et la transparence des marchés des valeurs mobilières et des dérivés de même que la stabilité du système financier, la protection

⁹⁵ Message, p. 275 ; KRAMER/OSER/MEIER, p. 13 ; VON DER CRONE/BAUMGARTNER, p. 357 ; VON DER CRONE/DERUNGS, p. 492.

⁹⁶ Art. 973e al. 4 CO.

⁹⁷ Art. 973e al. 4 ch. 1 CO.

⁹⁸ Art. 973e al. 4 ch. 2 CO.

⁹⁹ Art. 973e al. 4 ch. 3 CO.

¹⁰⁰ Art. 979 et art. 1007 CO ; Message, p. 275.

¹⁰¹ DEPIERRE, p. 1.

des participants aux marchés financiers et l'égalité de traitement des investisseurs.¹⁰² Pour ce faire, elle règle l'organisation et l'exploitation des infrastructures des marchés financiers et fixe les règles de comportement des participants à la négociation de valeurs mobilières et de dérivés sur ces marchés.¹⁰³

Les valeurs mobilières sont définies comme les papiers-valeurs, les droits-valeurs simples, les droits-valeurs inscrits, les dérivés et les titres intermédiés standardisés susceptibles d'être diffusés en grand nombre sur le marché.¹⁰⁴ Des valeurs mobilières peuvent donc être créées sur la base de droits-valeurs inscrits, mais uniquement si le sous-jacent est un jeton d'investissement et non un pur jeton d'utilité ou de paiement.¹⁰⁵ La négociation de ces droits-valeurs inscrits revêtant la qualité de valeurs mobilières est donc réglementée par la LIMF.

Avant l'entrée en vigueur du projet de loi TRD, il existait trois types d'organisation de négociation de valeurs mobilières, qui subsistent encore aujourd'hui : les bourses,¹⁰⁶ les systèmes multilatéraux de négociation (SMN)¹⁰⁷ ainsi que les systèmes organisés de négociation (SON).¹⁰⁸ Les deux premières sont des infrastructures des marchés financiers¹⁰⁹ et nécessitent une autorisation de la FINMA à proprement parler,¹¹⁰ tandis que pour le SON qui n'est pas une infrastructure des marchés financiers,¹¹¹ son exploitant doit être au bénéfice d'une autorisation en tant que banque, maison de titres ou d'une reconnaissance en tant que plate-forme de négociation (autorisation indirecte).¹¹²

L'exploitation d'une plate-forme de négociation de jetons qualifiés de valeurs mobilières requiert donc une autorisation. Il n'y a pas de raison de faire exception à la règle.¹¹³

La *blockchain* apporte de nombreux avantages qui peuvent entrer en conflit avec les différentes exigences de la LIMF et les conditions d'exploitation des trois types d'organisations de négociation mentionnés précédemment. Nous pouvons citer, à titre d'exemple, que la

¹⁰² Art. 1 al. 2 LIMF.

¹⁰³ Art. 1 al. 1 LIMF.

¹⁰⁴ Art. 2 let. b LIMF et art. 3 let. b LSFIn.

¹⁰⁵ Message, p. 299.

¹⁰⁶ Art. 26 let. b LIMF.

¹⁰⁷ Art. 26 let. c LIMF.

¹⁰⁸ Art. 42 LIMF.

¹⁰⁹ IFFLAND/BEN HATTAR, p. 460.

¹¹⁰ Art. 4 al. 1 LIMF.

¹¹¹ IFFLAND/BEN HATTAR, p. 460.

¹¹² Art. 43 al. 1 LIMF.

¹¹³ Rapport CF, p. 106.

blockchain réunit, de par sa nature et ses objectifs, les services de négociation et de post-négociation,¹¹⁴ alors que, traditionnellement, l'exploitation de plus d'une infrastructure des marchés financiers par la même personne morale est proscrite.¹¹⁵ Un des autres objectifs de la *blockchain* est la décentralisation, les participants désirant interagir librement entre eux sans intermédiaire. Ici aussi, des problèmes se posent. En ce qui concerne les bourses et les systèmes multilatéraux de négociation, seuls peuvent participer les maisons de titres, les assujettis à la surveillance de la FINMA, les participants étrangers autorisés par la FINMA et la BNS.¹¹⁶ *A contrario*, les clients privés ne sont pas autorisés à participer. Pour ce qui est des systèmes organisés de négociation, il n'existe aucune restriction relative aux participants. Les clients privés peuvent y participer ; toutefois, comme nous l'avons mentionné précédemment, les systèmes organisés de négociation ne peuvent être exploités que par une banque, une maison de titres ou une personne au bénéfice d'une reconnaissance en tant que plate-forme de négociation. L'indépendance des participants est donc mise à mal.

Pour parer à ces problèmes, sans devoir refondre entièrement la LIMF qui a fait ses preuves et qui est coordonnée au niveau international,¹¹⁷ une nouvelle catégorie d'autorisation a été adoptée : les systèmes de négociation fondés sur la TRD.¹¹⁸

ii) Conditions d'exploitation

Afin d'être réputée système de négociation fondé sur la TRD, une organisation doit remplir plusieurs conditions.

Elle doit tout premièrement être exploitée à titre professionnel,¹¹⁹ à savoir qu'elle doit être exploitée dans le cadre d'une activité économique indépendante exercée en vue d'obtenir un revenu régulier.¹²⁰ La nécessité d'être au bénéfice d'une autorisation pour intervenir sur les marchés financiers dépend fréquemment de la question de savoir si l'exploitation est exercée à titre professionnel ou non.¹²¹ Un système de négociation fondé sur la TRD est réputé être exercé

¹¹⁴ Message, p. 262 ; LEPORI, p. 1.

¹¹⁵ Art. 10 al. 1 LIMF.

¹¹⁶ Art. 34 al. 2 LIMF ; Pour une vue d'ensemble voir le tableau Rapport CF, p. 105.

¹¹⁷ Message, p. 262.

¹¹⁸ Art. 73a N-LIMF.

¹¹⁹ Art. 73a al. 1 1^{ère} phrase N-LIMF.

¹²⁰ Art. 73a al. 2 N-LIMF.

¹²¹ Message, p. 301 et les exemples cités.

à titre professionnel s'il réalise un produit brut de plus de 50'000 francs par année civile, s'il entretient des relations d'affaires ne se limitant pas à une activité unique avec plus de 20 clients privés ou avec au moins un autre type de participant pendant une année civile, ou alors s'il a un pouvoir de disposition d'une durée illimitée sur des valeurs mobilières fondées sur la TRD appartenant à des tiers dont le montant dépasse 5 millions de francs à un moment donné.¹²² *A contrario*, un système n'exerçant pas son activité à titre professionnel n'aura pas besoin d'être autorisé selon la LIMF. Il pourra toutefois être soumis à des exigences relatives à la lutte contre le blanchiment d'argent et le financement du terrorisme.¹²³

Deuxièmement, elle doit être destinée à la négociation multilatérale de valeurs mobilières fondées sur la TRD. Une négociation multilatérale est une négociation dans laquelle les intérêts acheteurs et vendeurs de multiples participants sont regroupés au sein du système de négociation en vue de la conclusion d'un contrat.¹²⁴ L'organisation devra impérativement proposer la négociation de valeurs mobilières fondées sur la TRD pour être au bénéfice de cette autorisation. Rien ne l'empêchera de proposer également la négociation de non-valeurs mobilières (jetons de paiement ou d'usage).¹²⁵

Troisièmement, elle doit viser l'échange simultané d'offres entre plusieurs participants ainsi que la conclusion de contrats selon des règles non discrétionnaires. On entend par là que l'organisation n'a aucune marge d'appréciation dans le regroupement des offres.¹²⁶

Finalement, elle doit, alternativement, soit admettre des personnes physiques ou morales (clients privés),¹²⁷ soit assurer la conservation centralisée des valeurs mobilières fondées sur la TRD en se fondant sur des règles et des procédures communes¹²⁸ ou alors encore compenser et régler des opérations sur les valeurs mobilières fondées sur la TRD en se fondant sur des règles et des procédures communes.¹²⁹

Le fait que la même infrastructure puisse offrir des services de négociation et de post-négociation (conservation centralisée, compensation et règlement) constitue une première

¹²² Art. 58b al. 1 N-OIMF.

¹²³ Rapport ordonnance CF, p. 20.

¹²⁴ Art. 22 OIMF par renvoi de l'art. 58a N-OIMF.

¹²⁵ Message, p. 301.

¹²⁶ Art. 23 OIMF par renvoi de l'art. 58a N-OIMF.

¹²⁷ Art. 73a al. 1 let. a N-OIMF.

¹²⁸ Art. 73a al. 1 let. b N-OIMF.

¹²⁹ Art. 73a al. 1 let. c N-OIMF.

dérogation au principe de la neutralité technologique,¹³⁰ les autres exploitants étant en principe limités à un seul service.¹³¹

La possibilité d'admettre une clientèle privée, en plus des participants « classiques », est justement une des innovations notoires.¹³² En effet, on déroge ici également une seconde fois au principe de la neutralité technologique,¹³³ en admettant que des personnes physiques ou morales puissent être admises en tant que participants d'un système de négociation fondé sur la TRD¹³⁴ alors que tel n'est pas le cas sur les bourses et les systèmes multilatéraux de négociation. Il y a toutefois des conditions. Ces clients privés doivent déclarer qu'ils ne participent qu'en leur nom et pour leur propre compte,¹³⁵ et ne peuvent dès lors pas jouer le rôle d'intermédiaires, cela afin d'éviter tout risque de blanchiment d'argent et de financement du terrorisme.¹³⁶ Les clients privés participant à un système de négociation fondé sur la TRD n'ont toutefois pas l'obligation d'enregistrer ni l'obligation de déclarer¹³⁷ alors que les participants « classiques » y sont tenus.¹³⁸

De nombreuses exigences imposées aux plates-formes de négociation, notamment en ce qui concerne l'autorégulation, l'organisation de la négociation, la transparence pré-négociation et post-négociation, la garantie d'une négociation ordonnée, la surveillance de la négociation, la collaboration entre les organes de surveillance de la négociation, la suspension de la négociation ou encore l'instance de recours, s'appliquent également aux systèmes de négociation fondés sur la TRD.¹³⁹

Il existe toutefois des exigences spécifiques aux systèmes de négociation fondés sur la TRD. En ce qui concerne ses devoirs d'information et de transparence, si le système de négociation fondé sur la TRD admet des clients privés, il devra leur mettre à disposition le prospectus ou la feuille d'information de base pour toute valeur mobilière qu'il admet.¹⁴⁰ Cela pour autant que l'émetteur en ait établi.¹⁴¹ Il devra aussi immédiatement publier concernant les transactions sur

¹³⁰ Message, p. 300.

¹³¹ Art. 10 al. 1 LIMF.

¹³² Message, p. 262 ; HUMBEL, p. 24.

¹³³ Message, p. 262.

¹³⁴ Art. 73c al. 1 let. e N-LIMF.

¹³⁵ Art. 73c al. 1 let. e *in fine* N-LIMF.

¹³⁶ Message, p. 302.

¹³⁷ Art. 73c al. 3 N-LIMF *cum* art. 58d al. 1 N-OIMF.

¹³⁸ Art. 73c al. 3 N-LIMF.

¹³⁹ Art. 73b N-LIMF.

¹⁴⁰ Art. 73e al. 1 N-LIMF *cum* art. 58i al. 1 N-OIMF.

¹⁴¹ Rapport ordonnance CF, p. 25.

d'autres valeurs patrimoniales effectuées sur le système de négociation fondé sur la TRD, notamment le prix, le volume et le moment des transactions.¹⁴² Il devra également informer sa clientèle privée de sa gouvernance et de ses risques techniques, notamment ceux pouvant engendrer des pertes.¹⁴³

Si le système de négociation fondé sur la TRD fournit des services de conservation centralisée ou s'il compense et règle des opérations de valeurs mobilières fondées sur la TRD en se fondant sur des règles et des procédures communes (services de post-négociation), il sera en principe soumis aux règles applicables aux dépositaires centraux de la LIMF et de l'OIMF. Il existe toutefois des règles spécifiques.¹⁴⁴ En ce qui concerne la ségrégation, celle-ci peut être opérée au niveau du système de négociation fondé sur la TRD ou alternativement au niveau du registre électronique distribué où se trouvent les valeurs mobilières fondées sur la TRD.¹⁴⁵ Contrairement aux dépositaires centraux, il ne sera pas obligatoire pour le système de négociation fondé sur la TRD de régler ses paiements auprès de la BNS, il aura la possibilité de le faire auprès d'un établissement surveillé par la FINMA.¹⁴⁶ En ce qui concerne ses liquidités suffisantes, elles pourront être constituées en cryptoactifs à la condition que l'obligation de paiement ait été émise dans cette monnaie virtuelle.¹⁴⁷ La dernière divergence par rapport aux règles applicables aux dépositaires centraux est que le système de négociation fondé sur la TRD n'a pas l'obligation, mais la simple option, d'instituer un comité d'utilisateurs.¹⁴⁸

Le système de négociation fondé sur la TRD devra édicter un règlement sur l'admission de valeurs mobilières fondées sur la TRD à la négociation et aux autres services qu'il propose. Y sera déterminé en particulier les exigences auxquelles les valeurs mobilières fondées sur la TRD ainsi que les émetteurs ou les tiers doivent satisfaire en relation avec l'admission.¹⁴⁹ Le registre électronique distribué où se trouvent les valeurs mobilières fondées sur la TRD, qu'elles aient ou non la forme de droits-valeurs inscrits, devra respecter les exigences imposées aux registres de droits-valeurs.¹⁵⁰ Le règlement pourra en outre, par exemple, imposer un audit des jetons

¹⁴² Art. 73e al. 1 N-LIMF *cum* art. 58i al. 2 N-OIMF.

¹⁴³ Art. 73e al. 1 N-LIMF *cum* art. 58i al. 3 N-OIMF.

¹⁴⁴ Art. 73e al. 2 N-LIMF *cum* art. 58j al. 1 N-OIMF *cum* arts. 62 à 73 LIMF *cum* arts. 52 à 58 OIMF.

¹⁴⁵ Art. 73e al. 2 N-LIMF *cum* art. 58j al. 2 N-OIMF *cum* art. 69 LIMF.

¹⁴⁶ Art. 73e al. 2 N-LIMF *cum* art. 58j al. 3 N-OIMF *cum* art. 65 al. 1 LIMF.

¹⁴⁷ Art. 73e al. 2 N-LIMF *cum* art. 58j al. 4 N-OIMF *cum* art. 67 LIMF.

¹⁴⁸ Art. 73e al. 2 N-LIMF *cum* art. 58j al. 5 N-OIMF *cum* art. 52 LIMF.

¹⁴⁹ Art. 73d al. 1 N-LIMF.

¹⁵⁰ Art. 73d al. 3 N-LIMF *cum* art. 58h N-OIMF *cum* art. 973d al. 2 CO.

et/ou du registre des droits-valeurs.¹⁵¹ Si d'autres valeurs patrimoniales sont admises à la négociation ou aux autres services proposés, un règlement devra également être édicté quant à leur admission.¹⁵²

Ne pourront être admis à la négociation les dérivés conçus comme des valeurs mobilières fondées sur la TRD, les valeurs mobilières fondées sur la TRD et les autres valeurs patrimoniales qui pourraient compliquer notablement la mise en œuvre des exigences de lutte contre le blanchiment d'argent et le financement du terrorisme (*privacy coins*) ou risqueraient de porter atteinte à l'intégrité du système financier.¹⁵³ La FINMA sera compétente pour désigner précisément ces dernières.¹⁵⁴ En ce qui concerne les dérivés fondés sur la TRD, il n'est pas exclu qu'ils puissent être admis à terme.¹⁵⁵

Le Conseil fédéral s'est vu donner la compétence de prévoir des allègements pour les petits systèmes de négociation fondés sur la TRD,¹⁵⁶ le but étant de favoriser l'accès à de nouveaux acteurs sur le marché et créer de nouveaux modèles d'affaire.¹⁵⁷ Est qualifié de « petit » un système de négociation fondé sur la TRD lorsque celui-ci présente de faibles risques tant pour les investisseurs que pour le marché financier,¹⁵⁸ c'est-à-dire lorsque le volume de négociation de valeurs mobilières fondées sur la TRD est inférieur à 250 millions de francs par an, que le volume de valeurs mobilières fondées sur la TRD que le système conserve est inférieur à 100 millions de francs et que son volume de règlement pour des valeurs mobilières fondées sur la TRD comprend des transactions d'une valeur inférieure à 250 millions de francs par an.¹⁵⁹ Si ces seuils *de minimis* ne sont pas dépassés, le système bénéficiera d'allègements notamment en ce qui concerne les exigences relatives à son organisation, à la continuité de son activité, à l'instauration d'une instance de recours indépendante, à ses fonds propres et liquidités et à sa révision interne.¹⁶⁰ Il devra toutefois informer ses clients, en la forme écrite ou sous toute autre forme permettant d'en établir la preuve par un texte, qu'il est au bénéfice de tels allègements.¹⁶¹

¹⁵¹ Message, p. 303.

¹⁵² Art. 73d al. 2 N-LIMF.

¹⁵³ Art. 73d al. 3 N-LIMF *cum* art. 58f al. 2 N-OIMF.

¹⁵⁴ Art. 58f al. 3 N-OIMF.

¹⁵⁵ Rapport ordonnance CF, p. 22.

¹⁵⁶ Art. 73f al. 1 N-LIMF.

¹⁵⁷ Message, p. 306.

¹⁵⁸ Art. 73f al. 2 N-LIMF.

¹⁵⁹ Art. 73f al. 2 N-LIMF *cum* art. 58k al. 1 N-OIMF.

¹⁶⁰ Art. 73f al. 1 N-LIMF *cum* art. 58l N-OIMF.

¹⁶¹ Art. 73f al. 3 N-LIMF *cum* art. 58m N-OIMF.

B. Autorisation et surveillance

Le système de négociation fondé sur la TRD devra obtenir une autorisation de la FINMA, comme n'importe quelle autre infrastructure des marchés financiers.¹⁶² Si ce système est d'importance systémique et qu'il offre des services dans le domaine de la conservation centralisée, de la compensation ou du règlement, la FINMA devra informer la BNS de sa demande d'autorisation.¹⁶³

Au même titre, la FINMA en sera l'autorité de surveillance,¹⁶⁴ et s'il est d'importance systémique, il sera en outre assujéti à la surveillance de la BNS.¹⁶⁵ La FINMA surveille le respect des conditions d'autorisation et des obligations, sauf si cela incombe à la BNS au titre de la surveillance des exigences spéciales.¹⁶⁶

La FINMA est également compétente pour approuver ses différents règlements et leurs modifications.¹⁶⁷ Cependant, il appartient au système de négociation fondé sur la TRD de surveiller le respect de ses règlements et de prendre les sanctions en cas d'infraction.¹⁶⁸

Dans l'hypothèse où le système de négociation fondé sur la TRD n'exploite pas lui-même le registre électronique distribué, il est également de son ressort de s'assurer, avant l'admission des valeurs mobilières, que le registre distribué respecte au minimum les exigences imposées aux registres de droits-valeurs. Il devra le faire régulièrement mais au minimum une fois par an.¹⁶⁹ Le contrôle sera plus fréquent en cas d'évènement particulier, par exemple lors de *fork*, de changement du protocole ou du *hash rate*. Le contrôle des exigences d'intégrité et de publicité porte aussi bien sur les aspects techniques les garantissant mais également sur des aspects factuels qui pourraient les mettre à mal (*mining pools, single point of failure, single point of control etc.*).¹⁷⁰

¹⁶² Art. 4 al. 1 LIMF.

¹⁶³ Art. 25 al. 1 N-LIMF.

¹⁶⁴ Art. 83 al. 1 1^{ère} phrase LIMF.

¹⁶⁵ Art. 83 al. 1 2^{ème} phrase LIMF *cum* arts. 19 al. 1 et 20 al. 1 N-LBN.

¹⁶⁶ Art. 83 al. 2 LIMF.

¹⁶⁷ Art. 27 al. 4 LIMF.

¹⁶⁸ Art. 73d al. 4 N-LIMF.

¹⁶⁹ Art. 73d al. 3 N-LIMF *cum* art. 58h al. 2 N-OIMF.

¹⁷⁰ Rapport ordonnance CF, p. 24 ss.

Le système devra ensuite informer tous les participants des vérifications entreprises et de leurs résultats.¹⁷¹

C. Avantages et inconvénients

Comme vu précédemment, les systèmes de négociation fondés sur la TRD offrent divers avantages et innovations.

Ils permettent tout d'abord de négocier des valeurs mobilières fondées sur la TRD ; les nouveaux droits-valeurs inscrits qualifiés comme tels pourront donc y être négociés.

Du point de vue de l'exploitant, il pourra bénéficier des buts et des innovations de la TRD en étant autorisé à faire la négociation des valeurs mobilières fondées sur la TRD mais également fournir les services de post-négociation y relatifs, ce qui n'est pas possible avec les infrastructures « traditionnelles ».

Les systèmes de négociation fondés sur la TRD sont ouverts à la clientèle privée, ce qui n'était pas le cas avec les bourses et les systèmes multilatéraux de négociation. La clientèle privée pourra donc s'affranchir des traditionnels intermédiaires (banques, maisons de titres, personnes assujetties à la surveillance de FINMA). En plus du sentiment d'indépendance, cela devrait permettre de réduire les coûts de la négociation.

A l'heure actuelle, les seules bourses suisses autorisées sont BX Swiss AG et SIX Swiss Exchange AG et le seul système multilatéral de négociation suisse autorisé est SIX Repo AG.¹⁷² On notera que SIX Group est dans la transformation digitale avec son projet *SIX Digital Exchange* (SDX) qui permettra notamment d'émettre, négocier et conserver des actifs numériques.¹⁷³

Nous espérons toutefois que cette nouvelle catégorie d'autorisation (et sa forme allégée pour les petits systèmes de négociation fondés sur la TRD) casse le monopole, ouvre le marché à de

¹⁷¹ Art. 73d al. 3 N-LIMF *cum* art. 58h al. 3 N-OIMF.

¹⁷² FINMA liste IMF.

¹⁷³ SDX.

nouveaux acteurs, attire plus de participants et favorise l'innovation, ce qui était d'ailleurs le souhait du Conseil fédéral.¹⁷⁴

Il convient cependant de garder à l'esprit que plusieurs modèles d'affaires existent sur le marché et que la nouvelle autorisation ne règle pas toutes les différentes problématiques auxquelles font face les divers acteurs. Généralement, les plates-formes ne s'arrêtent pas à la négociation mais proposent d'autres services soumis à autorisation.¹⁷⁵ A titre d'exemple, une plate-forme proposant la négociation de valeurs mobilières devra potentiellement obtenir en sus une autorisation bancaire ou Fintech si elle accepte des dépôts du public.¹⁷⁶

Il existe également d'autres possibilités pour des acteurs désirant proposer la négociation de valeurs mobilières fondées sur la TRD à des clients privés, notamment, obtenir une autorisation en tant que maison de titres puis exploiter un système organisé de négociation. Auparavant, la pratique de la FINMA ne permettait pas d'obtenir une autorisation en tant que banque, maison de titres, plate-forme de négociation, ou alors une reconnaissance en tant que plate-forme de négociation si le but était simplement d'exploiter un SON. Il fallait impérativement exercer concrètement les activités typiques respectives à chaque autorisation afin d'être autorisé en tant que tel.¹⁷⁷ Depuis l'entrée en vigueur du projet de loi TRD, toute personne désirant faire du négoce pour compte propre et exploiter un système organisé de négociation pourra être autorisé en tant que maison de titres.¹⁷⁸ La première bénéficiaire de cette option est l'entreprise genevoise Taurus SA qui a été autorisée en tant que maison de titres afin d'exploiter un SON en avril 2021.¹⁷⁹

Seul l'avenir nous dira si d'autres acteurs que SIX Group s'orienteront sur une autorisation en tant que système de négociation fondé sur la TRD ou bien si le monopole perdurera. Il n'est pas certain que de plus petits acteurs désirant négocier des valeurs mobilières fondées sur la TRD entreprendront d'obtenir une autorisation en tant qu'infrastructure de marché financier si une simple autorisation en tant que maison de titres et l'exploitation d'un SON permettent également de faire la négociation de valeurs mobilières fondées sur la TRD.

¹⁷⁴ Notamment Message, p. 1.

¹⁷⁵ BACHARACH, Nouveau cadre réglementaire, p. 2 ss.

¹⁷⁶ Arts. 1a et 1b LB.

¹⁷⁷ Message, p. 294.

¹⁷⁸ Art. 41 let. b ch. 3 N-LEFin.

¹⁷⁹ FINMA liste B&MT ; Taurus.

4. Conclusion

La Suisse a fait le choix de légiférer face à la digitalisation et aux évolutions en matière de registres distribués pour, d'une part, être au centre des innovations en la matière et, d'autre part, assurer une sécurité juridique aux différents acteurs. Ce choix doit être salué, car l'histoire a démontré que l'attrait de la place financière suisse était notamment dû à sa stabilité politique et économique ainsi qu'à sa sécurité juridique.

De surcroît, le choix de légiférer de manière ciblée et proportionnée, en ne remettant pas en cause mais en tirant profit de la souplesse du cadre juridique existant, était judicieux. Il est également louable de ne pas avoir voulu imposer une certaine technologie, mais de laisser le marché évoluer tout en protégeant ses participants. Cette flexibilité et liberté de choix sont renforcées par une approche technologiquement neutre qui permet en outre l'égalité de traitement entre les divers concurrents et un encadrement des nombreuses évolutions technologiques à venir. Comme nous l'avons constaté, la loi déroge dans certains cas à la neutralité technologique mais les exceptions semblent, à notre avis, justifiées. Les exceptions permettent d'atteindre le but visé par la technologie TRD, elles n'ont pas d'alternatives moins dommageables au principe de neutralité technologique et leur gravité est dans un rapport raisonnable avec leurs objectifs.

La modernisation du droit des papiers-valeurs par l'introduction des droits-valeurs inscrits et des registres distribués permet certainement de développer et d'apporter de la sécurité et de la confiance dans le phénomène de la *tokenisation*. En effet, les investisseurs seront plus confiants et donc enclins à investir dans des droits-valeurs inscrits sur des registres distribués qui sont, tous deux, régis par la loi et soumis à des exigences strictes. La possibilité d'émettre des actions sous forme de droits-valeurs inscrits devrait également renforcer la sécurité juridique dans les ICO et développer leur succès. La désintermédiation à elle seule présente aussi de nombreux avantages ; elle permet en effet de s'affranchir des traditionnels dépositaires et autres intermédiaires financiers tout en rapprochant les émetteurs des investisseurs. En réduisant les coûts, la désintermédiation devrait en outre permettre à des plus petites sociétés, disposant de moins de moyens financiers, de lever des fonds au moyen d'ICO. Il s'agit d'une solution évidemment moins onéreuse qu'une traditionnelle IPO où de nombreux intermédiaires doivent nécessairement prendre part au processus.

Moderniser le droit des papiers-valeurs et le droit du marché primaire ne suffit pas. Il fallait également faire évoluer le droit du marché secondaire. Les nouveaux systèmes de négociation fondés sur la TRD sont une des évolutions qui permettent de faciliter les échanges de valeurs mobilières fondées sur la TRD et d'exploiter l'ensemble des avantages de la *blockchain*. Dans la continuité de la désintermédiation offerte par les droits-valeurs inscrits et les registres distribués, la nouvelle catégorie d'autorisation permet elle aussi de s'affranchir des intermédiaires en autorisant les clients privés à participer directement à la négociation. Les exploitants pourront aussi mettre à profit les possibilités offertes par la *blockchain* en fournissant non seulement les services de négociation, mais aussi les services de post-négociation. Le Conseil fédéral souhaite que cette nouvelle catégorie d'autorisation, et sa forme allégée, permettent l'entrée de nouveaux modèles d'affaires et de nouveaux acteurs sur le marché des infrastructures des marchés financiers. Bien que souhaitable, il n'est à ce stade pas certain que cela se concrétisera.

Toutefois, seule une analyse sur le long terme permettra de déterminer si les différentes modifications législatives apporteront une réelle sécurité juridique et un attrait pour la Suisse dans le domaine de la digitalisation. L'avenir nous dira également quels modèles d'affaires seront les plus exploités, pour quelles raisons et si le nouveau cadre juridique leur conviendra.

Il est aujourd'hui également impossible de prévoir les nombreuses mutations et évolutions technologiques des prochaines années. Dans ce contexte, il sera intéressant de constater à quel point l'adoption de normes technologiquement neutres permettra d'être à jour d'un point de vue légal et si le nombre de modifications législatives sera réellement restreint.

Bibliographie

1. OUVRAGES

BÄRTSCHI Harald, Vom papierlosen Wertpapier zum Robo-Verwaltungsrat: Gesellschaftsrecht im digitalen Wandel, *in* (Jung Peter/Krauskopf Frédéric/Cramer Conradin) *Theorie und Praxis des Unternehmensrechts Festschrift zu Ehren von Lukas Handschin*, Zurich (Schulthess) 2020.

GOMEZ RICHA Lucia, *Les produits structurés et la protection de l'investisseur*, Zurich (Schulthess) 2015.

GUGGENHEIM Daniel A./GUGGENHEIM Anath, *Les contrats de la pratique bancaire suisse*, 5^e éd., Berne (Stämpfli) 2014.

JACCARD Gabriel, 5^{ème} partie : Commerce international / Initial Coin Offerings : quelques aspects sous l'angle du droit suisse, *in* *Le droit face à la révolution 4.0*, Genève-Zurich (Schulthess Editions romandes) 2019.

LEIBENSON Joël, *Les actes de disposition sur les titres intermédiés*, Zurich (Schulthess) 2013.

THÉVENOZ Luc, *Titres intermédiés: l'état de fait*, *in* (édit. Thévenoz Luc/Bovet Christian) *Journée 2003 de droit bancaire et financier*, Zurich (Schulthess) 2004.

VON JEINSEN Alexander, *IPO vs. ICO*, *in* (édit. Reutter Thomas U./Werlen Thomas) *Kapitalmarkt - Recht und Transaktionen XIV*, Zurich (Schulthess) 2019.

2. ARTICLES

BACHARACH Jeremy, *Cryptomonnaies, jetons et papiers-valeurs : quo vadis ?*, publié le 23 janvier 2019 par le Centre de droit bancaire et financier (<https://cdbf.ch/1403/>) (xx.xx.2021) (cité : Quo vadis).

BACHARACH Jeremy, *Un nouveau cadre réglementaire pour la "custody" de cryptoactifs*, publié le 18 septembre 2020 par le Centre de droit bancaire et financier (<https://cdbf.ch/1154/>) (24.04.2021) (cité : Nouveau cadre réglementaire).

BRUNONI Luca/BONADIO Louise, *Initial coin offering (ICO): investir et entreprendre à l'aide de la blockchain*, *in* *Expert Focus (EF) 1-2* (2019), p.68 ss.

DARBELLAY Aline/REYMOND Michel José, *Le régime de responsabilité civile en matière d'émissions publiques de jetons digitaux (ICO)*, *in* *Revue suisse de droit des affaires et du marché financier (RSDA/SZW)* 2018, p. 48 ss.

DEPIERRE Olivier, Les cryptoactifs en droit civil : prologue, publié le 26 avril 2019 par le Centre de droit bancaire et financier (<https://cdbf.ch/1060/>) (24.04.2021).

EIGENMANN Antoine, Projet de loi sur le dépôt et le transfert des titres intermédiés, aspects choisis, *in* Revue suisse de droit des affaires et du marché financier (RSDA/SZW) 2006, p. 104 ss.

EGGEN Mirjam/STENGEL Cornelia, Optionen zur rechtlichen Ausgestaltung von digitalem Zentralbankgeld (Wholesale CBDC), *in* Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht (GesKR) 2020, p. 200 ss.

GUILLAUME Florence, Les titres intermédiés détenus auprès d'un intermédiaire (titres intermédiés) en droit suisse – aspects de droit matériel et de droit international privé, *Euredia* 2005/3.

HOUDROUGE Tarek/TENOT Jérémie, Le droit suisse à l'heure de la technologie des registres électroniques distribués, *in* Revue de droit privé et fiscal du patrimoine (Not@lex 2020), p. 49 ss.

HUMBEL Claude, Organisierte Handelssysteme in der Schweiz – Quo vadis?, *in* Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht (GesKR) 2021, p. 25 ss.

IFFLAND Jacques/BEN HATTAR Ariel, Les systèmes organisés de négociation, *in* Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht (GesKR) 2016, p. 458 ss.

KRAMER Stefan/OSER David/MEIER Urs, Tokenisierung von Finanzinstrumenten de lege ferenda Unter besonderer Berücksichtigung von nicht kotierten Aktien, *in* Jusletter 6 mai 2019 (www.jusletter.ch) (24.04.2021).

LEIBENSON Joël/BÉTRISEY Frédéric, Droit commercial, exécution forcée et arbitrage / La mise en gage d'actions représentées par des jetons numériques (tokens), *in* Vers les sommets du droit : *liber amicorum* pour Henry Peter [TRIGO TRINDADE Rita/BAHAR Rashid/NERI-CASTRACANE Giulia, édit.], Genève, Zurich 2019, p. 67 ss.

LEPORI Leandro, Infrastructure des marchés financiers : vers la création d'une nouvelle catégorie d'autorisation ?, publié le 4 janvier 2019 par le Centre de droit bancaire et financier (<https://cdbf.ch/1040/>) (24.04.2021).

MÜLLER Vaïk, Le droit suisse s'adapte aux cryptoactifs : Vers une équivalence avec les papiers-valeurs traditionnels: la sécurité juridique des registres distribués se renforce, *in* allnews 25 septembre 2020 (<https://www.allnews.ch>) (24.04.2021).

MÜLLER Vaïk/MIGNON Vincent, La qualification juridique des tokens: aspects réglementaires, *in* Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht (GesKR) 2017, p. 486 ss.

NEY Frédéric, Le traitement fiscal lié à l'émission de jetons d'utilité et de jetons d'investissement au moyen de la technologie «blockchain», *in* Revue de droit fiscal (RDAF) 2020 II, p. 135 ss.

SCHLICHTING Lars, La tokenizzazione di assets finanziari, *in* *Novità fiscali* (NJ) 9/2020, p. 587 ss.

VON DER CRONE Hans Caspar/BAUMGARTNER Fleur, Digitalisierung des Aktienrechts – Die Ausgabe von Aktien als Registerwertrechte, *in* *Revue suisse de droit des affaires et du marché financier* (RSDA) 2020, p. 351 ss.

VON DER CRONE Hans Caspar/DERUNGS Merens, Aktien als digitalisierte Werte, *in* *Revue suisse de droit des affaires et du marché financier* (RSDA) 2019, p. 481 ss.

3. AUTRES SOURCES

Conseil fédéral, Message relatif à la loi fédérale sur l'adaptation du droit fédéral aux développements de la technologie des registres électroniques distribués, FF 2020 223 ss (cité : Message).

Conseil fédéral, Rapport bases juridiques pour la *distributed ledger technology* et la *blockchain* en Suisse du 14 décembre 2018 (cité : Rapport CF).

Conseil fédéral, Rapport explicatif en vue de l'ouverture de la procédure de consultation : Ordonnance du Conseil fédéral sur l'adaptation du droit fédéral aux développements de la technologie des registres électroniques distribués du 19 octobre 2020 (Cité : Rapport ordonnance CF).

Département fédéral des finances, Communiqué Lancement de la consultation concernant l'acte modificateur unique dans le domaine de la blockchain du 19 octobre 2020 (cité : DFF communiqué).

FINMA, Complément au guide pratique pour les questions d'assujettissement concernant les *initial coin offerings* (ICO) du 11 septembre 2019 (cité : FINMA complément ICO).

FINMA, Liste des infrastructures des marchés financiers autorisées et reconnues (y compris plates-formes de négociation) et participants étrangers, état au 22 avril 2021 (cité : FINMA liste IMF).

FINMA, Listes des banques et maisons de titres autorisées par la FINMA, état au 22 avril 2020 (cité : FINMA liste B&MT).

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

SDX, SIX Digital Exchange (<https://sdx.com>) (24.04.2021).

Taurus, Communiqué : Taurus peut lancer le premier marché des actifs numériques, *in* *allnews* 19 avril 2021 (<https://www.allnews.ch>) (24.04.2021).