

LES TOKENS COMME DROITS DE VALEUR & OFFRES DE TOKENS ET CENTRES COMMERCIAUX DECENTRALISES:

Une analyse du droit civil des valeurs mobilières et du droit de la surveillance des valeurs mobilières du point de vue du Liechtenstein, avec une référence particulière aux actes pertinents de l'Union

Josef Bergt

Mentions légales

Informations bibliographiques de la Deutsche Nationalbibliothek:
La Deutsche Nationalbibliothek répertorie cette publication dans la
Deutsche Nationalbibliografie ; des données bibliographiques détaillées
sont disponibles sur Internet à l'adresse <http://dnb.dnb.de>.

2019 Josef Bergt

Production et édition : BoD - Books on Demand, Norderstedt

ISBN: 978-3-7519-4426-7

1^{ère} édition mai 2020 (Traduction automatique en français)

*"L'imagination nous transportera souvent dans des mondes qui
n'ont jamais existé.*

Mais sans elle, nous n'allons nulle part".¹

¹ *Carl Sagan* (1934 - 1996), astronome, cosmologue, astrophysicien, astrobiologiste, présentateur de télévision, auteur de non-fiction, écrivain.

Préface / Remerciements

*"Aucune culpabilité n'est plus pressante que celle de dire merci"*²

Mes premiers remerciements vont donc à mes superviseurs, mes camarades de classe, mes collègues et mon personnel, qui m'ont guidé à plusieurs reprises vers de nouvelles voies thématiques scientifiquement fructueuses, avec des conseils enrichissants et des contributions aux discussions au cours des dernières années.

Je voudrais également profiter de cette occasion pour remercier mes correcteurs diligents et patients et toutes les personnes qui n'ont pas été explicitement mentionnées ici.

Mes parents, mes frères et sœurs et mes collègues occupent une position exceptionnelle à tous égards. Je les remercie tout particulièrement.

Gams / Vaduz / Ranggen, en novembre 2019
Joseph Bergt

PS : Mais je regarde le présent travail avec une certaine fierté et j'espère d'une part que je ne me lasse jamais du débat scientifique et d'autre part que j'invite ou invite tout le monde à falsifier ou à vérifier empiriquement les thèses représentées dans ce document ; ce n'est qu'ainsi qu'une validation au sens de la méthode scientifique pourra être obtenue et j'attends avec impatience tout autre discours scientifique.

² Bien que cette citation soit en partie attribuée à l'orateur et homme d'État romain *Marcus Tullius Cicero* (106 - 43 av. J.-C.), il est probable qu'elle soit d'origine inconnue en raison du manque de références compréhensibles.

Notes rédactionnelles

Il est précisé que dans le présent document, le masculin générique est utilisé pour des raisons de lisibilité. Cependant, l'utilisation de la forme masculine d'un mot inclut toujours la forme féminine.

En outre, dans le présent traité, l'utilisation de la police Eszett (d'après la police Fraktur - "sz" ; "ß") est complètement abandonnée et remplacée par un "double s". Toutefois, les citations ne sont pas concernées par cette mesure, car toute falsification doit être évitée.

Dans la mesure où la mise en œuvre a déjà eu lieu dans les juridictions respectives, l'ECLI (European Case Law Identifier) est utilisé pour citer les décisions de justice. De même, le droit dérivé du droit de l'Union est cité à l'aide de l'European Legislation Identifier (ELI).

En outre, il convient de noter qu'en ce qui concerne la citation, les règles d'abréviation et de citation (AZR), 8e édition, Vienne, 2019, de *Peter Dax* et *Gerhard Hopf*, sont principalement suivies.

En outre, il convient de noter que les données temporelles sans autre précision, comme dans le cas des adverbes temporels (par exemple, une modification actuelle d'un certain domaine du droit est recherchée), se réfèrent en cas de doute à la date de publication de l'article scientifique en question.

Enfin, il convient de souligner que les informations provenant des autorités judiciaires sans indication complémentaire du pays renvoient en cas de doute aux lois du Liechtenstein, à moins qu'une attribution ne soit déjà claire, comme c'est le cas du GTK allemand ou du RUP suisse. Si l'ABGB est cité, il s'agit de l'ABGB du Liechtenstein ; la base autrichienne de la prescription est citée comme étant l'ÖABGB, à moins que le contexte n'indique quelle loi est visée.

En outre, il convient de noter que ce document est divisé en deux titres. En effet, les différents travaux ont été présentés à l'Université du Liechtenstein sous forme de mémoires de maîtrise dans le cadre du LL.M. en droit des sociétés, des fondations et des fiducies ("Token as Value

Rights"), ainsi que du LL.M. en droit bancaire et financier ("Token Offerings and Decentralized Trading Centers"). Les références (informations sur les chapitres, numéros marginaux, notes de bas de page) doivent généralement être considérées indépendamment et renvoient à l'ouvrage respectif (le titre respectif), à moins qu'une référence générale ne soit notée. Le présent ouvrage est une réimpression des mémoires de maîtrise soumis à l'Université du Liechtenstein.

Addendum à la 2e édition - mai 2020

Dans cette 2ème édition légèrement révisée de mon travail, des concrétisations mineures du contenu ont été faites, ainsi que diverses erreurs orthographiques ont été corrigées. L'essentiel de l'ouvrage reste inchangé et est toujours rédigé du point de vue de novembre/décembre 2019. Les formulations qui font référence aux lois "de lege lata" se réfèrent au statut à la fin de 2019, mais les changements apportés par la loi liechtensteinoise sur les chaînes de magasins (TVTG), entrée en vigueur depuis, ont de toute façon été pris en compte dans ces travaux (avec la mention "de lege ferenda").

De nouvelles discussions et mises à jour seront certainement nécessaires à l'avenir. Étant donné que le présent ouvrage doit être considéré comme faisant partie d'une (future) série sur le droit bancaire et le droit des marchés financiers du Liechtenstein, les autres auteurs sont également cordialement invités à me contacter et, si nécessaire, à écrire des contributions (d'invités) sur le sujet en question, à faire part de leurs réflexions d'une autre manière ou à aider à la traduction dans d'autres langues afin de réaliser réellement cette entreprise audacieuse à long terme et de rendre l'ouvrage accessible à un large public en même temps.

Je voudrais profiter de cette occasion pour remercier mon collègue Wolfgang Fürnchuss et le cabinet d'avocats Advocatur Seeger, Frick & Partner AG, Schaan, qui ont défendu avec succès les revendications de propriété intellectuelle illégitimes de mon ancien employeur sur ce tra-

vail devant les tribunaux du Liechtenstein (procédure de sûreté juridiquement contraignante le 04 CG.2019.409 de 12.05.2020), ce qui a contribué de manière significative au fait que mon travail puisse être à nouveau publié.

*"La censure est la plus jeune de deux sœurs honteuses, la plus âgée s'appelle l'Inquisition. "*³

*"Un censeur est un crayon ou un homme-crayon ; une ligne faite de chair sur les produits de l'esprit, un crocodile qui se couche sur les rives du courant d'idées et qui mord la tête des poètes qui y nagent."*⁴

La connaissance est gratuite ! Le crayon fait chair et l'homme fait crayon ou les crocodiles qui se cachent au fil des idées ont été tués par l'épée de la Justice !

Gams, mai 2020

Josef Bergt

PS : Cet ouvrage a également été publié dans d'autres langues. Les traductions de l'original, rédigé en allemand, ont été réalisées à l'aide de méthodes d'apprentissage approfondi ou d'apprentissage machine basées sur des réseaux de neurones artificiels (intelligence artificielle). Bien que les traductions ne soient pas parfaites, elles transmettent les idées et les messages pertinents. Sans l'intelligence artificielle, une traduction n'aurait pas été possible dans un délai aussi court.

ISBN of the German version: 978-3-7504-2737-2

ISBN of the English version: 978-3-7519-3796-2

ISBN of the Spanish version: 978-3-7519-4425-0

³ *Johann Nepomuk Nestroy*, La liberté dans le nid de pie I, 14e siècle.

⁴ *Nestroy*, la liberté dans le nid de pie, pièces 26/I, 26 s.

Table des matières	
Préface / Remerciements	XI
Notes rédactionnelles	XII
Addendum à la 2e édition - mai 2020.....	XIII
Table des matières.....	XVII
Table des matières.....	XIX
Liste des abréviations	XXV
I. Les jetons comme droits de valeur	1
II. Offres de jetons et centres commerciaux décentralisés.....	131
Bibliographie.....	i
Registre judiciaire	x
Sources numériques.....	xi
Résumé	xxii
curriculum vitae.....	xxv

Table des matières

Préface / Remerciements	XI
Notes rédactionnelles	XII
Addendum à la 2e édition - mai 2020.....	XIII
Table des matières.....	XVII
Table des matières.....	XIX
Liste des abréviations	XXV
I. Les jetons comme droits de valeur	1
1. Introduction, question de recherche et questions de base sur les jetons	1
1.1 Chaîne de distribution et contrats intelligents	5
1.2 Token, pièces et normalisation malgré le depositum regulare	11
1.3 Conclusion : droit de propriété symbolique	19
2. Les titres selon le PGR et leurs fonctions	20
2.1 valeur indicative et probante	23
2.2 Fonction de libération et de légitimation	25
2.3 Fonction de présentation ou de protection du trafic.....	29
2.4 Fonction de transport.....	30
2.5 Conclusion sur les fonctions prévues par la législation sur les valeurs mobilières et leur application aux titres inscrits en compte dans le cadre du TVTG et du PGR nouveau	31
3. Les jetons comme titres dématérialisés de lege lata ?.....	33
3.1 Transfert de droits en valeur.....	47
3.2 Tenue du registre des actionnaires sur une chaîne de blocs	52
3.3 Conclusion registre des actions sur la Blockchain	57
3.4 Valeurs mobilières et valeurs mobilières selon le canon de la MiFID.....	58
3.5 Papiers d'endossement et de nom pur sous forme de jetons	62

4.	Classification de droit civil des jetons en vertu de la loi liechtensteinoise sur les chaînes d'approvisionnement (TVTG)	66
4.1	Valoriser les droits selon le TVTG (principe d'abstraction) et le PGR (principe de causalité)	72
4.2	Conclusion Principe d'abstraction et de causalité après l'introduction du TVTG	84
5.	Tokenisation dans les placements individuels et collectifs	90
5.1	Questions de délimitation des investissements collectifs (structures de fonds)	91
5.2	Parts symboliques de SPV et de fonds	96
5.3	Coopératives segmentées (PCC) en distinction du Fonds	104
5.4	Conclusion La symbolisation des instruments financiers et des organismes de placement collectif	108
6.	Les jetons et le droit de la consommation	111
7.	Principaux résultats	119
7.1	La cartographie du plein droit de propriété dans un jeton	121
7.2	Droits de valeur selon la TVTG et droits de valeur selon le PGR tel que modifié par le BuA 2019/93 (LGBl 2019.304) .	123
7.3	Tokenisation dans les structures d'investissement collectif et les associations segmentées	124
7.4	Transactions des consommateurs iZm Token	126
II.	Offres de jetons et centres commerciaux décentralisés	131
1.	Introduction et objet de l'enquête	131
1.1	Évaluation des modèles d'entreprise basés sur le DLT dans le cadre de la loi sur les marchés financiers	138
1.2	Pratique officielle de l'Autorité des marchés financiers du Liechtenstein	140
2.	Analyse des jetons dans le cadre de la loi sur les marchés financiers	144
2.1	Caractéristiques et champ d'application de la BankG	145
2.2	Offres de jetons et transactions bancaires	151
2.2.1	Activités bancaires (activités de dépôt)	151
2.2.2	Définition des dépôts et de la monnaie électronique et des instruments financiers	158

2.2.3 Conclusion Régularisation des dépôts et de la monnaie électronique	175
2.2.4 Opérations bancaires (activités de prêt)	180
2.2.5 Conclusion Acquisition et affacturage	185
2.3 Les jetons comme instruments financiers	186
2.3.1 Valeurs mobilières.....	189
a. Normalisation.....	195
b. La négociabilité sur le marché des capitaux	197
c. Transférabilité.....	200
2.3.2 Titres de participation, titres assimilables à des actions et titres non assimilables à des actions.....	200
2.3.3 Opérations sur produits dérivés	204
a. Produits dérivés des matières premières	208
b. Différence par rapport aux documents traditionnels ou relatifs aux marchandises (droit civil)	210
2.3.4 Parts d'organismes de placement collectif	212
2.3.5 Conclusion sur la perspective de supervision de la symbolisation	216
2.4 Marchés réglementés, MTF & OTF, SI.....	218
2.4.1 Mécanisme de négociation multilatérale (MTF)	225
2.4.2 Conclusion MTF	231
2.4.3 Systèmes de négociation organisés (OTF).....	232
2.4.4 Internalisateurs systématiques (SI)	235
2.4.5 Aperçu des lieux de négociation organisés	241
2.4.6 Conclusion Lieux de négociation organisés	243
2.4.7 Reproduction d'une PCC pour les jetons d'utilité et les avantages de la chaîne de blocs	245
2.5 DEX comme lieu de négociation et autres services d'investissement	250
2.5.1 Courtage d'acquisition.....	258
2.5.2 Gestion de portefeuille, conseil en investissement et analyse financière	260
2.5.3 Conclusion Frontend et Backend d'un DEX, Market Making et SI.....	264
2.5.4 TVTG et DEX	266
2.5.5 Tableau d'affichage des conclusions et DEX comme fournisseur de services de prix de TC ?.....	270

2.5.6 Services de fourniture de données et tableaux d'affichage	
271	
2.6 Considérations relatives au prospectus	274
2.6.1 Définition des valeurs mobilières et de l'offre publique	
275	
2.6.2 Exemptions de l'obligation de publier un prospectus..	282
2.6.3 Conclusion Les acteurs sur l'obligation de DEX et de	
prospectus.....	283
2.7 Pièces d'écurie et monnaie électronique	285
2.7.1 Loi sur la monnaie électronique - champ d'application	287
2.7.2 Conclusion sur le champ d'application territorial du	
régime de la monnaie électronique	291
2.7.3 les jetons comme la monnaie électronique, les	
portefeuilles et certains comptes de paiement pour la monnaie	
électronique	292
2.7.4 Conclusion : valeur monétaire et gestion de la monnaie	
électronique sur les portefeuilles.....	314
2.7.5 Monnaie électronique et exemptions.....	316
2.7.6 Échange de pièces d'écurie et de monnaie électronique à	
l'aide de l'exemple de Tether.....	318
2.7.7 Conclusion : action bilatérale et multilatérale sur la	
monnaie électronique.....	333
2.7.8 Valeur monétaire - Rétablissement de la clause relative	
aux sonneries ?.....	336
2.8 Services de paiement et modèles commerciaux à base de	
jetons	342
2.8.1 Authentification forte des clients	347
2.8.2 Exemptions de l'autorisation selon la loi ZDG.....	349
2.8.3 Conclusion Exceptions selon la loi ZDG dans le cadre du	
DSP II.....	353
2.9 Bureaux de change selon le SPG tel que modifié par les	
LGBl 2009.047 et 2019.302	355
2.10 Conclusion sur la prévention du blanchiment de capitaux	
et les autres intermédiaires financiers	364
3. Aperçu des aspects réglementaires du TVTG	367
4. Résultats principaux	373

4.1 Opérations bancaires, monnaie électronique, instruments financiers et monnaies virtuelles	373
4.2 Centres commerciaux centraux et décentralisés	381
Bibliographie.....	i
Registre judiciaire	x
Sources numériques	xi
Résumé	xxii
curriculum vitae.....	xxv

Liste des abréviations

aA	opinion dissidente
ibid.	à l'endroit indiqué/spécifié
JO C	Journal officiel de l'Union européenne (avis et annonces)
JO L	Journal officiel de l'Union européenne (législation)
TFEU	Traité sur le fonctionnement de l'Union européenne
aF	ancienne version
AIFMD	Directive 2011/61/UE sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs
Note	Note
API	Interface de programmation d'applications
ATS	système d'échange alternatif
BankG	Loi sur les banques (Liechtenstein)
BTC	Bitcoin
BuA	Rapport et demande du gouvernement au Parlement de la Principauté de Liechtenstein
BWG	Loi bancaire (Autriche)

Liste des abréviations

CCP	Contrepartie centrale (chambre de compensation)
CFD	contrat pour la différence
CRD	Directive sur les exigences de fonds propres (CRD IV, 2013/36/UE ; CRD III, 2006/48/CE)
CRR	Règlement sur les exigences de fonds propres UE/575/2013
CSDR	Règlement sur les dépositaires centraux de titres UE/909/2014
DAO	Organisation autonome décentralisée
Règlement Del	Règlement délégué
DEX	échange décentralisé
DGSD	Directive sur les systèmes de garantie des dépôts 2014/49/UE
DLT	Technologie des grands livres distribués
DVO	Règlement d'application
DvP	livraison contre paiement
EAG	Loi sur la protection des dépôts et l'indemnisation des investisseurs (Liechtenstein)

EBA	Autorité bancaire européenne
par exemple	exemple gratuit
EGG	Loi sur la monnaie électronique (Liechtenstein)
ELI	Identifiant de la législation européenne
EMD / Directive sur la monnaie électronique	Directive sur la monnaie électronique / E-Money Directive (E-Money Directive II, 2009/110/EC ; E-Money Directive I, 2000/46/EC)
EMIR	Règlement sur l'infrastructure du marché européen UE/648/2012
AEMF	Autorité européenne des marchés financiers
etc pp	et cetera perge, perge
ETH	Ether
BCE	Banque centrale européenne
FAGG	Loi sur la distance et le commerce extérieur (Liechtenstein)
FCA	Financial Conduct Authority (Royaume-Uni)
FernFinG	Loi sur les services financiers à distance (Liechtenstein)

Liste des abréviations

ff / et seqq	Continuing / et sequentes
FINMA	Autorité suisse de surveillance des marchés financiers (CH)
BaFin	Institut fédéral pour la Surveillance des services financiers
FMA	Autorité des marchés financiers (Liechtenstein ou Autriche)
FMAG	Loi sur la surveillance des marchés financiers (Liechtenstein ; telle que modifiée BuA 2019/93 et LGBl 2019.303)
FN	Note de bas de page
GewG	Loi sur le commerce (Liechtenstein ; telle que modifiée par le BuA 2019/93 et le LGBl 2019.305)
GRC	Charte des droits fondamentaux
GW-RL	Directive sur le blanchiment de capitaux (5e directive sur le blanchiment de capitaux, 2018/843 ; 4e directive sur le blanchiment de capitaux, 2015/849)
Ibid / ibid	Ibidem / ibidem

IDD	Directive sur la distribution des assurances UE/2016/97
Idem / ders	la même
idF	dans la version
idS	dans ce sens
ie	id est
iSd	aux fins de
ITS	Mise en œuvre des normes techniques
IUG	Droit des entreprises d'investissement (Liechtenstein)
iVm	en liaison avec
JCD (EEE)	Décision du Comité mixte (Décision du Comité mixte de l'EEE)
Directive sur les clauses	Clause Directive 93/13/CEE
KMG	Loi sur le marché des capitaux (Autriche)
KSchG	Loi sur la protection des consommateurs (Liechtenstein)
KWG	Loi bancaire (Allemagne)
leg cit	legis citatae

Liste des abréviations

LES	Liechtenstein Recueil des décisions
LGBI	Journal officiel (Liechtenstein)
LJZ	Journal des avocats du Liechtenstein
MAD	Directive sur les abus de marché 2014/57/UE
MAR / MMVO	Règlement sur les abus de marché UE/596/2014
MiFID	Directive sur les marchés d'instruments financiers (MiFID II, 2014/65/UE ; MiFID I, 2004/39/CE)
MiFIR	Règlement sur les marchés d'instruments financiers EU/600/2014
MTF	Mécanisme d'échange multilatéral
mwN	avec des preuves supplémentaires
ANC / ANE	Autorité nationale compétente / Autorité nationale de surveillance
nF	version révisée
NFC	Contrepartie non financière
OU	Code des obligations (CH)
OSI	Modèle d'interconnexion des systèmes ouverts

OTC	Au comptoir (hors bourse)
OTF	Système de négociation organisé
PERG	Le manuel d'orientation du périmètre
PGR	Loi sur les personnes et les sociétés (Liechtenstein ; (telle que modifiée par le BuA 2019/93 et le LGBI 2019.304)
PoS/PoW	preuve de travail / preuve d'enjeu
Règlement sur les brochures	Règlement sur les prospectus UE/2017/1129
PSD	Directive sur les services de paiement (DSP II, UE/2015/2366 ; DSP I, 2007/64/CE)
RTS	Normes techniques réglementaires
Rz	Numéro de marge/numéro de bord
s	voir
sa	voir aussi
SI	Internalisateur systématique
sl	sine loco (sans place)
Solvabilité II	Directive Solvabilité II 2009/138/CE

Liste des abréviations

SPG	Loi sur la diligence raisonnable (Liechtenstein ; (telle que modifiée BuA 2019/93 et LGBl 2019.302)
SPV / SSPV	Véhicule à usage spécial Titrisation Véhicule à usage spécial
SR	Droit de la propriété (Liechtenstein)
SSI	Identité autosouveraine
RÈGLEMENT SSM	Règlement relatif au mécanisme de surveillance unique UE/1024/2013
Pont	Droit fiscal (Liechtenstein)
StGH	Cour de justice de l'État (Liechtenstein)
STSR	Réglementation simple, transparente et normalisée ou règlement sur la titrisation ou règlement sur la titrisation ou règlement sur la titrisation EEU/2017/2402
TVTG	Loi sur les jetons et les fournisseurs de services technologiques de confiance (Liechtenstein ; modifiée par le BuA 2019/93 et le LGBl 2019.301, sauf indication contraire)

et autres	et autres
UCITSD	Directive 2014/91/UE sur les organismes de placement collectif en valeurs mobilières
USDT	Attache en dollars US
UVS	Sénat administratif indépendant (Autriche)
VersAG	Loi sur la surveillance des assurances (Liechtenstein)
VersVertG	Loi sur la distribution des assurances (Liechtenstein)
VnB	Rapport de consultation (Liechtenstein)
VRRL	Directive 2011/83/UE relative aux droits des consommateurs
WAG	Loi sur la surveillance des valeurs mobilières (Autriche)
ZDG	Loi sur les services de paiement (Liechtenstein)

I. Les jetons comme droits de valeur

Comme les présentes thèses portent notamment sur le droit liechtensteinois, il convient d'introduire ce travail par la citation suivante sur le "Crypto Country" Liechtenstein : *"Dans le passé, la banque de transaction, et en particulier le domaine de la fintech, a pris de l'importance pour le marché liechtensteinois."*⁵

1

1. Introduction, question de recherche et questions de base sur les jetons

Dans cette partie I - "Les jetons en tant que titres inscrits en compte" - contrairement à la partie II - "Les offres de jetons et les centres de négociation décentralisés" - l'accent sera mis sur la classification de droit civil et les règles de transfert des monnaies cryptées et des jetons en vertu du droit liechtensteinois. L'objectif de la première partie est d'examiner si les jetons peuvent être traités de manière analogue aux titres ou, de manière générale, comme des titres dématérialisés - c'est-à-dire des titres inscrits en compte - ou s'ils peuvent au moins être conçus comme tels. À cet égard, la possibilité de représenter les droits - en biens et en personnes⁶ - doit être examinée.

2

L'objectif est d'étudier la représentation des droits dans les jetons à la fois de lege lata, au moment de la publication de cet ouvrage et donc

3

⁵ *Frick/Vogt in Barnes* (Hrsg), Revue de la réglementation bancaire, S 318.

⁶ Cf. à cet égard la prétendue triade des droits de propriété de la loi sur les dommages et intérêts au § 1293 ABGB, qui définit le dommage comme un désavantage pour la propriété, les droits ou la personne. Cependant, les droits de propriété et les droits de la personne sont déjà fondés sur tous les droits imaginables, voir *Reischauer in Rummel*, ABGB, 3e édition, § 1293 ABGB, Rz 1.

avant l'entrée en vigueur du TVTG, et⁷ de lege ferenda, après la mise en œuvre et l'entrée en vigueur du TVTG au 01.01.2020. En l'absence d'un élément de la matérialité⁸ des jetons, il semble inapproprié de parler de la titrisation des droits, comme c'est le cas pour les titres.⁹ Le concept

⁷ Rapport et motion 2019/54 (ou BuA 2019/93) du gouvernement au Parlement de la Principauté du Liechtenstein concernant la création d'une loi sur les jetons et les fournisseurs de services de VT (Token and VT Service Provider Act ; TVTG) et la modification d'autres lois ; dans la pratique, la TVTG est aussi souvent appelée "Blockchain Act", cf. *Nägele/Bergt*, Cryptocurrencies and blockchain technology in Liechtenstein supervisory law, Regulatory grey area ? LJZ 2/18, p 63 (64) ; *Nägele/Xander*, Token Offerings, en particulier Initial Coin Offerings (ICO) et Security Token Offerings (STO) ainsi que les jetons dans la législation du Liechtenstein : Regulatory environment and outlook, Rz 18.53 dans *Piska/Völkel* (éd.), Blockchain Rules ; dans son rapport de consultation sur la création d'une loi sur les systèmes de transaction basés sur des technologies fiables (loi sur les chaînes de distribution ; loi VT ; VTG) et la modification d'autres lois, qui a été adopté par le gouvernement le 28 août 2018, le gouvernement a également désigné la VTG, qui était en consultation à l'époque, comme la "loi sur les chaînes de distribution".

⁸ BuA 2019/54, p. 62 ; le droit de la propriété ne définit pas la notion de propriété, mais fait référence à la propriété des terrains et des véhicules dans l'art 20 SR en liaison avec les art 34 et 171 SR - voir *Arnet* dans CHK - Handkommentar zum Schweizer Privatrecht, art 641 ZGB, N 6 ; idem, N 10 : "*Seuls les objets matériels ayant une extension spatiale peuvent avoir une qualité matérielle. Les droits et les énergies ne sont pas des choses, mais dans certains cas, ils sont traités comme des choses*" - d'après cela, les jetons, en tant que représentations numériques de données stockées électroniquement ou magnétiquement et donc finalement en tant qu'énergie électromagnétique, ne sont pas des choses selon ce concept étroit du droit de la propriété. Néanmoins, en tant que logiciels, les jetons peuvent représenter un contenu numérique ou une marchandise, voir Titre II. chapitre II.2.2.2, FN 395.

⁹ Aucun titre ne peut être établi sur la créance. Toutefois, si une telle revendication est documentée dans un acte, des droits réels peuvent être ordonnés dans

de droits de propriété ou de droits de valeur semble plutôt approprié. Il sera examiné comment le PGR,¹⁰ avant la modification des dispositions du droit civil relatives aux titres dans la dernière partie du PGR, traite ces titres dématérialisés ou dématérialisés dans le contexte de la mise en œuvre du TVTG et comment il traite les circonstances qui prévoient ces titres dématérialisés dans le modèle d'entreprise ; néanmoins, les dispositions positives de lege ferenda que le TVTG lui-même, et en particulier la modification de la dernière partie du PGR, comporte à cet égard seront également examinées.

cet acte, qui a une matérialité sous forme de papier, *Arnet* in *CHK - Handkommentar zum Schweizer Privatrecht*, Art 641 ZGB, N 10 ; le concept liechtensteinois de droit de la propriété a été reçu par la Suisse et se fonde, comme le BGB allemand (§ 90 BGB), sur des objets impersonnels, physiques et délimités dans l'espace qui peuvent être soumis à un contrôle humain. L'ABGB autrichienne, en revanche, qui se fonde sur le droit naturel, est beaucoup plus complète et distingue les objets physiques et incorporels (§ 285 en liaison avec le § 292 öABGB), *Opilio*, *Arbeitskommentar zum liechtensteinischen Sachenrecht*, Volume I, Art 20 SR, Rz 7 (p 32). Dans le droit pénal autrichien, l'énergie était à l'origine traitée comme une chose par le biais d'une interprétation authentique. Plus tard, cette approche a été à nouveau rejetée et le concept de matière a été à nouveau limité aux choses physiques, *Wach* in *Triffterer/Rosbaud/Hinterhofer* (Hrsg), *Salzburg Commentary on the StGB*, § 132 StGB, Rz 1 (S 1) mwN. Bien que l'énergie électrique en Autriche soit traitée comme une chose physique selon la doctrine de droit civil en vigueur, il reste controversé de savoir si un logiciel est une chose physique ou seulement s'il est stocké sur un support de données physique. Cependant, les données peuvent représenter des choses immatérielles, *Hofmann* in *Schwimann/Kodek*, *ABGB Praxiskommentar*, § 292 ABGB, Rz 3 et 5 (p 15 f). Cette conception large du droit de la propriété dans l'ABGB autrichien n'est que de nature programmatique et n'est pas appliquée de manière cohérente. Ainsi, l'acquisition de la bonne foi (§ 367 öABGB) n'est viable que dans les choses physiques, *Kodek* in *Schwimann/Neumayr* (Hrsg), *ABGB Taschenkommentar*, § 285 ABGB, Rz 3 (p. 448).

¹⁰ LGBl n° 2019.118.

- 4 Par conséquent, il est également nécessaire de distinguer la notion de droit civil des valeurs mobilières de la notion de valeurs mobilières ou d'instruments financiers transférables en vertu du droit de surveillance. À cet égard, il est nécessaire d'examiner non seulement si les jetons peuvent représenter des titres inscrits en compte, mais aussi si les jetons peuvent représenter des ¹¹instruments financiers détenus sur le compte courant, c'est-à-dire des instruments financiers détenus dans les livres. Dans ce contexte, la représentation des titres en compte au moyen de jetons, la représentation des instruments financiers au moyen d'un jeton et les placements collectifs en rapport avec les jetons seront examinés plus en détail dans la deuxième partie de cette thèse.
- 5 Dans le cadre de ce qui précède, les différences entre les placements de capitaux individuels et collectifs en rapport avec la symbolique des instruments financiers et des portefeuilles doivent être élaborées de manière différenciée. Par la suite, les aspects de droit des sociétés des fonds en rapport avec une société d'investissement par opposition à une société¹² anonyme sous forme d'association segmentée¹³émettant des¹⁴ actions segmentées, là encore par opposition aux structures de titrisation dites "special purpose vehicles", doivent être¹⁵traités.

¹¹ A ne pas confondre avec les valeurs mobilières par virement selon les art. 392 ss SR, qui constituent des garanties financières.

¹² AGmvK selon l'article 361 PGR (société anonyme à capital variable en contrepartie de la SICAV - Société d'Investissement à Capital Variable en vigueur au Luxembourg ; à ne pas confondre avec la SICAF - Société d'Investissement à Capital Fixe - qui porte le même nom).

¹³ Protected Cell Company (PCC) nach Art 243 PGR.

¹⁴ Voir BuA 2014/69, p. 49 (Art 243e para. 5 PGR).

¹⁵ Aussi appelé véhicule à usage spécial (SPV).

La question de recherche concrète de la présente étude est donc la suivante : les jetons peuvent-ils représenter des titres dématérialisés - c'est-à-dire des titres inscrits en compte - en vertu du droit liechtensteinois et quelles différences apparaissent dans l'évaluation avant et après l'entrée en vigueur de la TVTG ? La question de recherche est la suivante : les jetons peuvent-ils représenter non seulement des titres inscrits en compte de droit civil du point de vue du droit de surveillance, mais aussi des instruments financiers détenus dans le compte de virements de titres, et comment les nouvelles possibilités techniques se rattachent-elles aux institutions réglementées de manière classique, telles que les structures de fonds ?

Alors que les travaux du titre I. se concentrent sur le droit liechtensteinois, en particulier pour la question des sous-recherches, les actes juridiques européens en rapport avec la réglementation des fonds doivent être consultés en plus des dispositions nationales.

Avant d'examiner en profondeur le contenu des sujets susmentionnés, voici un aperçu de la technologie des chaînes de blocs, des contrats intelligents, des jetons et des pièces. Il convient de noter que les aspects techniques sont présentés sous une forme simplifiée afin de donner un aperçu général des technologies mentionnées et de rendre l'argumentation juridique compréhensible lorsqu'il s'agit de traiter des questions juridiques qui se posent en rapport avec les aspects techniques de ces technologies. En outre, il convient de noter que le terme "chaîne de blocs" ou "technologie de la chaîne de blocs" est utilisé dans le présent document comme pars pro toto pour les technologies dites de grand livre distribué et les technologies connexes dont l'application la plus importante est la technologie de la chaîne de blocs.

1.1 Chaîne de distribution et contrats intelligents

9 Une chaîne de blocs est une conception technique de la technologie des grands livres distribués et se caractérise par un registre public et décentralisé ou un système de stockage de données qui enregistre en permanence les données des transactions. Le public signifie que¹⁶ chaque transaction sur une chaîne de blocs qui a été stockée peut être consultée publiquement.¹⁷ La permanence résulte de la valeur de diffusion cryptographique ou des fonctions de hachage (une fonction de valeur de diffusion qui est résistante aux collisions, ce qui signifie qu'il n'est pas

¹⁶ Toutes les chaînes de blocs ne sont pas publiques en soi. Une distinction est faite entre "autorisé" ou "privé" et "non autorisé" ou "sans autorisation" ou "chaînes de blocage publiques". Les termes "public" et "privé" font référence à la "permission d'écriture", tandis que les termes "ouvert" et "fermé" font référence à la "permission de lecture". Bitcoin et Ethereum sont donc des chaînes de blocs "publiques" et "ouvertes" - tout le monde y a accès en lecture et en écriture. Une chaîne publique en bloc fermé, en revanche, pourrait être utilisée pour exercer des droits de vote anonymes. Si la transparence de certaines entités est exigée, une chaîne de blocage privée et ouverte a du sens. Une chaîne privée en bloc fermé serait la plus appropriée pour les autorités publiques. Un cas d'utilisation possible pour une chaîne de blocs sans autorisation ou publique est, par exemple, la mise en œuvre de l'identité dite "autosouveraine" (SSI) en tant que complément et huitième niveau du modèle d'interconnexion des systèmes ouverts (OSI), qui représente le modèle de référence pour les protocoles de réseau (couche physique, couche de liaison de données, couche réseau, couche de transport, couche de session, couche de présentation et couche d'application). Cela peut jouer un rôle essentiel, notamment en ce qui concerne la portabilité des données vérifiées (identification, vérification de l'âge, etc.).

¹⁷ Autorisation de lecture ; l'autorisation d'écriture - comme par exemple en transmettant un état au moyen d'une transaction de jetons - est généralement également accessible au public, mais elle entraîne un effort, c'est pourquoi des frais de transaction sont facturés pour une autorisation d'écriture. Dans le cadre du protocole Ethereum, les frais de transaction sont encourus sous forme de gaz. Le gaz est le Wei (sous-unité d'éther) nécessaire pour exécuter les lignes de code.

possible de trouver différentes valeurs d'entrée qui aboutissent à la même valeur de hachage), sur lesquelles la technologie est basée, qui garantissent que l'historique des transactions ne peut pas être corrompu ou compromis avec la technologie conventionnelle actuelle et cette stabilité ou redondance technique est-elle étroitement liée à la décentralisation. La décentralisation signifie qu'il n'y a pas d'instance centrale responsable de la base de données. Au lieu de cela, un grand nombre de "nœuds" (participants au réseau) dans un réseau poste à poste (réseau décentralisé ; organisation autonome décentralisée) synchronisent¹⁸ constamment les données de transaction. La perte d'un nœud de réseau ne met pas en danger la stabilité ou la fonctionnalité du réseau lui-même.¹⁹

Les réseaux de torrents sont également décentralisés. Ces derniers diffèrent de la chaîne de blocs en ce sens que les États ne sont pas transférés une seule fois (prévention de la double dépense sur la chaîne de blocs), mais le contenu peut être multiplié - par exemple en relation avec les protocoles de partage de fichiers.

11

¹⁸ Aussi appelé "radiodiffusion des États".

¹⁹ Pour plus de détails, voir *Büch*, Die Blockchain und das Recht, LJZ 2/18, p 55 (p 55 f) ; voir également *Nägele/Xander*, Token Offerings, en particulier Initial Coin Offerings (ICO) et Security Token Offerings (STO) ainsi que Token in Liechtenstein Law : Regulatory Environment and Outlook, marge n° 18.4 dans *Piska/Völkel* (Hrsg), Blockchain Rules ; cf. également le prospectus de Hydrominer IT-Services GmbH du 26.11.2018, p. 87 et 125 f, https://www.hydrominer.org/wp-content/uploads/2018/11/Hydrominer-H3O-Prospectus_2018-11-26_approved.pdf, consulté le 04.08.2019, 00:58.

Une transaction sur une chaîne de blocs indique dans sa forme la plus élémentaire la source, la ou les destinations et une valeur spécifique²⁰ à transférer. La source et la destination sont également connues sous le nom d'adresses dans une chaîne de blocs,²¹ où chacun est libre de créer de nouvelles adresses. Si une telle adresse ou clé publique est créée, une chaîne de caractères alphanumériques unique supplémentaire est automatiquement générée et attribuée à la clé publique (la "clé privée"²²). En règle générale, une seule clé privée est attribuée à chaque clé publique, bien qu'il existe également des procédures dites "multi-signation" ("multi-signature") dans lesquelles plusieurs clés privées sont attribuées à une clé publique et plusieurs clés privées sont également nécessaires pour effectuer une transaction.²³

²⁰ "Source, cible et valeur.

²¹ Une chaîne de caractères alphanumériques générée selon des règles mathématiques (l'adresse ou "clé publique" ; également appelée clé publique à l'art. 5, al. 1, n° 2, du TVTG dans la version du rapport de consultation - ou modifiée ultérieurement pour devenir l'identifiant VT neutre sur le plan technologique à l'art. 2, al. 1, lit. e, du TVTG tel que modifié par le Journal officiel fédéral 2019/54) Un identificateur VT permet l'attribution unique de jetons et sert donc d'identifiant (BuA 2019/54, p. 145). Selon le Duden, un "identificateur" est compris comme étant *"un trait caractéristique, un signe ou un ensemble de traits caractéristiques, signe permettant d'identifier sans ambiguïté une chose"*, cf. la définition du Duden, <https://www.duden.de/rechtschreibung/Kennung>, consulté le 04.08.2019 <https://www.duden.de/rechtschreibung/Kennung> 00:46.

²² Avec le cryptage asymétrique ou à clé publique, il n'est pas nécessaire que les parties en communication connaissent une clé secrète commune, puisque chaque utilisateur génère une paire de clés indépendante. La clé publique peut être utilisée pour crypter les données, qui peuvent à leur tour être décryptées avec la clé privée correspondante.

²³ On parle également de "transaction m-de-n", car N clés privées sont attribuées à une clé publique et au moins M clés privées sont nécessaires pour un transfert

Outre le stockage permanent des données de transaction, une chaîne de blocs garantit que chaque demande de transaction est vérifiée et confirmée par le contenu d'une instruction de transfert d'une valeur d'une adresse à une autre. Les demandes de transaction confirmées sont ensuite stockées sur la chaîne de blocs, générant ainsi la chaîne de données nominatives et symboliques d'une chaîne de blocs. Chaque bloc d'une chaîne de blocs possède une fonction de valeur de hachage ou de dispersion (algorithme ou fonction mathématique), qui est générée à partir de l'enregistrement de données précédent, déjà vérifié,²⁴ et crée ainsi une hiérarchie de données. Ce processus, appelé "extraction minière" ou "frappe de la monnaie", prolonge continuellement l'historique des transactions.²⁵

de jetons à partir de cette adresse (par exemple 2 sur 3 ; comparable à la structure des droits de souscription en droit des sociétés) ; cf. prospectus de Hydrominer IT-Services GmbH du 26.11.2018, p 87 et 125 f, https://www.hydrominer.org/wp-content/uploads/2018/11/Hydrominer-H3O-Prospectus_2018-11-26_approved.pdf

²⁴ Dans le cas de Bitcoin, un mécanisme de preuve de travail (PoW) a été mis en œuvre en fournissant une puissance de calcul (preuve de travail par la résolution d'une tâche mathématique). Entre autres choses, le système dit de preuve de mise en jeu (Proof of Stake System - PoS) est aussi fréquemment rencontré. Le consensus au sein du réseau est formé par une preuve pondérée de la participation (par exemple, la durée de la participation et le nombre de jetons détenus). Le type de mécanisme de consensus dépend aussi en partie du type de chaîne de blocs - voir FN 16.

²⁵ *Büch*, Die Blockchain und das Recht, LJZ 2/18, p 55 (p 55 f) ; Prospectus de Hydrominer IT-Services GmbH du 26.11.2018, p 87 et 125 f, https://www.hydrominer.org/wp-content/uploads/2018/11/Hydrominer-H3O-Prospectus_2018-11-26_approved.pdf Un transfert d'États n'est confirmé par le réseau que s'il est conforme aux règles du protocole (par exemple, il faut s'assurer que

13

La confirmation des transactions n'a pas lieu au cas par cas, mais plusieurs transactions sont confirmées en bloc en même temps et stockées dans un nouveau bloc de la chaîne. En moyenne, un bloc est créé sur la chaîne de blocs Ethereum environ toutes les 13 secondes au moment de la rédaction de cet article.²⁶ Outre les fonctions de base énumérées ci-dessus, les chaînes de blocs telles qu'Ethereum permettent également l'exécution de programmes ou d'applications décentralisés (applications décentralisées ; dapps ; Smart Contracts). Les contrats intelligents exécutent certaines tâches en fonction de leur code de programmation et sont généralement basés sur des déclarations "if-then-else" (si la condition A se produit, l'action B est exécutée, sinon C est exécuté). Le²⁷ terme "contrat intelligent" a été créé par Szabo en 1994 : *"Un contrat intelligent est un protocole de transaction informatisé qui exécute les termes d'un contrat. Les objectifs généraux de la conception intelligente des contrats*

le cédant dispose effectivement du nombre de jetons à transférer, en outre, aucune double dépense n'est autorisée, etc.) Pour une autorisation adéquate, chaque transaction doit être signée avec la clé privée.

²⁶ <https://etherscan.io/chart/blocktime> consulté le 19 octobre 2019, 13:20.

²⁷ Prospectus de Hydrominer IT-Services GmbH du 26.11.2018, p. 126f, https://www.hydrominer.org/wp-content/uploads/2018/11/Hydrominer-H3O-Prospectus_2018-11-26_approved.pdf ; le nom "Smart Contract", qui fait référence à un contrat, est plutôt trompeur, d'autant plus qu'un Smart Contract est un script résistant à la manipulation, autocontrôlé et auto-exécuté. Un tel script peut également représenter un contrat dans un contexte juridique, d'autant plus que les contrats eux-mêmes peuvent être conclus verbalement ou par implication. Cf. également Buterin, 13.10.2018, 10:21, https://twitter.com/VitalikButerin/status/1051160932699770882?ref_src=twsrc%5Etfw, appelé le 30.09.2019 : *"Pour être clair, je regrette d'avoir adopté à ce stade le terme "contrats intelligents". J'aurais dû les appeler quelque chose de plus ennuyeux et de plus technique, peut-être quelque chose comme des "scripts persistants".*

*sont de satisfaire aux conditions contractuelles communes (telles que les conditions de paiement, les privilèges, la confidentialité et même l'exécution), de minimiser les exceptions, qu'elles soient malveillantes ou accidentelles, et de réduire au minimum le besoin d'intermédiaires de confiance. Parmi les objectifs économiques connexes, citons la réduction des pertes dues à la fraude, des coûts d'arbitrage et d'application de la loi, ainsi que d'autres coûts de transaction. Certaines technologies qui existent aujourd'hui peuvent être considérées comme des contrats intelligents bruts, par exemple les terminaux et les cartes de point de vente, l'EDI et l'allocation agoristique de la bande passante du réseau public.*²⁸

Dans son manifeste sur les contrats intelligents, Szabo indique que les 14
considérations à cet égard remontent encore plus loin, à savoir à l'informatique dite "agorique",²⁹ qui a ses origines dans les années 1970 et 1980.³⁰

1.2 Token, pièces et normalisation malgré le *depositum regulare*

²⁸ Szabo, Smart Contracts, 1994, <https://web.archive.org/web/20011102030833/http://szabo.best.vwh.net/smart.contracts.html> (seul lien d'archive disponible).

²⁹ Du grec ἀγορά pour le point de collecte ou la place du marché.

³⁰ Vgl Miller/Drexler, The Agoric Papers in The Ecology of Computation in *Huberman* (Hrsg), Markets and Computation : Agoric Open Systems, Incentive Engineering : for Computational Resource Management, Comparative Ecology : A Computational Perspective 1988, <https://e-drexler.com/d/09/00/AgoricPapers/agoricpapers.html> ; vgl auch Wozke, Smart Contracts : Wenn Verträge zwischen Computern geschlossen werden, 11.07.2017, <https://blockchain-hero.com/smart-contracts-vertraege-zwischen-computern/>, aufgerufen am 01.10.2019, 21:14.

15

Le TVTG tel que modifié par le BuA 2019/54 définit un jeton comme une information sur une base de données décentralisée (système VT, qui garantit l'élimination sécurisée des jetons), qui peut représenter des droits et à laquelle sont attribués des identifiants VT ou des identifiants. Selon³¹ cette diction juridique, on pourrait conclure que les jetons sont des informations sur une base de données décentralisée qui représentent des droits, tandis qu'une pièce est un sous-type de jeton qui ne représente pas des droits et qui est nécessaire au bon fonctionnement d'une chaîne de blocs (jeton de protocole ou pièce de protocole) et dont la valeur est mesurée par l'offre et la demande sur le marché, c'est pourquoi elle ne représente pas un objet sans valeur intrinsèque même si elle est acceptée comme moyen d'échange et ne doit donc pas ³²être traitée comme de la monnaie fiduciaire mais comme une monnaie virtuelle. D'un point de vue technique, c'est en tout cas l'inverse et une pièce représente l'unité native d'une chaîne de blocs, alors que les jetons utilisent la même norme technique que la pièce native.³³

³¹ Art. 2, paragraphe 1, point c), de la loi sur la télévision et les télécommunications, telle que modifiée par la loi 2019/54.

³² Pour la définition de la monnaie fiduciaire, de la monnaie électronique en tant que monnaie fiduciaire et des monnaies virtuelles, voir le titre II, chapitre II.2.9.

³³ Par exemple, d'un point de vue purement technique, l'éther serait considéré comme une pièce de monnaie, tandis que les jetons conformes à la norme ERC-20 (Ethereum Request for Comment Standard 20) seraient une sous-espèce de cette norme et seraient donc des jetons. Notez qu'il existe également des pièces de monnaie indigènes qui représentent des droits. Selon le TVTG, il s'agirait alors de jetons (natifs) (jetons de protocole) représentant des droits ; *Nägele/Bergt*, *Kryptowährungen und Blockchain-Technologie im liechtensteinischen Aufsichtsrecht, Regulatistische Grauzone* ?, LJZ 2/18, S 63 (64) ; cf. <https://de.bitcoinwiki.org/wiki/Coin>, appelé le 08.08.2019, 20:10 : "La pièce est

Mais même la formulation de la loi indique simplement qu'il existe des jetons qui représentent des droits ainsi que des jetons qui ne représentent pas des droits (arg "une information qui peut représenter des droits").³⁴ Techniquement parlant, un jeton est un logiciel³⁵ et, à ce titre, fait partie d'une mesure de sécurité d'authentification à deux facteurs utilisée pour autoriser l'utilisation de services basés sur des logiciels.³⁶ On ne

une cryptocourant avec sa propre chaîne de blocage, généralement créée par des développeurs à partir de zéro ou par bifurcation. Vous pouvez également trouver le terme "altcoin", qui implique une pièce alternative, c'est-à-dire toute pièce qui n'est pas un bitcoin" ; voir également <https://de.bitcoinwiki.org/wiki/Token>, appelé le 08.08.2019, 20:10 : "Les jetons sont différents des bitcoins et altcoins en ce sens qu'ils ne sont pas exploités par leurs propriétaires [...] mais [destinés] à être vendus en fiat ou en cryptocourant afin de financer le projet technologique de la start-up." Ainsi, les pièces sont principalement utilisées - en plus d'autres fonctions - dans le cadre de la recherche d'un consensus au moyen d'un algorithme de consensus (par exemple, preuve de travail ou preuve d'enjeu) d'une chaîne de blocs.

³⁴ Art 2, paragraphe 1, point c Z 1 TVTG, tel que modifié par le BuA 2019/54.

³⁵ D'où les jetons logiciels, alors que les jetons matériels sont stockés sur un dispositif physique (portefeuille matériel) ; cf. en ce qui concerne les jetons en tant que données ou logiciels au sens de marchandise et donc un jeton à valeur intrinsèque (token) par opposition aux jetons en tant que représentation d'une créance ou de droits d'adhésion (monnaie électronique ou dépôts ou droits d'adhésion et de créance au sens d'instruments financiers) Titre II. chapitre II.2.2.II.2.3.

³⁶ *Rosenblatt/Cipriani*, Two-factor authentication : What you need to know (FAQ), 15 juin 2015, <https://www.cnet.com/news/two-factor-authentication-what-you-need-to-know-faq/> consulté le 28.08.2019, 21:32 ; Petrus, How to extract data from a 2FA iCloud account, 12, août 2019, <https://www.iphonebackupextractor.com/blog/extract-data-two-factor-authentication/>, appelé le 28.08.2019, 21:34 ; l'authentification multi- ou bifactorielle est une méthode d'authentification dans laquelle un utilisateur d'ordinateur n'est autorisé à accéder que s'il fournit deux preuves (facteurs) ou plus d'un mécanisme d'authen-

peut pas déduire des documents juridiques, ni supposer, que les pièces sont un sous-type de jetons et ne représentent pas des droits. Il est également concevable qu'un jeton de protocole ou jeton natif, avec lequel des transactions peuvent être effectuées sur une chaîne de blocs, représente la propriété de biens tels que les métaux précieux. Il³⁷ serait essentiel que le droit réel sur cette marchandise soit représenté dans le jeton et que la personne autorisée à disposer du³⁸ jeton ait donc également tous les droits sur l'objet spécifiquement représenté. En conséquence du plein droit de propriété de l'objet représenté, la personne autorisée à disposer d'un tel jeton a également le droit de demander la restitution de cet objet. Afin de créer efficacement une monnaie marchandise ou un étalon-or, l'objet sur lequel le droit de propriété est représenté dans le jeton doit être conservé en dépôt régulier (*depositum regulare*). Le dépositaire prendrait l'objet en garde pour le compte du

tification. Les facteurs se réfèrent aux éléments connaissance, possession et héritage. Ces éléments correspondent à ceux de l'authentification forte des clients selon la DSP II, voir titre II, chapitre II.2.8.1.

³⁷ Ainsi, par exemple, une monnaie ou un étalon-or pourrait être créé, ce qui, selon la théorie économique monétaire, augmenterait la vitesse de l'or symbolisé et, par conséquent, détruirait dans une certaine mesure le caractère de préservation de la valeur de l'or.

³⁸ La réécriture par la personne qui peut légalement disposer du jeton semble être la seule solution dogmatique praticable, puisqu'une propriété serait basée sur l'élément corpus (pouvoir de disposition), alors qu'un propriétaire a besoin d'un *animus (possidendi)* en plus du corpus (*animus rem sibi habendi* ou *animus rem alteri habendi*). La propriété, en revanche, n'est pas fondée sur la relation de domination réelle, mais sur la relation juridique de domination. Toutefois, selon le droit liechtensteinois, un jeton ne représente pas une chose et les dispositions du droit de la propriété ne sont applicables que dans le cadre de la mise en œuvre de la TVTG de manière analogique ou fonctionnellement adéquate (pas fonctionnellement équivalente) ; voir BuA 2019/54, p. 126.

propriétaire sur ordre du propriétaire (personne habilitée à disposer du jeton) en tant que tiers propriétaire (agent de propriété).³⁹

Une personne habilitée à disposer d'un tel jeton, qui représente le droit de propriété d'une marchandise, pourrait également, à sa propre discrétion, agir en tant que propriétaire de l'objet dont le droit est représenté (effet erga-omnes des droits réels par opposition à l'effet inter partes entre les parties au contrat). Lorsque la personne habilitée à disposer du jeton via la chaîne de blocs transfère le jeton, la propriété de l'objet spécifié est transférée en même temps (dans le cas concret, par le biais d'une ordonnance de mise en possession au dépositaire, qui est désormais indirectement propriétaire de l'objet pour la nouvelle personne habilitée à disposer du jeton).⁴⁰ Comme il existe un droit réel sur

³⁹ L'objet étranger est gardé en détention pour le propriétaire dans l'intention d'en prendre possession ; art. 499, al. 2 et art. 503, al. 1, premier cas en liaison avec l'art. 510 SR ; voir *Besitzanweisung* § 375 *öABGB* en liaison avec l'art. 428, troisième cas *öABGB* (développé par le *Rsp* autrichien - *Besitzanweisung* en démarcation de la *traditio brevi manu* et du *Besitzkonstitut*). Contrairement à la définition juridique du code civil autrichien, le Liechtenstein, en raison de ses dispositions indépendantes en matière de droit de la propriété, prévoit de manière positive qu'un objet peut également être acquis s'il reste en possession d'un tiers. Cette disposition est fonctionnellement comparable au § 931 *deBGB*, selon lequel la propriété peut être transférée par cession de la demande de restitution (transfert par cession).

⁴⁰ La cause ou le titre du transfert de propriété est un accord en vertu du droit des obligations entre la personne qui transfère le jeton et la personne qui l'accepte, le mode étant caractérisé par le transfert effectif du jeton de l'adresse du portefeuille de la personne qui est tenue de le transférer en vertu de l'accord en vertu du droit des obligations à l'adresse du portefeuille de la personne qui est autorisée à le faire. Un transfert fictif de titre par le biais d'un institut de possession est également autorisé par le droit de la propriété du Liechtenstein - cf.

l'objet sur lequel le droit de propriété est représenté dans le jeton, celui-ci peut également être réclamé ou indexé à tout moment par la personne autorisée à disposer du jeton.⁴¹

- 18 Il convient de noter qu'un dépositaire doit restituer les mêmes objets qui⁴²ont été mis en dépôt conformément aux dispositions de l'accord de dépôt.⁴³ Même si un gardien ne doit restituer que des objets de même type et de même qualité⁴⁴, une garde régulière peut toujours être nécessaire. Ce qui compte, c'est ce qui est stipulé en matière de propriété. Si le dépositaire devient propriétaire, il y a une garde irrégulière (*depositum irregularum*) ; si le déposant reste propriétaire, il y a une garde régulière. Le facteur décisif pour une garde régulière est donc que le déposant reste le propriétaire.⁴⁵ Le mélange ou l'échange par le dépositaire d'objets avec des objets de même type, de même qualité et de même taille n'affecte pas un accord de garde régulière conditionnelle,

Opilio, Arbeitskommentar zum liechtensteinischen Sachenrecht, tome I, art 187 SR, Rz 4 (S 406 ; art 187 en liaison avec l'art 503 SR).

⁴¹ En cas de faillite, par exemple, une action en disculpation peut être séparée (art. 41(2) KO) ou, si elle est incluse dans une exécution, une action en disculpation peut être intentée (art. 20 OE).

⁴² Dette de l'unité ou de l'espèce.

⁴³ § 961 ABGB.

⁴⁴ Dette de participation aux classes ou aux bénéfiques. Une dette d'une catégorie déterminée est traitée comme une dette unitaire.

⁴⁵ RIS-Justice RS0012049, "Pour la question de savoir si un *depositum regulare* ou *irregulier* est présent, cela ne dépend pas du mélange des objets (argent) déposés avec les propres objets du dépositaire, mais des intentions économiques des parties.

tant que le dépositaire n'a pas le droit de disposer de l'objet à son profit et que le déposant peut donc se faire représenter à tout moment.⁴⁶

Ainsi, dans le cas d'un accord de garde correspondant, la personne habilitée à disposer d'un jeton, qui représente le droit de propriété d'un objet, doit être considérée comme le propriétaire d'un objet - par exemple un objet placé en garde par le biais d'une ordonnance de possession. Il n'y a pas seulement un droit de réclamation en vertu du droit des obligations, à condition que le dépositaire n'ait pas de droit de disposition en sa faveur sur l'objet déposé et que le déposant ait toujours l'intention d'en rester propriétaire. Cela est parfois essentiel pour exclure l'existence d'un instrument financier symbolique, car il n'y a pas de normalisation à cet égard,⁴⁷ mais plutôt un droit de propriété individualisé. En⁴⁸ conséquence, même en supposant qu'un tel jeton représente⁴⁹ un papier traditionnel (dématérialisé), l'équivalence fonctionnelle avec les instruments financiers doit être refusée, car il n'existe pas d'actions échangeables.⁵⁰ Par le biais d'un accord entre les parties, il est

⁴⁶ *Parapatistes* à *Schwimann/Kodek*, § 959 ABGB, Rz 4 ff ; en cas de garde irrégulière, la propriété d'un objet est toutefois transférée au dépositaire et le déposant n'a qu'un droit de remboursement en vertu du Code des obligations.

⁴⁷ Voir titre II, chapitre II.2.3.1a.

⁴⁸ Cf. également BuA 2019/54, p 104 f sur la représentation des droits de propriété dans un jeton.

⁴⁹ Cautionnement de droit civil représentant une demande de restitution d'un objet ; également papier marchandise (valeur), connaissance, lettre de voiture. Voir également l'article 387 et l'article 504 SR.

⁵⁰ Cf. en ce qui concerne l'équivalence fonctionnelle pour les titres traditionnels de droit commercial BaFin, Merkblatt Depotgeschäft, https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_090106_tatbestand_depotgeschaeft.html 06.01.2009, modifié en dernier lieu le 17.02.2014, P 1.a).

néanmoins possible de convenir qu'un dépositaire peut effectuer un paiement libératoire à la partie habilitée à disposer d'un jeton s'il émet des biens de même type et qualité et dans la même mesure, ce qui ne modifie pas l'existence d'une garde régulière. En effet, la normalisation pourrait donc avoir lieu au niveau de la convention de dépôt par le biais d'un accord correspondant, sans que cela ne constitue un instrument financier.

1.3 Conclusion : droit de propriété symbolique

Une chaîne de blocs est une base de données décentralisée, publique et permanente. Selon la conception des droits de lecture et d'écriture, il peut être utilisé à différentes fins. Les protocoles Bitcoin et Ethereum sont des chaînes de blocs "publiques" et "ouvertes". Dans ce contexte, "public" signifie que, contrairement aux chaînes de blocs "privées", tout le monde a des autorisations d'écriture, tandis qu'une chaîne de blocs "ouverte" est basée sur des autorisations de lecture publiques par opposition aux chaînes de blocs "fermées".

D'un point de vue purement technique, un jeton peut être considéré comme un enregistrement de données ou un logiciel qui est soumis à une mesure de sécurité d'authentification à deux facteurs et qui peut ensuite être utilisé pour autoriser des services basés sur des logiciels. Avec une telle authentification multifactorielle, l'utilisateur d'un programme informatique n'est autorisé à accéder au système que si des preuves ou des facteurs suffisants pour l'authentification sont démontrés. Ces facteurs sont basés sur les éléments connaissance, possession et héritage, que l'on retrouve également en relation avec l'authentification forte des clients selon la directive PSD II.

Les pièces de monnaie ou - dans le dictionnaire du TVTG - les jetons sont régulièrement utilisés sur une chaîne de blocs séparée. Contrairement à ces pièces, les jetons ne sont pas générés par l'exploitation minière, mais sont émis sur une chaîne de blocs existante, par exemple dans le cadre d'une collecte de fonds. Cette terminologie est largement utilisée, notamment dans le domaine technique, mais n'a pas d'impact particulier sur les évaluations juridiques et les termes pièces et jetons

peuvent donc être utilisés comme synonymes dans la mesure du possible.

- 23 Même si les pièces de monnaie au sens ci-dessus ne doivent pas nécessairement représenter des droits, elles ne doivent pas être considérées comme de la monnaie fiduciaire (c'est-à-dire non seulement du papier-monnaie, mais aussi de la monnaie scripturale et de la monnaie électronique), car elles ont une valeur intrinsèque au sens de monnaies virtuelles en rapport avec l'établissement d'un consensus sur une chaîne de blocs, ou peuvent avoir d'autres fonctions qui sont inhérentes au protocole décentralisé.
- 24 Les Blockchains utilisent régulièrement des contrats dits "intelligents", qui peuvent être des contrats au sens juridique, mais qui sont principalement des scripts permanents et sont basés sur l'informatique Agoric.
- 25 Les jetons ne représentent rien au sens du droit de la propriété du Liechtenstein en raison de leur manque de matérialité. Ce n'est qu'avec l'entrée en vigueur du TVTG le 01.01.2020 que les dispositions du droit de la propriété seront applicables aux jetons par analogie. Indépendamment de cela, le principe "Substance over Form" s'applique et doit être examiné à la lumière de ce que représente un jeton. Si, par exemple, un dépositaire détient un objet en garde pour une personne ayant le droit de disposer d'un jeton conformément au depositum regulare, ce jeton représente effectivement le droit de propriété de l'objet placé en garde.

2. Les titres selon le PGR et leurs fonctions

- 26 Les titres sont régis par les §§ 73 et suivants de la division finale du PGR. Aux fins de la PGR, les titres sont des documents dans lesquels un droit est titrisé de sorte qu'il ne peut être réalisé, revendiqué ou

transféré qu'avec le document. En outre, les dispositions relatives aux certificats d'actions s'appliquent aux titres.⁵¹ On trouve une définition similaire à l'article 965 du Code des obligations suisse. Il convient de noter que le PGR est basé sur le premier projet d'*Eugen Huber* pour la révision des titres 24 à 33 du Code des obligations suisse de 1919, qui n'a jamais été mis en œuvre en Suisse sous cette forme.⁵² Contrairement à l'Autriche et à l'Allemagne, le droit du Liechtenstein et le droit suisse donnent donc une définition juridique du terme "titres".⁵³

La titrisation vise à accroître encore la négociabilité et l'échange. Divers 27 principes s'appliquent aux valeurs mobilières, et ces principes sont considérés comme les fonctions des valeurs mobilières visant à assurer la transférabilité ou l'affirmation rapide et sûre des droits sur les valeurs mobilières. Le transfert simple est réalisé par le transfert de la sécurité (fonction de transport). En outre, le titre sert de preuve et le débiteur ne peut effectuer le paiement à la personne qui y a droit qu'au moyen de ce titre ; un accord sur le transfert, comme c'est le cas pour la cession de créances par voie de cession, 54n'est pas nécessaire (fonction libératrice pour le débiteur à l'égard de la personne ayant droit au titre, libérant

⁵¹ § Article 73 de la dernière section sur le PGR.

⁵² Voir chapitre I.3, marge n° 45 ; *Frick*, Les types d'actions en droit des sociétés du Liechtenstein, p. 24 ; *Frick* en 90 Jahre Fürstlicher Oberster Gerichtshof, FS für Delle Karth, 2013, L'évolution récente du droit des sociétés du Liechtenstein à la lumière de l'adhésion à l'EEE, p. 193 (196).

⁵³ Voir *Micheler*, Wertpapierrecht zwischen Schuld- und Sachenrecht, Zu einer kapitalmarktrechtliche Theorie des Wertpapierrechts - Effekten nach österreichischem, deutschem, english und russischem Recht, p. 17 mwN.

⁵⁴ BuA 2019/54, p 110 f, *Micheler*, Wertpapierrecht zwischen Schuld- und Sachenrecht, p 17, 19 ff.

ainsi la dette ; en même temps, le droit de recevoir le paiement - la légitimation - est démontré par la présentation de la garantie qui certifie un certain droit ; on suppose que le détenteur de la garantie est également autorisé à en disposer)

- 28 L'incorporation d'un droit dans un acte a également un effet circonstanciel ou apporte la preuve que le droit existe effectivement selon le contenu de l'acte (fonction indicative et probante). Le droit est acquis dans la mesure décrite dans les accords de sécurité et les accords non sécurisés sont sans importance (limitation de l'objection ou exclusion de l'objection en rapport avec la fonction de preuve ou la responsabilité scripturale). L'exclusion de l'objection est à son tour étroitement liée à la fonction de présentation ou de protection du marché. La fonction de présentation a pour conséquence qu'un débiteur ne peut effectuer un paiement qu'au détenteur d'un titre - qui le montre ou le présente. La fonction de présentation, qui ne peut être considérée comme complètement détachée de la fonction de preuve, de libération et de légitimation, conduit finalement à la fonction de protection des transactions, selon laquelle la garantie peut être acquise de bonne foi par la personne qui n'a pas le droit de disposer de la garantie.⁵⁵

- 29 Les titres se caractérisent donc notamment par leur fonction de preuve, de légitimation et de libération, d'exclusion des objections, de transport, de présentation et de protection du trafic. La négociabilité est ainsi protégée notamment par la possibilité d'acquisition auprès du non-titulaire, mais aussi par l'opposabilité du droit titrisé indépendamment du

⁵⁵ BuA 2019/54, p 110 f, *Micheler*, Wertpapierrecht zwischen Schuld- und Sachenrecht, p 19 ff.

droit effectivement créé ou existant - en dehors de l'acte - ou, le cas échéant, également modifié dans son contenu.

2.1 valeur indicative et probante

§ L'article 73 de la division finale du PGR définit une garantie sur la base de trois critères. Il s'agit de ce seul document, de la titrisation d'un droit dans ce document, et d'un certain lien entre le document et le droit.⁵⁶ Ainsi, le droit découlant d'un titre ne peut être réalisé, revendiqué ou transféré à d'autres sans le certificat. La composante de transfert est essentiellement basée sur la fonction de transport.⁵⁷ Un acte est une déclaration de droit privé sur un document.⁵⁸ Dans un tel document, les droits de revendication, d'appartenance ou même de propriété peuvent être consignés. Les droits de réclamation peuvent être toutes les réclamations en vertu du droit des obligations, tandis que les droits d'adhésion comprennent certains droits dans les sociétés - c'est-à-dire les droits de contrôle et/ou de participation. En outre, une garantie peut également représenter des créances réelles. Ces titres de marchandises (valeur) sont des titres qui représentent des objets ; le transfert d'un titre de marchandises correspond au transfert de la marchandise elle-même.⁵⁹ 30

Le lien susmentionné entre l'acte et la loi est convenu au moyen d'une clause de garantie. Un titre n'a pas un effet purement circonstanciel, 31

⁵⁶ *Kuhn* in CHK - Commentaire de la main sur le droit privé suisse, Art 965 OR, N 19.

⁵⁷ Voir le chapitre I.2.4.

⁵⁸ *Kuhn* in CHK - Commentaire sur le droit privé suisse, Art 965 OR, N 20.

⁵⁹ *Kuhn* in CHK - Handkommentar zum Schweizer Privatrecht, Art 965 OR, N 21 ; voir Art 504 SR.

mais il légitime une certaine personne à exiger un service titrisé. En effectuant un paiement à la personne désignée, le débiteur se libère de son obligation. Ces droits sur les titres sont également transférés par cession de l'acte et ne peuvent être cédés d'aucune autre manière.⁶⁰ Une valeur mobilière prouve donc qu'il existe un certain droit vis-à-vis de l'émetteur, qui est dû en fonction du contenu du document.⁶¹

⁶⁰ *Kuhn* in CHK - Commentaire sur le droit privé suisse, Art 965 OR, N 22 et N 26.

⁶¹ Selon le § 294 ZPO, les documents privés - s'ils sont signés - apportent la preuve complète que les déclarations qu'ils contiennent proviennent de l'émetteur. Selon le § 312 ZPO, l'authenticité d'un document privé est considérée comme incontestée si aucune déclaration n'a été faite quant à son authenticité. Contrairement à l'Allemagne, il n'existe pas au Liechtenstein de procédure dite documentaire dans laquelle un titre exécutoire peut être obtenu au moyen d'une procédure accélérée - cf. § 592 de ZPO "*Une créance qui a pour objet le paiement d'une certaine somme d'argent ou l'exécution d'une certaine quantité d'autres objets ou titres fongibles peut être revendiquée dans la procédure documentaire si tous les faits requis pour étayer la créance peuvent être prouvés par des documents.* Indépendamment de cela, la procédure de relance ou la procédure d'endettement selon les §§ 577 et suivants du ZPO est cependant ouverte.

2.2 Fonction de libération et de légitimation

L'effet de libération et de légitimation des titres est réglementé à deux reprises au Liechtenstein. D'une part, le § 1393 ABGB stipule que les billets à ordre au nom du porteur - c'est-à-dire les titres au porteur - sont cédés par livraison et ne nécessitent donc aucune autre preuve que la possession ; l'acte identifie ainsi le créancier légitime et légitime le propriétaire (dans le cas des titres au porteur).⁶² D'autre part, l'article 74, paragraphe 2, de la division finale du PGR régit le droit de légitimation en matière de titres. Cette⁶³ disposition du PGR stipule qu'un débiteur - à moins qu'il n'⁶⁴agisse de mauvaise foi ou de négligence grave et à l'échéance, mais pas avant - peut effectuer un paiement au détenteur d'un titre en acquittement de sa dette. Même si la personne qui se légitime à partir du cautionnement aurait dû perdre sa position de créancier, le débiteur du cautionnement peut s'acquitter de sa dette en payant la personne expulsée et n'a pas à payer à nouveau le créancier ayant effectivement droit. La⁶⁵ légitimation et la libération sont donc également liées à la protection du trafic.⁶⁶

⁶² *Micheler*, droit des valeurs mobilières entre le droit des obligations et le droit des biens, p 37 s.

⁶³ Le PGR prime en tant que *lex specialis* en principe - voir également l'article 35, paragraphe 1 de la division finale du PGR, selon lequel la référence aux dispositions générales du code des obligations et du droit de la propriété renvoie en premier lieu aux dispositions de l'ADHGB et subsidiairement à celles de l'ABGB.

⁶⁴ Dans la loi sur les lettres de change, la date d'expiration est la date à partir de laquelle une lettre de change devient exigible.

⁶⁵ *Kuhn* in *CHK* - Commentaire de la main sur le droit privé suisse, art. 966 OR, N 4 ss

⁶⁶ Voir le chapitre I.2.3.

- 33 La possession d'un titre légitime la personne identifiée par le papier comme étant un créancier. Ainsi, le droit de disposition ne doit pas être prouvé par une chaîne de transmission complète des créanciers précédents. Si le propriétaire et donc le créancier d'une garantie présente le droit documenté, le débiteur doit payer à la personne expulsée.⁶⁷ Comme nous l'avons déjà expliqué, l'article 74, paragraphe 2, de la division finale du PGR ne dit rien sur le droit matériel du propriétaire ; il en va de même pour l'article 1393 ABGB. Toutefois, le propriétaire (dans le cas d'instruments au porteur) ou, d'une manière générale, la personne expulsée est considérée comme un créancier. Si un débiteur souhaite contester le droit de disposer d'un expulsé, la charge de la preuve lui incombe.⁶⁸
- 34 En tant que deuxième face de la même pièce, la fonction de libération est la contrepartie du débiteur à la fonction de légitimation de la personne désignée comme ayant droit à un titre. Le débiteur ne peut effectuer le paiement libératoire qu'à la personne qui s'identifie comme créancier légitime au moyen d'une sûreté et doit se fier au document titrisé comme preuve. Le débiteur peut également effectuer un paiement à une personne qui n'est pas habilitée à disposer de la dette, à

⁶⁷ *Micheler*, Wertpapierrecht zwischen Schuld- und Sachenrecht, p. 38 ; ceci est également lié à la fonction de présentation, voir chapitre I.2.3.

⁶⁸ *Micheler*, Droit des sûretés entre droit des obligations et droit patrimonial, p. 38 f ; *Kuhn* in CHK - Handkommentar zum Schweizer Privatrecht, Art 966 OR, N 4.

condition que celle-ci s'identifie en présentant une garantie et la remet.⁶⁹ Il convient de noter que l'effet libératoire sur le créancier antérieur en vertu du § 1395 ABGB ne s'applique pas dans le droit des titres, puisque seules les personnes identifiées au moyen d'une garantie doivent être payées. Contrairement à l'Autriche, cela ne peut pas être justifié par le droit coutumier pour le Liechtenstein, car ici, en remontant à l'article 966 du Chœur, le § 74 de la Division finale du PGR stipule qu'un débiteur n'est obligé d'effectuer le paiement que sur présentation de la garantie par la personne nommée dans l'acte et peut également effectuer le paiement à ce créancier formellement correct en acquittement de la dette.⁷⁰

Pour les titres nominatifs, l'effet d'exonération et de droit est également 35 réglé séparément dans le § 83 de la division finale de la PGR, qui remonte à l'art. 975 chOR. Selon cette disposition, un débiteur ne peut effectuer un paiement libératoire qu'à la personne qui détient le titre enregistré, d'une part, et qui s'identifie également comme la personne au nom de laquelle le titre est enregistré, d'autre part. Il convient de⁷¹ noter que le PGR ne parle que de possession ou de propriété⁷² et se réfère à l'élément corpus ou au pouvoir de disposition, alors que l'ABGB,

⁶⁹ *Micheler*, Droit des sûretés entre droit des obligations et droit patrimonial, p. 39 ; *Kuhn* in *CHK - Handkommentar zum Schweizer Privatrecht*, Art 966 OR, N 6.

⁷⁰ *Micheler*, Wertpapierrecht zwischen Schuld- und Sachenrecht, p. 59 et suivantes (en particulier p. 62).

⁷¹ Ou en tant que successeur légal de la personne au nom de laquelle le certificat de titres est émis.

⁷² § la section 83 (1) et probablement aussi implicitement la section 75 (2) de la dernière section du PGR.

dans son § 1393, se réfère explicitement à la possession et considère donc également qu'un élément animus (volonté de garder une chose) est⁷³ nécessaire.

⁷³ Voir le § 309 öABGB. Il convient de noter que l'art. 498 al. 1 RS en relation avec l'art. 501 RS se réfère exclusivement au pouvoir de disposition du bien en tant que propriétaire, alors que l'art. 443 RS attribue à nouveau une composante testamentaire au bien. En outre, il convient de noter que les dispositions générales du code civil autrichien (ABGB) interagissent également avec l'article 5, paragraphe 1, du SR. La question de savoir si un élément de volonté est requis pour la possession n'est pas clarifiée dans la doctrine du Liechtenstein en raison du mélange de la réception. Selon la doctrine suisse, aucun testament n'est cependant requis pour la possession (cf. *Stark/Lindenmann*, in *Berner Kommentar*, 4e édition, art 919 ZGB, N 26) et est donc largement équivalent au pouvoir de disposition autrichien au sens de la propriété. Dans une large mesure parce que le droit suisse ne fait pas de distinction nette entre le corpus et l'animus et qu'on fait parfois valoir que le pouvoir de disposition implique aussi une volonté de posséder. Cf. *Opilio*, *Arbeitskommentar zum liechtensteinischen Sachenrecht*, tome I, art. 489 RS, Rz 1 ss (S 491) ; toutefois, en ce qui concerne le système juridique du Liechtenstein, *Opilio*, *en se référant à l'art. 501 al. 1 en liaison avec l'art. 510 al. 1 RS*, plaide pour un élément d'animus en possession, *ibid*, Rz 6 ; sur lequel il faut se mettre d'accord, en notant que l'art. 510 al. 1 RS fait référence à la position du propriétaire (qui se caractérise non seulement par le pouvoir d'influence mais aussi par le pouvoir d'exclusion erga omnes - voir *Gagnant* dans *Rummel/Lukas*, ABGB, 4e éd. Auflage, § 354 ABGB, Rz 1) et désigne donc la personne à qui appartient légalement une affaire. Cela n'implique pas nécessairement une composante testamentaire, puisque l'art. 509 al. 1 RS prévoit la présomption légale que le propriétaire d'un véhicule est également considéré comme son propriétaire. La composante testamentaire est toutefois explicitement traitée à l'art. 501 al. 2 RS (même si elle ne découle pas de la doctrine suisse, mais repose sur une convention de volonté au sens d'un contrat de possession - voir *Stark/Lindenmann* dans *Berner Kommentar*, art. 922 ZGB, N 40 f et N 65 ff). On pourrait toutefois en déduire, à l'appui de l'élément de volonté, que la possession n'est acquise qu'à partir du moment où le corpus est transféré et où le propriétaire précédent renonce à son animus rem sibi habendi (et par conséquent, un tel testament est établi par le bénéficiaire). L'article 514 SR fait également référence à la volonté de posséder.

2.3 Fonction de présentation ou de protection du trafic

La fonction de présentation résulte du § 74, paragraphe 1 de la division finale du PGR. Par conséquent, le débiteur d'une garantie n'est tenu de s'exécuter que contre présentation et remise de la garantie. Si quelqu'un souhaite faire valoir le droit attesté par une garantie sans présentation de celle-ci, le débiteur doit refuser l'exécution.⁷⁴ 36

Les titres sont traités en termes de droit de propriété - *le droit sur papier suit le droit sur papier*.⁷⁵ Le transfert de titres au porteur est donc, en référence à l'art. 501 RS en liaison avec l'art. 75 al. 2 de la division finale de la PGR, en principe effectivement réalisé par le transfert de l'acte. Toutefois, les titres au porteur, comme les autres types de titres, peuvent être transférés au PGR conformément à l'article 75, paragraphe 1, de la division finale du PGR au moyen d'un contrat écrit et du transfert du titre. Le propriétaire de la garantie est soumis à la présomption juridiquement réfutable qu'il est également le propriétaire légitime. La fonction de protection des transactions est fondée sur l'art. 172 al. 2 du RS et protège l'acquéreur de bonne foi d'un titre dans sa propriété du titre. Cela protège ou garantit la négociabilité des titres, car les moyens de défense contre l'acheteur de bonne foi d'un titre sont limités ; l'acheteur de bonne foi ne peut donc donner aucune indication sur la négociabilité du titre. Pour les titres au porteur titrisés, cette limitation des moyens de défense ou de la fonction de protection du marché découle 37

⁷⁴ Kuhn in CHK - Commentaire sur le droit privé suisse, Art 966 OR, N 3.

⁷⁵ Frick, The types of shares under Liechtenstein company law, p 97.

en outre de l'art. 514 RS, qui stipule explicitement que les titres au porteur qui ont été perdus par leur propriétaire contre son gré⁷⁶ ne peuvent être contestés par la personne qui les a acquis ou reçus de bonne foi.⁷⁷

- 38 Pour les documents de commande, la protection de la circulation est également spécifiquement réglementée dans le § 88 de la division finale du PGR. Cette disposition correspond à l'article 1146 chOR et son contenu est identique à l'article 96, paragraphe 1, de la division finale de la PGR (règlement pour les instruments au porteur), qui correspond à l'article 979 chOR. L'objectif de cette disposition est de protéger le marché, puisque le débiteur ne peut opposer à un bénéficiaire de bonne foi que des moyens de défense fondés sur le contenu et la⁷⁸ validité du titre ou qu'il est en droit d'opposer directement au détenteur du titre.⁷⁹

2.4 Fonction de transport

- 39 La fonction de transport des titres signifie, comme son nom l'indique, que les droits titrisés peuvent être transférés simplement en transférant le certificat de titres - éventuellement endossé -.⁸⁰ La fonction de trans-

⁷⁶ Ce lieu de droit de propriété implique également un élément de volonté de possession ; voir FN 73.

⁷⁷ *Frick*, Les types d'actions selon le droit des sociétés du Liechtenstein, S 97 mwN.

⁷⁸ L'article 1146 chOR utilise un "ou une disposition" en termes juridiques, ce qui a probablement aussi du sens pour le droit liechtensteinois, car il serait incompréhensible que des objections contre le contenu et/ou la validité de l'acte ne puissent être soulevées que si elles sont dirigées contre l'existence et le contenu de l'acte.

⁷⁹ *Kuhn* in CHK - Commentaire sur le droit privé suisse, Art 1146 OR, N 1.

⁸⁰ BuA 2019/54, S 110 et S 165.

port découle également de l'article 73, paragraphe 1, de la division finale du PGR, selon lequel les droits titrisés dans un acte ne peuvent être transférés que par le transfert de l'acte.⁸¹

2.5 Conclusion sur les fonctions prévues par la législation sur les valeurs mobilières et leur application aux titres inscrits en compte dans le cadre du TVTG et du PGR nouveau

Dans le cas des titres inscrits en compte, la fonction de transport est remplacée par l'inscription au registre des titres inscrits en compte par la remise du certificat de titres conformément au TVTG.⁸² 40

En outre, les titres inscrits en compte ont la même fonction que les titres en vertu de l'article 81a de la division finale du PGR tel que modifié par le Journal officiel fédéral 2019/93 (LGBI 2019.304). Cela signifie que les droits d'inscription en compte ont également une fonction immanente de protection du trafic et qu'il doit être possible d'acquérir de bonne foi les droits d'inscription en compte nouvellement introduits dans le PGR au moyen du TVTG. *"Si le transfert de titres de créance non titrisés ne repose pas sur une base juridique comparable à celle de la propriété, cela est certainement le cas pour les titres inscrits en compte sous la forme de l'inscription au registre des droits d'inscription qui constitue le droit d'inscription en compte, à condition que la société assure la mise à jour fiable [...] du registre des droits d'inscription en compte et délivre au créancier concerné un certificat attestant* 41

⁸¹ Voir aussi *Kuhn* dans CHK - Commentaire de la main sur le droit privé suisse, Art 965 OR, N 15.

⁸² § 81a al. 4 de la dernière section du PGR tel que modifié par le Journal officiel fédéral 2019/54 ; voir *Jung*, Die Aktie als Effekte in Zürcher Kommentar, Art 622 OR, N 135.

de l'inscription non publique.⁸³ Le fait que le régime du droit de la propriété s'applique également aux titres intermédiés ressort des documents législatifs sur le TVTG, qui traitent également des titres intermédiés introduits positivement conformément au PGR.⁸⁴ En revanche, le principe d'abstraction ne s'applique qu'aux droits d'inscription en compte symboliques dans le cadre du TVTG, tandis que le principe de causalité continue de s'appliquer aux droits d'inscription en compte dans le cadre du PGR.⁸⁵ Ainsi, si une transaction obligatoire effective ne se matérialise pas ou est annulée par la suite, les droits d'inscription en compte symboliques en vertu du TVTG doivent être annulés en vertu de la loi sur l'enrichissement, tandis que les droits d'inscription en compte peuvent être réindexés en vertu du PGR.⁸⁶

⁸³ Jung, La part comme effets dans le commentaire de Zurich, art. 622 CO, N 136 s.

⁸⁴ BuA 2019/54, p 110 f - "Selon la définition légale du § 81a al. 1 SchlT PGR, les titres intermédiés sont des "droits ayant la même fonction que les titres". Ceux-ci bénéficient d'une fonction de transport, de légitimation et de libération, ainsi que d'une fonction de protection du trafic ("acquisition de bonne foi du droit selon les principes du droit de la propriété") ou de limitation des défenses. Ces fonctions sont fondées sur l'inscription constitutive au registre des titres inscrits en compte et, selon le législateur, il existe une équivalence fonctionnelle entre les titres et les titres inscrits en compte. "Cette équivalence fonctionnelle justifie l'équivalence sans restriction des titres inscrits en compte avec les titres conformément au § 81a SchlT PGR. (BuA 2019/54, p 111)

⁸⁵ "En raison du caractère définitif des transactions dans des systèmes basés sur des technologies fiables, comme la chaîne de blocs, le TVTG s'écarte du principe de causalité qui prévaut en droit civil liechtensteinois pour s'en tenir au principe d'abstraction en ce qui concerne cet ordre. (BuA 2019/54, p. 126) ; "L'immutabilité des transmissions sur les systèmes de TV suggère que le principe d'abstraction devrait être supposé pour les dispositions de jetons" (BuA 2019/54, p. 69).

⁸⁶ Pour plus de détails, voir le chapitre I.4.

Enfin, en ce qui concerne les droits d'inscription en compte des PGR, la fonction de légitimation et de libération est désormais également liée à l'inscription dans le registre des droits d'inscription en compte. 42

3. Les jetons comme titres dématérialisés de lege lata ?

Dans ce chapitre, les jetons sont traités comme des titres intermédiés conformément à la situation juridique antérieure à l'entrée en vigueur du TVTG. Si des droits, tels que des droits d'adhésion ou de revendication, sont représentés dans un jeton, aucune garantie n'est délivrée, car un jeton n'est pas un document physique.⁸⁷ Inversement, cela signifie que ces droits - représentés dans le jeton - sont conservés dans les livres. Ceci est conforme à l'article 150, paragraphe 1, de la RPG en liaison avec l'article 149, paragraphe 3, de la RPG et l'article 267, paragraphe 1, de la RPG. L'article 150, paragraphe 1, de la PGR stipule que les titres ne peuvent être émis par l'intermédiaire d'un membre que si cela est explicitement prévu par la loi, ce qui doit aboutir à l'*argumentum e contrario* qu'aucun titre ne peut être émis si cela n'est pas autorisé par la loi. Même si c'est le cas, il doit être possible de conserver les titres sous forme purement comptable, c'est-à-dire sous forme de titres sans certificat. Toujours en liaison avec l'article 149, paragraphe 3, de la PGR, il s'ensuit que si aucun titre n'a été émis, le transfert des parts sociales ou la création de droits réels limités sur celles-ci peut être effectué par contrat écrit. Les dispositions de la loi sur les sociétés anonymes stipulent également que les certificats d'actions ne doivent être émis que si les 43

⁸⁷ Voir les remarques introductives sur le concept de droits de propriété au chapitre I.1.

statuts n'en disposent pas autrement.⁸⁸ Ainsi, une représentation technique dans un jeton ne peut pas être préjudiciable à la comptabilisation des droits sur les actions.

- 44 Outre les dispositions isolées susmentionnées, les dispositions du droit des valeurs mobilières se trouvent dans les dispositions générales du PGR et dans des dispositions spéciales telles que celles du droit des sociétés anonymes, en particulier dans la dernière partie du PGR.⁸⁹ La question de savoir si des certificats d'actions doivent être délivrés aux actionnaires d'une société anonyme doit être réglée dans les statuts conformément à l'article 267, paragraphe 1, de la loi sur les sociétés anonymes ; dans le cas normal, des titres doivent être émis. La⁹⁰ réglementation selon laquelle un titre d'action doit être signé par un membre du conseil d'administration ne peut être appliquée que si des certificats ont été émis et qu'il n'y a pas été renoncé dans les statuts.⁹¹

- 45 Avec le PGR de 1926, le législateur liechtensteinois a été guidé par les travaux préparatoires de *Huber sur*⁹² la révision du Code des obligations

⁸⁸ Art 267(1) du PGR.

⁸⁹ § Section 73 et suivantes de la division finale du PGR.

⁹⁰ *"L'obligation d'émettre un certificat d'actions (certificat d'actions, titre d'actions, titre de participation) ne s'applique à la société que si les statuts n'en disposent pas autrement.*

⁹¹ Art 267(3) du PGR.

⁹² *Eugen Huber*, avocat et créateur du Code civil suisse (ZGB), 1849 - 1923 ; <http://www.e-archiv.li/personDetail.aspx?persID=30919ackurl=auto>.

suisse, ce qui⁹³peut donc servir de base à sa réception, mais il faut tenir compte du fait que ce projet de révision a ensuite été révisé en Suisse et n'est entré en vigueur qu'en 1937.⁹⁴ Si l'on compare le droit suisse des sociétés aux art. 620 ss CO, il manque une réglementation similaire à celle de l'art. 267 PGR concernant l'émission de certificats d'actions. Certaines dispositions du Code des obligations suisse font plutôt explicitement référence à l'existence de titres d'actions en tant que certificats physiques ou titres. Afin⁹⁵ de réaliser des titres dématérialisés, la Suisse a adopté la loi sur les titres intermédiés.⁹⁶

Toutefois, même si la loi prévoit seulement au Liechtenstein et non en 46 Suisse que l'émission de certificats d'actions peut être abandonnée ou peut être supprimée dans les statuts, la pratique suisse reconnaît également la renonciation à l'émission de certificats d'actions, au moins en

⁹³ Frick in 90 Jahre Fürstlicher Oberster Gerichtshof, FS für Delle Karth, 2013, The More Recent Development of Liechtenstein Company Law in the Light of EEA Membership, S 193 (S 196).

⁹⁴ Cf. Bergt, Verantwortung der Leitungs- und Kontrollorganen in der liechtensteinischen Aktiengesellschaft, p. 19 (Rz 55).

⁹⁵ Cf. par exemple art. 622 al. 5 et art. 686 al. 3 CO ; Forstmoser/Meier-Hayoz/Nobel, droit suisse des sociétés, § 43 N 2 mwN.

⁹⁶ BEG, AS 2009 3577, en vigueur depuis le 01.10.2009. Ces titres intermédiés ou titres inscrits en compte ne doivent pas être confondus avec les valeurs mobilières scripturales au sens de l'art. 392 ss RS, qui constituent des garanties financières au sens de l'art. 2, al. 1, let. g, de la directive 2002/47/CE sur les contrats de garantie financière, ELI ; <http://data.europa.eu/eli/dir/2002/47/oj>. Voir aussi l'art. 392 par. 1 fig. 7 RS.

ce qui concerne les "petites" sociétés anonymes ou les sociétés unipersonnelles⁹⁷; selon la dogmatique suisse, un actionnaire n'a aucun droit exécutoire à l'émission d'un certificat d'actions.⁹⁸

- 47 Au Liechtenstein également, le PGR ne donne pas à un actionnaire un droit légal à l'émission d'un certificat d'actions. En ce qui concerne les actions au porteur, il existe une obligation de désigner un dépositaire,

⁹⁷ Cf. sur la recevabilité d'une société unipersonnelle *Schopper/Walch*, Die Reform der liechtensteinischen GmbH, LJZ 2017/01, p. 1 (3) ; voir également BuA 1998/153, 178 ; *Bergt*, Verantwortung der Leitungs- und Kontrollorganen in der liechtensteinischen Aktiengesellschaft, p. 187 f (Rz 458, FN 713) : *"Jusqu'à la modification de la PGR par le LGBI 1980/039 en 1980, il était possible de constituer et de gérer des sociétés anonymes et des sociétés à responsabilité limitée sous la forme d'une société unipersonnelle conformément à l'article 637 de la PGR. Toutefois, cette disposition a été abrogée et au moins la constitution d'une société par actions ne peut plus être effectuée par une seule personne (cf. art. 281 et 288 PGR), mais sa gestion le peut. Ce n'est qu'avec la modification de la PGR LGBI 2000/279 en 2000 qu'il est redevenu possible pour une société à responsabilité limitée d'être constituée par un seul associé (art. 389 PGR). Cela correspondait à la mise en œuvre de la directive sur les sociétés à État membre unique (article 2 de la 12e directive européenne sur les sociétés 89/667/CEE), ELI : <http://data.europa.eu/eli/dir/1989/667/oj>, remplacée par la directive 2009/102/CE, ELI : <http://data.europa.eu/eli/dir/2009/102/oj>."*

⁹⁸ OGH à 09 C 271/98-201 du 03.03.2005, LES 2006, 161, ligne directrice d : *"L'AG n'est tenue de délivrer un certificat d'actions que si rien d'autre n'est prévu dans les statuts. Il est courant au Liechtenstein de ne pas émettre d'actions dans le cas des "Strohmannformgründungen" ou des sociétés unipersonnelles. [...] Les droits de participation dans une société anonyme ne peuvent en principe être transférés que conformément aux règles de cession"* ; *Frick*, Die Aktienarten nach liechtensteinischem Aktienrecht, p 80 f ; *Forstmoser/Meier-Hayoz/Nobel*, Schweizerisches Aktienrecht, § 43 N 2 ff.

qui tient un registre des actionnaires au porteur.⁹⁹ En ce qui concerne les actions nominatives, la société elle-même est tenue de tenir un registre des actions.¹⁰⁰ La tenue du registre des actions est prévue par la loi comme une activité du conseil d'administration, contrairement à la garde du registre des actions, et peut donc être responsable de cette activité sur la base de la responsabilité du conseil d'administration envers la société en vertu des articles 218 et suivants.¹⁰¹

Comme déjà mentionné, le PGR prévoit que les¹⁰² titres ne peuvent être 48 émis par le biais de l'adhésion que si cela est explicitement autorisé dans les dispositions spécifiques du PGR. Si des titrisations sont émises en violation d'une telle disposition, elles sont nulles en vertu de la loi sur les valeurs mobilières. Ainsi, en ce qui concerne les droits du fondateur d'¹⁰³une personne morale, les certificats de cession ne sont considérés¹⁰⁴ que comme de simples documents probants. Il est toutefois

⁹⁹ Art 326c PGR. Si des documents ont été délivrés, ils doivent également être déposés auprès du dépositaire conformément à l'article 326a, paragraphe 1, de la PGR.

¹⁰⁰ Espèces 328 PGR

¹⁰¹ Art. 326b par. 4 PGR ; cf. aussi par. 66d et par. 66e de la Division finale sur les PGR. Le transfert de la gestion du registre des actions constitue une délégation ou une attribution de tâches de gestion au sens de l'article 348 PGR et un délégué peut être tenu responsable des *curae in eligendo, instruendo et custodiendo* - cf. *Bergt*, Verantwortung der Leitungs- und Kontrollorgans in der liechtensteinischen Aktiengesellschaft, S 163 ff (Rz 396 ff) ; voir également le chapitre I.3.1.

¹⁰² Art 150(1) du PGR.

¹⁰³ En vertu de l'article 543, paragraphe 1, de la PGR, les titulaires des droits de fondateur d'un établissement constituent son organe suprême.

¹⁰⁴ Institutions de droit privé selon l'article 534 du PGR.

possible, à condition que les statuts prévoient que le fonds d'établissement d'une institution structurée en société soit divisé en actions et que ces certificats d'actions soient émis en tant que titres en plus des droits du fondateur.¹⁰⁵ Ainsi, si la loi le permet, les statuts peuvent prévoir l'émission de titres lors de l'adhésion ; dans le cas contraire, les actions titrisées ne peuvent être émises.

- 49 Si les certificats d'actions émis conformément aux statuts doivent être considérés comme des titres,¹⁰⁶ ce n'est pas le cas pour l'émission de certificats d'actions d'une GmbH. Des certificats d'actions peuvent également être émis pour les droits d'associés dans une GmbH, mais ils sont traités comme de simples documents de preuve, à moins que les statuts ne prévoient expressément qu'ils doivent être traités comme des titres.¹⁰⁷ Ces certificats de preuve sont soumis à une évaluation judiciaire gratuite des preuves dans une affaire qui fait l'objet d'un litige.¹⁰⁸

50

¹⁰⁵ Cf. article 540(4) du PGR.

¹⁰⁶ Cf. article 267, paragraphe 1, de la PGR, article 268, paragraphe 4, de la PGR et article 262, paragraphe 4, de la PGR.

¹⁰⁷ Art 401(3) du PGR.

¹⁰⁸ Art 272 ZPO ; en général, en ce qui concerne les droits d'inscription en compte et l'appréciation judiciaire, il convient également de se référer à l'art. 1 al. 3 PGR, qui se lit comme suit : *"Si une disposition ne peut être tirée de la loi, le juge décide selon le droit coutumier et, à défaut d'une telle disposition, selon la règle qu'il établirait en tant que législateur (constat de justice)"*. Même si cette spécificité du Liechtenstein semble problématique en termes de séparation des pouvoirs, un juge peut en principe décider de rendre justice selon une règle qu'il établirait en tant que législateur.

Cela signifie qu'en vertu du droit des sociétés du Liechtenstein, aucune obligation d'émettre des titres ne peut découler ni de dispositions spéciales, telles que celles relatives au droit des sociétés par actions, ni de dispositions générales applicables aux personnes morales en général ; une telle obligation peut être prévue dans les statuts.

Toutefois, en vertu du droit suisse des sociétés, si des titres sans certificat existent, un actionnaire a le droit d'obtenir une attestation de son droit de disposer des titres qui lui ont été cédés.¹⁰⁹ Ce droit de délivrer de tels certificats de preuve pour les droits d'adhésion et de revendication dématérialisés est également valable en vertu du droit liechtensteinois.¹¹⁰ Le Liechtenstein a toujours connu une dématérialisation complète par le biais du PGR, ce qui signifie que les titres sont négociés sans aucune pièce. Par conséquent, le système juridique du Liechtenstein ne repose pas nécessairement sur le regroupement de titres individuels effectifs au moyen de constructions d'authentification improvisées, comme l'émission d'un acte global ou collectif - bien qu'une telle structure soit également possible.¹¹¹ 51

52

¹⁰⁹ *Forstmoser/Meier-Hayoz/Nobel*, droit suisse des sociétés, §43 N 4, N 17 et N 59.

¹¹⁰ Cf. les certificats de dépôt sous forme de justificatifs conformément à l'article 326c, paragraphe 6, de la PGR ; cf. également le chapitre I.3.1.

¹¹¹ Cf. sur la situation juridique suisse pertinente *Forstmoser/Meier-Hayoz/Nobel*, Loi sur la société anonyme suisse, §43 N 59 et suivants.

Alors que le rapport de consultation sur le TVTG¹¹² supposait à tort que les titres intermédiés n'existent pas au Liechtenstein et n'ont été introduits dans le système juridique du Liechtenstein qu'avec le TVTG¹¹³, ce point de vue a été révisé et corrigé dans le rapport et la motion sur le TVTG.¹¹⁴ Outre le PGR, le droit fiscal du Liechtenstein, en particulier, connaît également les titres dématérialisés et les titres inscrits en compte.¹¹⁵ La Cour d'État a également déclaré dès 1975 que, par exemple, les droits de fondateur d'un établissement (de droit privé) sont considérés comme des titres sans certificat en vertu du droit liechtensteinois, "à condition qu'ils contiennent des actifs et n'aient pas le caractère de titres".¹¹⁶

- 53 La forme juridique de l'établissement (de droit privé) introduite avec l'entrée en vigueur du PGR en 1926 peut également expliquer pourquoi le Liechtenstein connaît les titres inscrits en compte depuis près de 100 ans, puisque, comme expliqué ci-dessus, les actions de l'établissement

¹¹² À l'heure actuelle, encore "VTG".

¹¹³ VnB du gouvernement concernant la création d'une loi sur les systèmes de transaction basés sur des technologies fiables (loi sur les chaînes de blocs ; loi sur le VT ; VTG) du 28 août 2018, p. 7, 81 et 132 et suivantes - "Afin que les titres puissent être matérialisés par un jeton sur un système VT et y être transférés sans détournement via un certificat physique, la figure juridique de la loi sur les titres inscrits en compte est introduite dans le droit du Liechtenstein et en même temps l'interface entre la loi sur les titres et la loi sur le VT est créée". (S 81).

¹¹⁴ BuA 2019/54, p. 108 et suivantes - "Il convient également de noter que la figure juridique de la loi de la valeur n'est pas nouvelle pour le droit du Liechtenstein. (S 109).

¹¹⁵ Cf. art. 12 al. 1 lit. d SteG - "Les valeurs mobilières qui ne sont pas cotées en bourse, ainsi que les droits et créances qui ne sont pas titrisés en valeurs mobilières [...] doivent être évalués à la valeur du marché [...].

¹¹⁶ StGH 1975/002 du 29.04.1975, ELG 1973, 381.

ne sont légalement considérées comme des titres que si cela est explicitement prévu dans la loi.¹¹⁷ Argumentaire a contrario, ils doivent sinon être considérés comme des titres inscrits en compte ou des droits de propriété¹¹⁸ représentant des droits d'adhésion ou de créance. Lors de la séance publique du Parlement du Liechtenstein des 25/26/27 octobre 2000, concernant la modification du PGR, il est également indiqué qu'en l'absence d'un *numerus clausus* strict dans la législation liechtensteinoise sur les valeurs mobilières, il est possible d'émettre des valeurs mobilières sans certificat, légales ou contractuelles.¹¹⁹

En outre, la déclaration *"Le droit liechtensteinois des valeurs mobilières, indépendamment de la possibilité d'émettre des titres inscrits en compte, a été relativement fortement influencé par l'idée de lier un droit à un support d'information physique (acte) depuis la version originale du PGR en 1926 (voir article 73, paragraphe 1, division finale du PGR)"* doit être évaluée de manière critique, ¹²⁰puisque Frick a déclaré dès 1980 *"que la majorité des sociétés anonymes enregistrées au Liechtenstein s'abstiennent d'émettre des titres d'actions [...]"*.¹²¹ même si l'émission de titres ou d'actions en particulier, comme cela a déjà été expliqué dans ce chapitre, est la procédure

¹¹⁷ Art. 540 al. 4 PGR ; cf. note en marge 48.

¹¹⁸ Cf. le titre factuel - "droits de propriété" - de l'art. 304f PGR, qui se réfère aux bons de participation qui représentent des actions sans droit de vote et qui, dans leur forme concrète de codification, sont fondés sur le droit suisse - voir *Binder/Vetter, Der Partizipationsschein - eine Auslegordnung in Lorandi/Staehelin* (Hrsg), *Innovatives Recht, FS für Ivo Schwander*, p. 275 (p. 278 et suiv.).

¹¹⁹ LTP du 26.10.2000, Modification du PGR (n° 153/1988, rapport de la Commission et projet de loi modifié du 18 septembre 2000), 2ème lecture, S 1991 (en particulier *Wolff et Frommelt* sur l'article 304f du PGR).

¹²⁰ BuA 2019/54, p 108.

¹²¹ *Frick, Les types d'actions en droit des sociétés du Liechtenstein*, p 80 s.

standard pour le PGR. Toutefois, d'autres sources démontrent également la familiarité du système juridique liechtensteinois avec les titres inscrits en compte, comme l'art. 1a al. 2 lit b BankV qui, en ce qui concerne l'exception au concept de dépôt, fait référence aux *obligations ou autres titres standardisés et émis en masse ou aux droits non matérialisés ayant la même fonction*. Le législateur part donc expressément du principe que les droits titrisés, c'est-à-dire les titres ayant la même fonction, peuvent également être émis sans certification, c'est-à-dire en tant que droits non certifiés.¹²²

- 55 Il convient de noter qu'en principe, il n'est pas possible d'acquérir des créances de bonne foi, à l'exception d'une cession fictive, d'une¹²³ hypothèque du propriétaire sur une créance ou d'une titrisation en titres (créances titrisées). Cela signifie que les droits titrisés, c'est-à-dire les titres, peuvent être acquis de bonne foi, contrairement aux droits non matérialisés ou aux titres dématérialisés, c'est-à-dire les titres inscrits en compte. Comme le TVTG applique les dispositions du droit de la propriété mutatis mutandis, un régime est créé en vertu duquel l'acquisition de titres inscrits en compte - parfois sous ¹²⁴forme symbolique - est également couverte par une protection de bonne foi.

¹²² En raison d'une erreur rédactionnelle, l'autorité juridique susmentionnée continue de se référer à la WPPG au lieu du règlement sur les prospectus 2017/1129 ou de la WPPDG de l'EEE ; nota bene, il n'est pas important pour l'évaluation prudentielle en tant que valeur mobilière et donc en tant qu'instrument financier qu'il s'agisse d'un document physique.

¹²³ § 916, paragraphe 2, de l'ABGB.

¹²⁴ Par application analogue des dispositions du droit de la propriété, il faut toujours vérifier à l'avance quels droits sont représentés dans le jeton. Plus précisément, il faudra se demander s'ils représentent des droits de valeur. Tous les

En particulier en ce qui concerne les jetons qui représentent le droit de propriété de certains véhicules, il convient de noter qu'ils ne constituent pas des documents de marchandises au sens de l'art. 504 al. 2 RS en raison de l'absence d'authentification. L'art. 7 al. 1 TVTG, tel que modifié par le BuA 2019/93 (LGBI 2019.301), a été calqué de manière analogue sur la disposition de l'art. 504 al. 1 RS et la disposition d'un jeton a également pour effet de disposer du droit représenté par le jeton. L'article 7, paragraphe 2, du TVTG, tel que modifié par le BuA 2019/93, stipule qu'une personne obligée par la cession du jeton doit s'assurer que la cession d'un jeton entraîne également la cession du droit représenté dans le jeton et qu'il n'y a pas de cession concurrente du droit représenté ; il devrait donc y avoir un parallélisme juridique entre la cession du jeton et la cession des droits représentés dans le jeton.

56

Toutefois, comme les dispositions du droit matériel sont appliquées de manière fonctionnellement adéquate dans l'interprétation de la LTrans, cette disposition est également appliquée à la disposition des jetons en l'absence de disposition contraire explicite, ce qui dérogerait à l'art. 504 al. 2 RS. Cela signifie qu'un bénéficiaire de bonne foi d'un risque a la priorité sur le bénéficiaire de bonne foi d'un droit d'inscription en compte ou d'un "droit de produit" - qui, selon les déclarations du TVTG tel que modifié par le Journal officiel fédéral 2019/54, est fondamentalement assimilé à un instrument de garantie ou de produit au sens de

57

jetons ne doivent pas nécessairement représenter des titres inscrits en compte au sens de l'article 81a de la division finale du PGR tel que modifié par le Journal officiel fédéral 2019/93 ; seuls les titres inscrits en compte inscrits au registre des titres inscrits en compte - mais pas toutes les créances - sont traités par le TVTG de la même manière que les titres, c'est pourquoi les dispositions du droit de la propriété sont également appliquées par analogie.

l'application fonctionnellement adéquate des dispositions du droit de la propriété.¹²⁵ Ce processus - également appelé synchronisation par le gouvernement - à l'article 7, paragraphe 2, de la TVTG telle que modifiée par le Journal officiel fédéral 2019/93 et les obligations qui en découlent s'appliquent exclusivement à la partie obligée par la cession d'un jeton, mais ne disent rien sur l'acquisition de bonne foi des droits sur un objet représenté dans un jeton par un tiers ; la personne qui a valablement acquis le droit de disposer d'un jeton au moyen d'un acte juridique, mais pas les droits représentés dans le jeton (par exemple sur un objet), pourra faire valoir des demandes de dommages et intérêts contre les débiteurs en raison de l'inexécution ou se retirer du contrat.

- 58 Le résultat semble satisfaisant, car le régime des titres intermédiés, qui sont représentés par un jeton, a été calqué sur celui des titres et la protection offerte par le droit de la propriété a été étendue à ceux-ci également, dans une application analogue. *Prima vista*, cependant, ce règlement semble ne s'appliquer qu'aux titres inscrits en compte sous forme de jetons selon le TVTG tel que modifié par le BuA 2019/93 et traiterait de manière inégale et donc désavantageuse les titres inscrits en compte classiques sans la mise en œuvre technique sous forme de jetons. Toutefois, une clarification au niveau légal selon laquelle les dispositions du droit de la propriété doivent également être appliquées de manière fonctionnellement adéquate aux titres inscrits en compte ordinaires - au sens de titres inscrits en compte civils ou d'entreprise tels que les créances, les droits d'adhésion ou de copropriété et les droits de propriété - résulte de l'article 81a (1) et (4) en liaison avec l'article 81a (5) de la division finale du PGR tel que modifié par le Journal officiel fédéral

¹²⁵ Voir BuA 2019/54, p 204 f.

2019/93, en tenant compte du matériel législatif correspondant. Elle prévoit que les valeurs mobilières sans certificat ayant la *même fonction* que les valeurs mobilières peuvent être émises ou que les valeurs mobilières existantes peuvent être remplacées par des valeurs mobilières sans certificat ayant la même fonction, pour autant que cela soit conforme aux documents des statuts et aux conditions d'émission. En outre, les titres scripturaux inscrits au registre des droits d'inscription en compte peuvent être acquis de bonne foi, ce qui suggère que le régime créé dans le TVTG devrait être appliqué de manière analogue aux titres scripturaux pour les titres scripturaux non représentés par des jetons ; la délimitation des titres scripturaux par rapport aux simples créances¹²⁶ est donc effectuée par le registre des droits d'inscription en compte spécialement introduit, qui peut également être tenu électroniquement et de manière décentralisée et peut également être combiné avec d'autres registres tels que le registre des actions ou le registre des actions dans un seul registre. Le transfert de titres inscrits en compte ne peut être effectué que par la mise à jour de l'inscription dans le registre des titres inscrits en compte.¹²⁷

Avant l'entrée en vigueur du TVTG, il n'était donc possible d'établir une acquisition de bonne foi que de titres, mais pas de titres inscrits en compte. Toutefois, en raison de l'introduction du principe d'abstraction pour les dispositions symboliques,¹²⁸ il reste que même dans le cas d'une opération d'engagement caduque, l'opération de disposition

¹²⁶ Voir le chapitre I.3. pour la clause relative aux garanties.

¹²⁷ § Section 81a (1) et (4) en liaison avec la section 81a (5) de la division finale du PGR telle que modifiée par le Journal officiel fédéral 2019/54 ; Journal officiel fédéral 2019/54, p. 313 et suivantes.

¹²⁸ BuA 2019/54, p 69.

reste efficace et doit uniquement être réglée conformément au droit de l'enrichissement¹²⁹ - comme c'était également le cas pour les créances

¹²⁹ Cf. BuA 2019/54, p. 191 ; le principe d'abstraction applicable aux règles de transmission selon le TVTG ne peut avoir un effet effectif que si un jeton représente une chose au sens du droit de la propriété, une "res digitalis" - ce qui n'est pas à supposer (cf. chapitre I.1) - ou le régime du droit de la propriété s'applique également par analogie, comme le stipule généralement le TVTG. Dans ce cas, un manque de racines pourrait être indiqué ; toutefois, en raison du principe d'abstraction, cela n'entraînerait qu'un renversement de la loi sur l'enrichissement sans cause (cf. chapitre I.4). Cela semble strict, car un système de FP est tout aussi définitif qu'un système bancaire de base et, en raison de l'absence de statut réel, les transactions doivent être traitées en vertu de la loi sur l'enrichissement et non du droit de propriété, si la transaction d'engagement présente une lacune ou si elle n'a pas été effectivement réalisée. Nota bene semble avoir été mélangé ici dans le VnB du gouvernement concernant la création d'une loi sur les systèmes de transaction basés sur des technologies fiables (loi Blockchain ; loi VT ; VTG) du 28.08.2018, p. 57 f, les revendications au titre du droit de l'enrichissement et de la propriété. Un objet de vente peut être soumis à une désignation de droit de propriété, alors que le prix d'achat ne peut être que conféré (cf. également l'effet en vertu du droit des obligations et du droit de propriété ex tunc contre l'effet en vertu du droit des obligations ex tunc et l'effet en vertu du droit de propriété ex nunc - cf. également la correction dans BuA 2019/54, p. 197). Un décalage entre la situation juridique nominale et la mise en œuvre effective sur un système de TC, comme indiqué dans le VnB zum VTG du 28 août 2018, p. 58, semble être trop court dans sa mise en œuvre, car ce n'est le cas que si un jeton est également soumis aux dispositions du droit matériel. Le principe de causalité ne dit rien en soi sur la question de savoir si un renversement a lieu en vertu du droit de l'enrichissement ou du droit de la propriété, ce qui constitue parfois aussi un point de critique majeur du principe de causalité - cf. *Honsell, Tradition und Zession - causal ou abstrait ?* dans *FS Wiegand*, p. 349 (pp. 359 et 369). Toutefois, il semble intéressant que le principe de causalité s'applique aux droits à valeur nouvellement positive dans le PGR tel que modifié par le TVTG BuA 2019/93, alors que le principe d'abstraction ne s'applique qu'aux droits à valeur symbolique dans le cadre du TVTG. Voir également BuA 2019/54, p 69 - "L'immuabilité des transmissions sur les systèmes de TV

dans le passé, puisqu'il n'est jamais possible d'utiliser une caution. Toutefois, étant donné que le principe d'abstraction ne s'étend pas au-delà de la TVTG aux titres inscrits en compte spécifiquement introduits avec la même fonction que les titres à l'article 81a de la division finale du PGR tel que modifié par le Journal officiel fédéral 2019/54, il faut supposer que le principe de causalité continuera à s'appliquer à ces titres et qu'ils seront également soumis aux dispositions du droit de la propriété.¹³⁰

3.1 Transfert de droits en valeur

Le PGR ne prévoit aucune règle explicite sur le transfert de ces titres 60
inscrits en compte ou d'autres droits d'adhésion ou de créance qui ne sont pas titrisés. Seule la disposition générale susmentionnée de l'article 149, paragraphe 3, du PGR prévoit que le transfert d'une adhésion ainsi que la création d'un droit réel limité sur cette adhésion peuvent être effectués au moyen d'un contrat écrit, à condition qu'il n'y ait pas de droit de préemption ou d'exigence d'approbation par les organes ou les membres de la société. Cependant, le transfert par le biais d'un contrat écrit semble être extrêmement obstructif, surtout au vu de la technologie de la chaîne de blocs, et détruirait ses avantages.

le suggère, pour que les cessions de jetons soient fondées sur le principe d'abstraction [...] - p. 197 - "Le gouvernement considère que l'introduction du principe d'abstraction pour le TVTG est justifiée [...] - p. 203 - "La rei vindicatio, qui peut être appliquée de manière fonctionnellement adéquate, est rompue par le principe d'abstraction et un jeton ne peut plus être exigé même si l'opération d'engagement est défectueuse. L'opération d'élimination reste abstraite en soi et sans cause. Une rétro-activité ne peut avoir lieu que dans le cadre d'un enrichissement légal".

¹³⁰ Voir les chapitres I.3.5 et I.4.

- 61 Toutefois, il ne faut pas perdre de vue que les dispositions générales susmentionnées de la PGR constituent des *lege generales*, auxquelles il est dérogé par des dispositions divergentes dans les titres sur les sociétés, les établissements et les fondations. La loi sur les sociétés par actions prévoit précisément une telle disposition précise à l'article 322, paragraphe 2, de la loi sur les sociétés par actions, qui doit être considérée comme une *lex specialis*. Cette disposition stipule qu'entre la souscription d'actions ou de titres et l'émission d'un tel acte, les dispositions générales du Code des obligations, c'est-à-dire les dispositions du Code civil général, notamment celles concernant la cession de créances et la reprise d'une dette, sont applicables.
- 62 Ainsi, les dispositions des articles 1392 et suivants du Code civil autrichien (ABGB) relatives à la cession de titres intermédiés sont pertinentes. Une cession n'est pas une transaction abstraite, mais nécessite une transaction sous-jacente valide (par exemple, l'achat de créances) en plus d'une transaction de cession. Conformément au principe de séparation, un titre et un mode sont nécessaires pour le transfert. La transaction causale et la transaction de cession coïncident généralement dans le cas d'une cession, bien que la transaction de cession soit régulièrement libre de toute forme. En pratique, il est "*difficilement imaginable*" que l'obligation formelle d'une transaction sous-jacente est reflétée dans l'accord de transfert.¹³² Par conséquent, en vertu du droit liechtensteinois, basé sur la base de réception autrichienne, une cession

¹³¹ *Heidinger in Schwimann/Kodek* (Hrsg), ABGB Praxiskommentar, § 1392, Rz 13.

¹³² *Heidinger in Schwimann/Kodek* (Hrsg), ABGB Praxiskommentar, § 1392, Rz 9 et 12 s.

ne nécessite normalement pas de forme écrite - ni dans le cas d'un engagement ni dans le cas d'une opération de cession. Conformément à¹³³ l'art. 326h PGR, une cession par signe est effective, selon laquelle un transfert d'actions au porteur est effectué par l'inscription d'un nouveau propriétaire dans le registre des actionnaires conformément à l'art. 326c PGR.¹³⁴

Un tel transfert peut être constaté par un document et le propriétaire d'une action au porteur a le droit de demander au dépositaire un tel récépissé, qui est un document purement probatoire. Il s'¹³⁵ensuit que les droits découlant de la position d'actionnaire ou de titulaire de droits d'adhésion et/ou de créance (droits d'inscription en compte ; droits de propriété) peuvent être transférés par cession et la remise d'un certificat physique n'est pas obligatoire. Le transfert ou la revendication des 63

¹³³ Cela doit être considéré comme tel, même en tenant compte du fait que le code civil du Liechtenstein (ABGB) ne reconnaît pas les cessions par signes en vertu de l'article 427 du code civil autrichien (öABGB), car la disposition relative au droit de la propriété y a été abrogée. Le droit de la propriété du Liechtenstein (SR), qui est basé sur le droit suisse, n'a rien de comparable, mais on ne peut en déduire que la cession nécessite une forme écrite selon l'art. 165 CO suisse, puisque la base juridique autrichienne (ABGB) et non suisse (CO) a été reçue en ce qui concerne le droit des obligations et doit donc être utilisée ; cf. sur l'acte de cession de la cession *Heidinger* dans *Schwimann/Kodek* (Hrsg), ABGB Praxiskommentar, § 1392, al. 18.

¹³⁴ Cf. art. 326h al. 1 et 3 en relation avec l'art. 326c al. 2 PGR concernant les actions au porteur.

¹³⁵ Art 326c (6) du PGR ; BuA 69/2012, p. 22.

droits découlant d'une position d'actionnaire dépend - en ce qui concerne les actions au porteur¹³⁶ - de l'inscription dans le registre des actions tenu par un dépositaire.¹³⁷ Même un récépissé de dépôt délivré

¹³⁶ Depuis la modification du LGBl 2013/067, le PGR ne reconnaît plus les actions au porteur pures, puisque même les actions au porteur devraient être enregistrées suite à une évaluation MONEYVAL insuffisante du Liechtenstein afin de prévenir le blanchiment d'argent ou le financement du terrorisme ; cf. BuA 2012/69, p. 5 f.

¹³⁷ Il incombe au conseil d'administration de nommer un dépositaire (BuA 69/2012, p. 20). Les personnes soumises à la diligence requise peuvent être désignées comme dépositaires, ou les personnes domiciliées ou résidant au Liechtenstein, à condition qu'elles aient également un compte dans l'EEE au nom de l'actionnaire. Si une société est tenue de nommer un directeur général en vertu du droit commercial ou un directeur général doté d'un pouvoir légal spécial en vertu de l'article 180a, paragraphe 3, de la loi sur les sociétés anonymes, seul un compte de l'actionnaire dans l'EEE est requis (article 326b, paragraphes 2 et 3, de la loi sur les sociétés anonymes). Alors que le conseil d'administration est lui-même responsable de la tenue du registre des actions nominatives, le dépositaire et conservateur du registre des actions au porteur n'est expressément pas considéré comme un organe par la loi (cf. la diction des §§ 66d al. 1 et 66e al. 1 de la division finale du PGR et plus loin BuA 2012/150, p. 8). Toutefois, compte tenu du fait que le dépositaire est également désigné par la société, représentée par le conseil d'administration (attribution nécessaire), ou par le tribunal régional dans les procédures non contentieuses, et que le dépositaire doit également être inscrit au registre du commerce en cette qualité (art. 326b al. 4 PGR), la question se pose de savoir si un dépositaire occupe également une fonction au sein d'un organe de direction conformément aux art. 326a et suivants PGR et est responsable en tant qu'organe de direction de l'exercice attentif de l'activité de dépositaire. Il pourrait y avoir un transfert de tâches au dépositaire conformément à l'article 348 du PGR. Une délégation de pouvoir conformément à l'article 348 du PGR est caractérisée par une triade de devoirs de diligence qui vont de pair avec la délégation. Un organisme déléguant doit faire preuve d'une diligence raisonnable dans la sélection (*culpa in eligendo*), dans l'instruction (*culpa in instruendo*) et dans la supervision (*culpa in custodiendo*). La sélection des

personnes et l'instruction d'exercer la fonction de gardien posent peu de problèmes. Toutefois, l'article 326i, paragraphe 1, de la PGR réglemente séparément la surveillance du dépositaire et attribue cette tâche aux commissaires aux comptes. Cette répartition des responsabilités pourrait militer contre l'existence d'une délégation et, par conséquent, contre le fait que le dépositaire soit un organe. En fin de compte, cependant, tous les critères d'une délégation ou d'une délégation en vertu de l'article 348 du RPL sont remplis et une division des responsabilités ou une attribution des responsabilités aux auditeurs n'exclut pas l'existence d'une délégation en vertu de l'article 348 du RPL. En particulier dans le cas de la désignation d'organes de contrôle facultatifs en vertu de l'article 199 du PGR, une répartition des responsabilités en cas de délégation est même habituelle (en ce qui concerne le contrôle). Toutefois, cela ne peut pas être déduit de la proposition législative, même si le contexte d'un tel traitement privilégié d'un dépositaire par rapport à un détenteur de registre des actions est discutable et que la différence de traitement reste incompréhensible. La nomination d'un dépositaire peut être la tâche du conseil d'administration (et donc être transférable), mais pas l'activité du dépositaire lui-même. Le conseil d'administration est l'organe de gestion d'une société anonyme et il existe une présomption de compétence en sa faveur. Le conseil d'administration peut prendre des décisions dans tous les domaines qui ne sont pas réservés par la loi ou les statuts à un autre organe, en particulier l'assemblée générale des actionnaires (voir l'art. 716 CO et *Vogt*, http://www.rwi.uzh.ch/elt-lst-vogt/gesellschaftsrecht/organisation/de/html/verwaltungsrat_learningObject2.html) *"La direction décrit la "formation, l'exécution et la mise en œuvre du testament" qui sert à mettre en œuvre l'objet de la société. - Bergt, Verantwortung der Leitungs- und Kontrollorganen in der liechtensteinischen Aktiengesellschaft, S 32 (Rz 88) unter Bezug auf Seeger, Die Verantwortung gemäß Art. 218 bis 228 des liechtensteinischen Personen- und Gesellschaftsrechts, S 86 ; elle est donc fondée sur des décisions d'entreprise. Dans ce contexte, l'activité de dépositaire peut également être considérée comme un acte purement administratif et non comme une gestion, et le dépositaire au sens de l'article 326b PGR n'est donc pas un organe de la société, contrairement au conservateur du registre des actions au sens de l'article 328 PGR. Cela va à l'encontre de la synchronisation présumée des registres des actions selon le BuA 2012/69, p. 30 aE.*

conformément à l'article 326c, paragraphe 6, de la PGR n'est qu'un document de preuve et ne constitue pas une garantie ou un droit d'inscription en compte distinct.¹³⁸ Indépendamment de cela, il convient de noter que le transfert de titres inscrits en compte, ainsi que le transfert de titres, peuvent être soumis à diverses restrictions, telles que des restrictions de transfert d'actions. Il convient également de noter que les dispositions du droit de la propriété ne s'appliquent pas aux titres inscrits en compte. La situation est différente pour les titres inscrits en compte conformément à l'article 81a de la division finale du PGR, qui seront introduits dans le cadre du TVTG à partir du 1er janvier 2020 et qui doivent être inscrits dans un registre de titres inscrits en compte et ont donc la même fonction que les titres.

3.2 Tenue du registre des actionnaires sur une chaîne de blocs

- 64 Comme nous l'avons déjà vu au chapitre précédent, en ce qui concerne les actions au porteur, un registre des détenteurs d'actions d'une société doit être tenu par un dépositaire. Dans le cas d'actions nominatives, la société doit toutefois tenir un registre des actions. En effet, une société par actions doit connaître ses membres *ex lege*.¹³⁹ Malgré une terminologie juridique incohérente, le dépositaire ou - si aucun titre au porteur

¹³⁸ BuA 69/2012, p 22.

¹³⁹ Cela est particulièrement important lors du transfert d'instruments de capitaux propres symboliques. En raison des dispositions du droit des sociétés, les droits d'associés ne peuvent être transférés qu'à des personnes connues de la société et donc identifiées par elle. Réduit à des droits d'adhésion symboliques d'une société, cela signifie que ces jetons ne peuvent être transférés qu'à des portefeuilles ou adresses identifiés (solution dite de la liste blanche) ; il faut garantir techniquement qu'un droit d'adhésion au titre du droit des sociétés

physique n'a été émis et ne peut donc être déposé en vertu de l'article 326a PGR - le conservateur des titres au porteur ne doit pas être considéré comme un organe distinct d'une société par actions. En ce qui concerne¹⁴⁰ la tenue du registre des actions nominatives, la position de l'organe exécutif est toutefois plus claire que pour le registre des actions au porteur.¹⁴¹

En vertu du droit des sociétés, il est donc obligatoire qu'une société 65
identifie ses actionnaires lorsqu'elle émet des instruments de capitaux

sous la forme d'un jeton ne peut être transféré qu'à des adresses de portefeuille dont les mandataires ont été identifiés. Dans le cas des titres de créance, la situation est différente, car le droit civil ne prévoit pas qu'un débiteur doit toujours connaître son créancier actuel. Si le débiteur n'est pas informé de la cession de la créance à son encontre, il peut toujours effectuer un paiement au créancier précédent avec effet libératoire (§ 1395 ABGB). Cependant, comme l'affirmation des droits d'un titre de créance se fait directement par le biais du jeton, en pratique, la connaissance de la cession des droits posera peu de problèmes (parallèlement à l'effet de légitimation et de libération). Toute interdiction de cession doit être respectée ; le Liechtenstein n'a pas adopté la disposition autrichienne sur le caractère contraignant des interdictions de cession figurant à l'article 1396a öABGB.

¹⁴⁰ Art 326b (1) et (4) du PGR. Une présomption contre la nomination de l'organe exécutif est déjà donnée dans les § 66d al. 1 et § 66e al. 1 de la Division finale du PGR. Cf. en détail FN 137.

¹⁴¹ Cf. l'article 328, paragraphe 1, du PGR en relation avec le paragraphe 66e, paragraphe 1, de la section finale du PGR (arg "*en tant qu'organe responsable de l'entreprise*").

propres.¹⁴² En vertu de l'article 326a al. 2 PGR, les actions au porteur des sociétés cotées et des fonds sont exemptées de l'obligation de déposer les actions au porteur auprès d'un dépositaire.¹⁴³ Ils ne doivent être conservés dans le registre qu'en vertu de l'article 326c de la PGR ; il en va de même pour les titres intermédiés (de lege lata), qui ne peuvent pas être déposés mais seulement conservés dans le registre. Dans le registre tenu par le dépositaire, les nom, prénom, date de naissance, nationalité et domicile ou la raison sociale et le siège social de l'actionnaire, la date de dépôt et - si le dépositaire n'est pas une personne soumise à une obligation de diligence en vertu du DDA - un lien de compte dans l'EEE au nom de l'actionnaire doivent être inscrits pour chaque action au porteur.¹⁴⁴

- 66 Une société par actions doit également tenir un registre (registre des actions) des actionnaires enregistrés, dans lequel les actionnaires doivent être inscrits avec leurs nom, prénom, date de naissance, nationalité et lieu de résidence ou la raison sociale et le siège social. L'enregistrement a un effet constitutif sur l'établissement des droits d'associés dans une société et seuls les actionnaires qui sont inscrits dans le registre des actionnaires dès sa création deviennent actionnaires de la société (cela

¹⁴² En ce qui concerne la société, une personne est considérée comme actionnaire si elle est inscrite au registre conformément à l'art. 326c al. 2 PGR ou au registre des actions conformément à l'art. 328 al. 2 PGR.

¹⁴³ Cela va également à l'encontre du statut d'organe du dépositaire des actions au porteur, car sinon le dépositaire ou l'agent de registre d'une société anonyme serait un organe, alors que dans le cas d'un fonds, un tel dépositaire ne serait pas nécessaire et par conséquent aucun organe ne serait responsable de cela. Dans le cas des fonds, la garde doit être effectuée par un dépositaire distinct de la société de gestion (art. 57 ss AIFMG ; art. 32 ss UCITSG).

¹⁴⁴ Article 326c, paragraphe 1, du RPG.

s'applique au moins aux titres inscrits en compte, mais pas aux certificats émis physiquement, lorsque le droit découlant du certificat suit le droit découlant du certificat et prend donc naissance lors de l'émission du certificat - et pas seulement lors de l'inscription dans un registre). Une inscription au registre des actions peut être effectuée au moyen de la preuve du transfert des actions.¹⁴⁵ En vertu de l'article 182 al. 1 PGR, le registre des actions doit être tenu par le conseil d'administration ; étant donné qu'il s'agit d'un registre interne d'une société, il n'est pas soumis à la croyance du public et, malgré son effet déclaratoire, la présomption réfutable qu'une personne inscrite est un actionnaire s'applique.¹⁴⁶ Cela signifie également que les droits d'associés et les droits à des créances dans une société peuvent être dématérialisés et transférés, car ce n'est pas le titre dans lequel ces droits sont attestés qui importe, mais plutôt l'inscription au registre des actions ou au registre des parts.

Conformément au droit suisse, la forme du registre des actions n'est pas 67
définie de manière plus détaillée pour le positivisme juridique. Pour les sociétés cotées en bourse, il est courant que le registre des actions soit tenu sur une base informatique ; toutefois, il peut également être tenu électroniquement pour les petites sociétés.¹⁴⁷ En revanche, le PGR du

¹⁴⁵ Art 328 paragraphes 1 à 3 de la PGR.

¹⁴⁶ *Marxer*, Die personalistische Aktiengesellschaft im liechtensteinischen Recht, SSHW Band-Nr 263, S 180 (S 180 f et S 183).

¹⁴⁷ *Forstmoser/Meier-Hayoz/Nobel*, loi sur les sociétés anonymes, §43 N 79 ; voir également *Marxer*, Die personalistische Aktiengesellschaft im liechtensteinischen Recht, SSHW Band-Nr 263, S 180 (S 181), qui souligne "que le registre des actions doit être conservé comme "document commercial" pendant une période de dix ans à compter de la dissolution de la société anonyme" conformément à l'article 142, paragraphe 1, du PGR.

Liechtenstein indique explicitement que le registre des actions et le registre des parts peuvent être tenus par voie électronique. Il est essentiel que le registre des actions soit tenu sous forme électronique, qu'il puisse être rendu lisible à tout moment et qu'il soit conservé au siège de la société.¹⁴⁸ Par conséquent, il doit être possible de tenir le registre des actions ou le registre des parts dans un registre décentralisé, par exemple une chaîne de blocs. Il convient de noter qu'en raison de la référence à l'article 1059 du PGR, les documents requis pour l'inscription ou l'enregistrement doivent être conservés pendant dix ans.¹⁴⁹ La période de conservation commence à la fin de l'exercice financier au cours duquel les inscriptions ou les enregistrements ont été effectués.¹⁵⁰

- 68 Les dispositions relatives à la tenue de registres (électroniques) de l'article 326c al. 4 et al. 5 PGR sont basées sur l'article 28 SPV (création, conservation et accès aux registres de diligence) afin d'éviter toute

¹⁴⁸ Art 326c (4) et (5) de la RPG en liaison avec l'article 1059 de la RPG ; Art 329a (1) et (2) de la RPG en liaison avec l'article 1059 de la RPG ; cf. section 66e (1) (2) et (3) de la division finale de la RPG, où l'on remarque que ces dispositions ne sont pas coordonnées. Ainsi, on peut supposer que le dépositaire du registre des actions au porteur a les mêmes obligations de tenue du registre que le conseil d'administration en ce qui concerne la tenue du registre des actions. Toutefois, différentes fautes liées à la tenue du registre conformément à l'article 66d de la division finale de la PGR ou à la tenue du registre des actions sont passibles d'amendes administratives. Cette inégalité de traitement n'est pas objectivement justifiée et contredit également le parallélisme envisagé dans le BuA 2012/69, p 30 s. Le BuA 2013/33, p. 5 précise que la tenue électronique du registre des actions ou du registre des parts n'entre pas en conflit avec le stockage requis au siège social de la société ; si le registre des actions est tenu électroniquement, il sera stocké dans d'autres lieux en plus du siège social de la société, mais cela est inoffensif.

¹⁴⁹ Voir BuA 2012/69, p. 23.

¹⁵⁰ Art 1059 (1) et (4) du PGR.

double saisie des mêmes registres de données. Il convient de noter qu'il est possible de tenir des registres par voie électronique via la base des actionnaires, à condition que le respect des documents sous-jacents soit assuré, que les registres soient disponibles à tout moment et qu'ils puissent être rendus lisibles.¹⁵¹ Sur le plan juridique, il importe peu que la gestion électronique soit effectuée dans une base de données centrale ou décentralisée et que la gestion des cotations des actionnaires sur la chaîne de blocs et des technologies comparables soit possible. Il convient de noter que la tenue de ces répertoires n'est requise que pour les droits d'adhésion, mais pas pour les droits de créance ou les instruments de capitaux propres ou les titres autres que de capital.

3.3 Conclusion registre des actions sur la Blockchain

Le PGR connaît bien l'émission de titres dématérialisés, dits titres dématérialisés, depuis son entrée en vigueur. L'obligation d'émettre des titres ne peut être dérivée et les droits d'adhésion ou de créance peuvent donc être émis sans certificat physique. Cela doit toutefois être stipulé dans les statuts, car dans le cas standard facultatif, au moins dans le cas d'une société anonyme au sens de l'art. 267 al. 1 PGR, des certificats d'actions doivent être émis, sauf disposition contraire des statuts. 69

Le PGR stipule qu'une entreprise doit connaître ses actionnaires. Dans le cas d'une société par actions, un registre des actionnaires doit être tenu au nom de la société et les actions au porteur doivent être déposées auprès d'un dépositaire ou, si elles sont émises sous forme de titres inscrits en compte par le dépositaire, doivent être inscrites au registre. 70

¹⁵¹ Cf. BuA 2012/69, S 31 en relation avec S 21 et suivants (esp S 23) en relation avec l'art 28 al. 2 SPV.

71 Conformément à l'art. 326c al. 4 PGR et à l'art. 329a al. 1 PGR, les registres des actions - le registre des actions ainsi que le registre des participations - peuvent également être tenus sous forme électronique, à condition qu'ils puissent être rendus lisibles à tout moment. Dans ce contexte, les registres des actions peuvent également être tenus en bloc, car le droit des sociétés ne fait aucune différence entre la tenue électronique du registre dans une base de données centrale ou décentralisée.

3.4 Valeurs mobilières et valeurs mobilières selon le canon de la MiFID

72 Si les titres de droit civil sont représentés sous forme de jetons - c'est-à-dire qu'ils sont inscrits dans les livres comme des titres intermédiés - et si les droits représentés ne sont pas négociés individuellement, c'est-à-dire qu'ils sont structurés de manière standardisée et ne sont soumis à aucune restriction de transférabilité, ce qui explique qu'on peut supposer qu'ils sont également négociables sur le marché des capitaux, on peut supposer que ces titres (dématérialisés) constituent des valeurs mobilières au sens réglementaire, c'est-à-dire des instruments financiers. Il¹⁵² est important de noter qu'aux fins de la classification en tant qu'instrument financier en vertu du droit de surveillance, il est indifférent qu'un titre soit effectivement émis ou un titre inscrit en compte ; même si la MiFID II parle de valeurs mobilières, cela inclut également les titres inscrits en compte transférables¹⁵³; en droit civil des valeurs mobilières, cela a cependant des conséquences importantes en ce qui

¹⁵² Voir pour la définition des instruments financiers en détail le Titre II, chapitre II.2.3.

¹⁵³ Cf. également l'art. 3 du CSDR en ce qui concerne la gestion des titres sur le compte de titres.

concerne les règles de transfert en droit de la propriété, contrairement au droit de surveillance des valeurs mobilières.

Il est donc possible non seulement de représenter des titres inscrits en 73
compte de droit civil sous forme de jetons, mais ceux-ci peuvent également être qualifiés d'instruments financiers à des fins réglementaires ; les jetons peuvent donc également représenter des instruments financiers. Les instruments financiers qui sont émis sous forme de jetons sont traditionnellement conservés dans les livres et peuvent représenter les mêmes droits que les instruments financiers classiques. Le principe de la primauté de la *substance sur la forme* s'applique ici, et la symbolisation permet simplement une forme distincte de transférabilité (technique).¹⁵⁴

La représentation purement technique dans le jeton n'influence pas le 74
statut juridique en tant que droit de valeur de droit civil (sûreté) ou instrument financier réglementaire (sûreté transférable ou droit de valeur). Même une transférabilité limitée d'un droit d'inscription en compte, qui exclut l'existence d'un instrument financier, ne conduira pas à une évaluation réglementaire différente par le biais de la symbolisation, à condition que la restriction ait été mise en œuvre de manière

¹⁵⁴ Cf. BaFin Fachartikel, Tokenisierung, 15.04.2019 avec référence à l'ESMA, https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Fachartikel/2019/fa_bj_1904_Tokenisierung.html même si l'article lui-même semble mal juger le principe cité et classe les jetons comme des titres (recte Wertrechte) sui generis, bien que le jeton en tant que couche ou contenant technique n'ajoute rien au droit représenté d'un point de vue purement juridique. En outre, l'approche selon laquelle le droit représenté dans un jeton - injustement parlant le "sous-jacent" - suit le droit dans le jeton serait également totalement erronée (NB : la BaFin ne l'accepte pas).

techniquement correcte ; au mieux, la question se pose de savoir quel sens économique donner à la représentation de tels droits sous forme de jetons. En ce qui concerne la normalisation, l'évaluation prudentielle doit également se fonder sur la structure de droit civil et la normalisation n'est pas automatiquement réalisée par la représentation technique dans des jetons, puisque des droits individualisés (par exemple le droit de propriété d'un objet spécifique et donc une obligation spécifique) peuvent toujours être représentés dans le jeton au lieu de droits fongibles définis par type, portée et qualité (caractéristiques génériques ; objets fongibles).¹⁵⁵

- 75 En ce qui concerne le critère de négociabilité sur le marché des capitaux requis pour les instruments financiers conformément à l'annexe I, section C, de la MiFID II, on suppose régulièrement que c'est le cas pour les instruments financiers symboliques - sauf impossibilité technique. Actuellement, le seul obstacle purement factuel est qu'il n'existe pas encore de lieux de négociation pour les instruments financiers symboliques au Liechtenstein, et pratiquement aucun lieu de négociation organisé pour les instruments financiers symboliques dans l'espace de

¹⁵⁵ Cf. chapitre I.1.1 la représentation d'une unité ou d'une dette générique dans le jeton et donc en ce qui concerne l'individualisation ou la standardisation.

l'UE ou de l'EEE.¹⁵⁶ Toutefois,¹⁵⁷ l'absence de marchés de capitaux organisés pour les instruments financiers symboliques ne peut exclure la négociabilité requise pour les instruments financiers, car cette négociabilité en dehors des marchés de capitaux organisés (marché réglementé, MTF, OTF) peut également être établie par le biais de transactions hors bourse (par exemple, les transactions de gré à gré sur un DEX). Pour autant que la négociabilité ne soit pas technologiquement exclue, on peut supposer qu'elle existe déjà lors de la première émission d'instruments financiers symboliques ; sinon, une autorisation de surveillance serait parfois requise à partir d'un moment indéterminé et la FMA ou l'autorité nationale de surveillance ne pourrait pas exercer ses activités de surveillance conformément aux dispositions.¹⁵⁸ Comme expliqué au chapitre 3.2, il convient de noter que la mise en œuvre technique de la transférabilité des droits d'adhésion symboliques prend en compte un

¹⁵⁶ Selon le site web et le registre du FMA du Liechtenstein, au 17.08.2019, il n'y a pas de marché réglementé, de MTF ou d'OTF au Liechtenstein, <https://www.fma-li.li/de/aufsicht/bereich-banken/banken-und-wertpapierfirmen/bewilligungen-zulassungen.html> consulté le 15.09.2019, 16:36 ; le LDX (London Derivatives Exchange), basé au Royaume-Uni, a une licence de la Financial Conduct Authority pour fournir certains services d'investissement en relation avec des instruments financiers, https://register.fca.org.uk/ShPo_FirmDetailsPage?id=001b000000Op9S8AAJ consulté le 15.09.2019, 16:36, le modèle d'entreprise, selon la société, faisant référence à des produits financiers symboliques, <https://londondx.com/about/> consulté le 15.09.2019, 16:36.

¹⁵⁷ Pour la définition des marchés de capitaux (organisés), voir le titre II, chapitre II.2.3.1b.

¹⁵⁸ Cf. pour les jetons en tant qu'instruments financiers en détail le Titre II, chapitre II.2.3II.2.3.5 et pour les questions spécifiques également II.2.2.2 ; cf. pour les places de marché décentralisées (DEX) le Titre II, chapitre II.2.II.2.5 en liaison avec le chapitre II.2.II.2.4.

mécanisme dit de liste blanche, au moyen duquel les droits d'adhésion symboliques ne peuvent être transférés qu'à des adresses dont les personnes autorisées sont identifiées, étant donné que le droit des sociétés exige qu'une société connaisse ses membres.

3.5 Papiers d'endossement et de nom pur sous forme de jetons

76 Le transfert d'un titre à la propriété s'effectue généralement par le biais d'un contrat écrit et du transfert du titre.¹⁵⁹ Cette disposition s'applique aux titres nominatifs¹⁶⁰, aux carnets de commandes et aux¹⁶¹ titres au porteur.¹⁶² Toutefois, il convient de noter que le droit réel fait référence au papier physique, le certificat de sécurité.¹⁶³ Ces dispositions¹⁶⁴ ne s'appliquent donc qu'aux droits d'adhésion et de créance titrisés. Toutefois, les dispositions générales du PGR contiennent également une exigence de forme écrite pour le transfert des droits d'adhésion et de créance, à condition qu'aucune garantie n'ait été émise pour ces droits.¹⁶⁵ Toutefois, la loi sur les sociétés par actions prévoit une disposition spéciale selon laquelle, jusqu'à l'émission de titres, la relation juridique entre le souscripteur et la société est régie par le droit des obligations. Ces titres peuvent donc être cédés sans qu'il soit nécessaire de recourir à la forme écrite dans le cadre d'une opération d'engagement

¹⁵⁹ § Section 75(1) de la division finale du PGR.

¹⁶⁰ §§ Sections 82 et suivantes de la division finale sur le PGR.

¹⁶¹ §§ Sections 87 et suivantes de la dernière section sur le PGR.

¹⁶² §§ Sections 95 et suivantes de la division finale du PGR.

¹⁶³ Voir le chapitre I.3.1.

¹⁶⁴ § Les articles 75(1) et 82 de la division finale du PGR. en liaison avec l'article 322(2) du PGR.

¹⁶⁵ Article 149, paragraphe 3, du RPG.

ou de cession - au moyen d'une cession par signature.¹⁶⁶ En l'absence d'un facteur de rattachement réel, aucun droit de propriété ne peut toutefois être invoqué à l'encontre de ces titres intermédiés. L'applicabilité dite fonctionnellement adéquate des dispositions du droit de la propriété aux jetons tient compte de cette circonstance dans le TVTG.¹⁶⁷ Les droits de valeur ne sont donc pas soumis à la réglementation sur les valeurs mobilières.

Les titres qui sont établis sur commande doivent être transférés par endossement. Un endossement a l'effet d'une déclaration de cession placée sur l'acte. L'endossement est donc un transfert ou une note d'émission. Les¹⁶⁸ actes établis sur ordre sont au nom d'un ayant droit et sont également établis sur ordre, c'est pourquoi un débiteur peut effectuer un paiement à la personne établie sur ordre ou figurant dans l'endossement avec effet libératoire. Sans tenir compte de la différence entre

¹⁶⁶ Art 322 (2) PGR comme *lex specialis* à l'Art 149 (3) PGR ; cf. chapitre I.3.1 ; les dispositions sur les titres dans la dernière section du PGR prévalent sur les dispositions du droit des sociétés (cf. L'introduction de dispositions sur les titres en compte dans l'article 81a de la division finale du PGR tel que modifié par la loi fédérale sur la télévision privée 2019/54 semble être une rupture dogmatique avec le TVTG, car pour la première fois, les droits de propriété sont réglementés par les dispositions sur les titres. Toutefois, cette disposition n'exige pas de contrat écrit pour le transfert ultérieur du droit d'inscription en compte.

¹⁶⁷ Cf. par exemple le BuA 2019/54, S 126 ou la section 81a (4) de la division finale du PGR telle que modifiée par le BuA 2019/54.

¹⁶⁸ § Article 75, paragraphe 2, en liaison avec l'article 76, paragraphe 1, de la section finale du PGR ; voir également l'article 94, paragraphe 1, de la section finale du PGR.

l'ordre et les titres nominatifs authentiques, ¹⁶⁹*Layr/Marxer déclarent qu'un endossement est nécessaire pour le transfert d'actions nominatives. On a apparemment négligé le fait que les titres nominatifs ne constituent des carnets de commandes qu'en cas de doute - c'est-à-dire dans la règle du dispositif, mais pas nécessairement - sauf si les statuts en disposent autrement. Toutefois, si des actions nominatives pures ou authentiques sont émises en vertu des statuts, l'exigence de transfert d'un endossement, qui n'est prévue que pour les feuilles d'ordre, n'est pas applicable.¹⁷⁰*

- 78 En ce qui concerne les statuts, il est donc possible d'émettre des actions nominatives en tant que véritables actions nominatives, dites "actions recta" ou "papiers recta", qui peuvent être cédées sous forme dématérialisée.¹⁷¹ Comme nous l'avons déjà expliqué, les titres ne sont, à la différence des titres intermédiés, transférables que par le biais d'un contrat écrit et d'une livraison effective ; les titres intermédiés, en revanche, peuvent être cédés sans qu'un accord écrit soit nécessaire.¹⁷² Par consé-

¹⁶⁹ *Layr/Marxer*, Nature juridique et transfert de "jetons" du point de vue du Liechtenstein, LJZ 1/19, p 11 (16).

¹⁷⁰ Art 327(1) du PGR. Cf. également l'art. 974 CO pour la distinction entre un titre inscrit et un titre d'ordre en droit suisse.

¹⁷¹ *Forstmoser/Meier-Hayoz/Nobel*, droit suisse des sociétés, §43 N 34 et suivants ; voir également BuA 2019/54, p 119, sur les titres nominatifs véritables.

¹⁷² Cf. sur la possibilité de cession des droits d'adhésion ou de revendication conservés dans les livres (sous forme de jetons) *Layr/Marxer*, nature juridique et transfert des "jetons" du point de vue du Liechtenstein, LJZ 1/19, p 11 (16). En cas de représentation technique d'un droit d'adhésion ou de revendication (droit de valeur ou droit de propriété) conservé dans le livre de comptes sous forme de jeton, le transfert juridiquement efficace peut être effectué par le transfert du jeton.

quent, la question ne se pose pas de savoir si les jetons peuvent constituer des bons de commande et comment un endossement doit être effectué ici ; au contraire, en l'absence de titrisation dans un acte, ces titres inscrits en compte ne sont pas des titres et ne sont donc pas conformes aux dispositions relatives aux exigences formelles, telles qu'un contrat écrit ou un endossement.

La déclaration du rapport et de la motion sur le TVTG¹⁷³, selon laquelle 79
les actions nominatives pourront également être émises à l'avenir sous forme de titres inscrits en compte, manque donc d'éléments nouveaux significatifs, puisque cela était également possible jusqu'à présent en vertu du droit liechtensteinois. Ce qui est essentiel, cependant, c'est qu'à l'avenir, les actions nominatives, ainsi que d'autres droits d'adhésion ou de créance, puissent être émis sous forme de titres non matérialisés ayant la même fonction que les valeurs mobilières. Par conséquent, la réglementation de ces titres inscrits en compte conformément à l'article 81a de la division finale du PGR, tel que modifié par le Journal officiel fédéral 2019/93, dans la section sur les titres, est logique et bienvenue. En conséquence, les textes législatifs précisent également que *"en cas de transfert d'un droit d'inscription en compte qui est considéré comme un instrument d'ordre, l'inscription au registre des titres intermédiés a tous les effets d'un endossement"*.¹⁷⁴ En outre, l'égalité de traitement des titres et des droits ayant la même fonction que les titres (titres inscrits en compte représentant des créances, des droits d'affiliation ou des droits de propriété) doit être saluée, car cela signifie que les dispositions du droit de la propriété, en référence aux documents législatifs sur le

¹⁷³ BuA 2019/54, p 119.

¹⁷⁴ BuA 2019/54, p 119.

TVTG et le PGR tels que modifiés par le Journal officiel fédéral 2019/54, sont généralement appliquées aux titres inscrits en compte de manière adéquate sur le plan fonctionnel. En même temps, le résultat pour les titres inscrits en compte selon le TVTG est strict en raison de l'écart entre le principe de causalité et le principe d'absolution, car le jeton ne peut pas être indexé en cas d'opération d'engagement défectueuse - cela conduit simplement à une opération inverse en vertu du droit de la condamnation, comme ce serait le cas autrement également pour les créances.¹⁷⁵ Toutefois, le destinataire de bonne foi d'une marchandise a toujours la priorité sur le destinataire de bonne foi d'un document ou d'un droit relatif à la marchandise de toute façon. En¹⁷⁶ outre, il existe la possibilité d'émettre des titres sans certificat conformément au PGR tel que modifié par le Journal officiel fédéral 2019/93 avec la même fonction que les titres, qui sont toujours soumis à l'ordre de droit civil du principe de causalité.¹⁷⁷

4. Classification de droit civil des jetons en vertu de la loi liechtensteinoise sur les chaînes d'approvisionnement (TVTG)

80 Comme nous l'avons déjà brièvement indiqué au début du chapitre 1 jetons ne représentent pas des objets selon le droit de la propriété du Liechtenstein ; selon cette interprétation, il n'y a pas de "res digitalis".¹⁷⁸

81 Le TVTG, tel que modifié par la loi fédérale sur la radiodiffusion 2019/54, stipule qu'en vertu de cette loi, les dispositions du droit de la

¹⁷⁵ BuA 2019/54, p. 203 ; voir également les chapitres I.3 et I.4.

¹⁷⁶ Art 504 al. 2 SR.

¹⁷⁷ Voir le chapitre I.4 suivant pour plus de détails.

¹⁷⁸ Note : création de mots néo-latins pour "chose numérique".

propriété doivent être appliquées aux règlements de radiodiffusion de droit civil d'une manière fonctionnellement adéquate, c'est-à-dire par analogie, mais pas de manière équivalente.¹⁷⁹ Une chose ne peut pas être directement représentée dans un jeton, mais le TVTG stipule que le droit réel sur une chose peut être abstrait ou extrait et représenté dans un jeton - ou que le droit réel de cession en conséquence du droit de propriété intégral peut être représenté dans le jeton.¹⁸⁰ Cela a pour conséquence que les jetons peuvent également être acquis de bonne foi.¹⁸¹ Toutefois, lors de l'acquisition de bonne foi d'un jeton qui représente un droit de propriété - par exemple d'une marchandise - l'art. 504 RS doit encore être observé, car un tel jeton correspond effectivement à un document commercial ; par conséquent, l'acquéreur de bonne foi de la marchandise prime sur l'acquéreur de bonne foi du jeton.¹⁸²

¹⁷⁹ BuA 2019/54, S 126, 166, 184 à 186, 197, 202, 203 et 210.

¹⁸⁰ BuA 2019/54, p 184.

¹⁸¹ Voir BuA 2019/54, p 210.

¹⁸² Cf. également le chapitre I.1.2 sur la distinction entre un instrument sur matières premières et un instrument financier ; ce n'est qu'au moyen d'un depositum regulare ou d'une représentation du droit à une pièce spécifique d'une matière première que la normalisation prudentielle (d'une créance sur matières premières ; en cas d'émission massive de tels jetons) peut être empêchée et, par conséquent, la qualification à des fins prudentielles d'un instrument financier (avec la présence supplémentaire de la transférabilité et de la négociabilité) peut être empêchée ; cf. sur les éléments constitutifs des valeurs mobilières en tant qu'instruments financiers Titre II, chapitre II.2.3 ; NB : Les bons (électroniques) émis par un émetteur pour l'achat de biens ou de services ne constituent normalement pas des valeurs mobilières s'ils sont traités comme des instruments de paiement, ce qui exclut l'existence d'un instrument financier (cf. art. 3a al. 1 n° 42 de la loi sur les banques et art. 4 al. 1 n° 44 MiFID II) ; Mais en même temps, ces bons ne relèvent pas non plus, dans une large mesure, du

82 En outre, l'application fonctionnellement adéquate des dispositions du droit de la propriété à l'ordre de transfert des jetons aurait en principe pour conséquence de rendre un jeton accessible pour la revendication du droit de la propriété si l'opération d'engagement devait être défectueuse ou cesser d'exister pour une raison quelconque. Toutefois, l'applicabilité de la *Rei Vindicatio* aux titres intermédiés sous forme de jetons selon le TVTG est bloquée par le fait que le principe de causalité - qui prévaut au Liechtenstein - a été abandonné pour l'ordre de transmission des jetons selon le TVTG et que le principe d'absolution est maintenant appliqué à cet ordre de transmission de jetons de droit civil selon le TVTG.¹⁸³

83 À cet égard, on peut lire ce qui suit dans les documents juridiques du TVTG : *"Le gouvernement considère qu'il est exact que le droit de la propriété du Liechtenstein ne reconnaît pas le principe d'abstraction, mais que les transactions d'obligation et de disposition doivent être juridiquement efficaces pour qu'une disposition ait lieu sur la base du principe de causalité. Toutefois, si le principe de causalité est suivi, la transaction devrait être annulée en vertu du droit de la propriété (ex tunc) et le jeton, qui est soumis à un ordre auquel le droit de la propriété s'applique de manière fonctionnellement adéquate, pourrait être indexé, ce qui serait en contradiction avec les systèmes de FP et, en particulier, leur finalité. Toutefois, en vertu du principe d'abstraction, seule une créance d'enrichissement peut être invoquée ex nunc et l'on s'expose au risque général de faillite. Toutefois, cela serait également comparable à un*

champ d'application de la PSD II ou de la ZDG dans le cas standard, puisque l'exception de zone des réseaux limités s'applique (considérant 14 de la PSD II ; toutefois, depuis l'entrée en vigueur de la PSD, l'exception doit être notifiée à l'autorité nationale de surveillance et justifiée - art. 37 PSD II).

¹⁸³ BuA 2019/54, S 197 et 203

*transfert d'une somme d'argent via une banque. En raison de l'absence d'un statut de l'argent au regard du droit de la propriété, celui-ci ne peut être annulé en vertu du droit de la propriété, mais une opération inverse est effectuée en vertu du droit de l'enrichissement ; les opérations ne sont pas non plus supprimées ou annulées du système bancaire principal.*¹⁸⁴

Il s'agit essentiellement de l'approuver. Dans le rapport de consultation sur le VTG, ce trait distinctif n'était pas encore aussi clairement délimité et reste dogmatiquement imprécis.¹⁸⁵ Si l'on devait considérer que 84

¹⁸⁴ BuA 2019/54, p. 197.

¹⁸⁵ Cf. les commentaires du gouvernement dans le VnB sur la VTG du 28.08.2018, p. 57 f : *"La relation entre l'obligation et l'opération de cession peut soit être réglée de telle sorte que la cession n'ait aucun effet sans une opération sous-jacente effective (principe de causalité, s'applique par exemple dans le droit suisse sur les biens meubles et immeubles et dans le droit autrichien), soit que la cession ait également un effet sans une opération sous-jacente effective (principe d'abstraction, qui est suivi par le code civil allemand). L'importance pratique des deux systèmes ne doit pas être surestimée. Si l'opération sous-jacente n'est pas valable, les effets de la disposition peuvent ne pas être définitifs dans les deux cas. Si le principe d'abstraction s'applique, le règlement est effectué conformément aux principes du droit de l'enrichissement, tandis que dans le cas du principe de causalité, la cession est traitée comme si elle n'avait pas eu lieu. Les différences entre le principe de causalité et le principe d'abstraction sont encore relativisées par le fait que les motifs de nullité peuvent couvrir à la fois l'obligation et l'opération de cession (ce qu'on appelle l'identité d'erreur). La différence est particulièrement importante dans le cas de la faillite de l'acquéreur, car en vertu du principe abstrait, la partie qui dispose des actifs sans motif n'a qu'une créance d'enrichissement sur la masse de la faillite et supporte donc le risque d'insolvabilité de l'acquéreur. L'immuabilité des transmissions sur les systèmes de TV suggère que le principe d'abstraction devrait être appliqué aux dispositions des jetons, c'est-à-dire qu'ils devraient être considérés comme efficaces même si une transaction d'engagement effective n'a pas été conclue (par exemple pour cause d'illégalité) ou a cessé d'exister par la suite (par exemple en raison d'une contestation due à une erreur). Le principe de causalité con-*

l'introduction du principe d'abstraction mettrait l'entreprise dans une position plus défavorable en cas de faillite - en cas d'invalidité de l'opération d'engagement - étant donné que l'opération ne pourrait être annulée qu'en vertu du droit de l'enrichissement sans cause et qu'un créancier serait ainsi renvoyé à la quote-part en vertu du droit de la faillite, il faudrait alors opposer à cette idée qu'une telle contrepartie ne serait pas suffisante, car le principe de causalité ne permet une revendication que dans le cas d'objets ; en revanche, les créances doivent toujours être annulées en vertu du droit de l'enrichissement sans cause. Cela ne concerne pas seulement les créances monétaires, mais il convient de noter que les jetons qui représentent des titres intermédiés ou des titres intermédiés en général (du moins selon la situation juridique avant l'entrée en vigueur de la TVTG) ne représentent que des créances et ne devraient donc être contre-passés en vertu du droit de l'enrichissement que s'il y avait un défaut dans l'opération de titre. En fait, cela n'entraîne pas une situation pire en cas de faillite en raison du principe d'abstraction, puisque déjà selon le principe de causalité, les créances

duirait dans ce cas à une divergence entre la situation juridique nominale et les circonstances factuelles documentées dans le système de FP. Cela ne signifie pas que la disposition est définitive, mais seulement qu'elle doit être annulée selon les règles du droit de l'enrichissement par l'acquéreur injustement enrichi qui transfère à nouveau les jetons à l'éliminateur non fondé au moyen d'un nouveau processus de transfert (ou, si nécessaire, en y étant contraint par une décision de justice). Contrairement à ce point de vue représenté dans le VnB sur le VTG et corrigé dans le Journal officiel du budget fédéral 2019/54 sur le TVTG, le principe de causalité exigerait également un dénouement en vertu du droit de l'enrichissement si l'opération sur titres était interrompue, à condition qu'un jeton ne soit pas traité en vertu du droit de la propriété, ce qui est conforme à la situation juridique avant le TVTG.

ne peuvent être contre-passées en vertu du droit de l'enrichissement que si l'opération sous-jacente cesse d'exister.¹⁸⁶

En ce qui concerne la résolution en vertu du droit de l'enrichissement 85 sans cause, il convient de distinguer si la résolution est effectuée ex tunc en vertu du droit des obligations et du droit des biens, ou ex tunc en vertu du droit des obligations et ex nunc en vertu du droit des biens.¹⁸⁷ Cette question est étroitement liée à l'appréciation de la *condictio effectivement appliquée* - *condictio sine causa* selon le¹⁸⁸ § 877 ABGB, *condictio indebiti* selon le¹⁸⁹ § 1431 ABGB, *condictio ob causam finitam*

¹⁸⁶ Voir chapitre I.3 FN 129.

¹⁸⁷ Il s'agit de l'obligation en vertu du droit des obligations et de la transaction *in rem*.

¹⁸⁸ La *condictio sine causa*, comme son nom l'indique, désigne le recouvrement de services sur la base d'un contrat qui a été contesté par manque de volonté, raison pour laquelle le contrat doit être annulé ex tunc conformément au droit des obligations et des biens (recouvrement par élimination de la transaction *causa/causale*). Cf. *Pletzer* dans *Kletečka/Schauer*, ABGB-ON 1.02, § 877, paragraphe 2. La *condictio sine causa* peut concurrencer la *condictio indebiti*, la *condictio causa data causa non secuta*, l'action en propriété et les demandes de dommages et intérêts - cf. *idem*, paragraphe 24 mwN.

¹⁸⁹ La *condictio indebiti* régit la reprise d'une dette après le paiement d'une non dette ; un créancier de copropriété effectue un paiement dans l'intention de remplir une obligation, qui n'existe cependant pas, ce qui entraîne un paiement sans fondement juridique. Voir *Lurger* dans *Kletečka/Schauer*, ABGB-ON 1.06, § 1431, Rz 1 f.

(*condictio causa finita*)¹⁹⁰ ou *condictio causa data causa non secuta*¹⁹¹, qui sont toutes deux régies par le § 1435 ABGB (cette dernière *condictio* ne découle toutefois de cette disposition que par analogie).

4.1 Valoriser les droits selon le TVTG (principe d'abstraction) et le PGR (principe de causalité)

86 Il convient de noter, même si cela n'a pas été particulièrement souligné dans les documents législatifs, que les titres inscrits en compte constituent des droits ayant la même fonction que les titres en vertu de la section 81a de la division finale du PGR, telle que modifiée par le BuA 2019/54 ou le BuA 2019/93. Outre leur fonction de preuve, de libération, de légitimation et de transport, les titres intermédiés ont donc également une fonction de protection du trafic.¹⁹²

87 Le législateur l'a également explicitement normalisé dans le § 81a al. 5 de la section finale du PGR tel que modifié par le Journal officiel fédéral 2019/93 : *"Toute personne qui acquiert de bonne foi des titres intermédiés ou des droits sur des titres intermédiés auprès de la personne inscrite au registre*

¹⁹⁰ La *condictio causa finita* règle le cas de la cessation ultérieure d'une responsabilité, dans lequel un effet *ex tunc* du droit des obligations et un effet *ex nunc* du droit de la propriété s'appliquent (par exemple en cas de conversion, de réduction de prix ou de retrait). Voir Lurger dans *Kletečka/Schauer*, ABGB-ON 1.06, § 1431, Rz 1 et § 1435, Rz 1 f.

¹⁹¹ Également *condictio ob rem* (*dati re non secuta*) ou *condictio ob causam datorum*, qui vise à l'annulation des prestations qui n'ont pas été utilisées aux fins prévues.

¹⁹² Les dispositions générales de la loi sur les valeurs mobilières des § 73 et suivants de la division finale du PGR doivent être appliquées de manière équivalente aux titres inscrits en compte nouvellement introduits ; en particulier, le transfert à la propriété du § 75 *leg cit* est important à cet égard.

des titres intermédiés est protégée dans son acquisition, même si le vendeur n'était pas autorisé à disposer des titres intermédiés. En contrepartie de simples droits de créance, le droit des titres prévoit l'acquisition de titres ou de droits représentés par ceux-ci de bonne foi dans le cadre de la fonction de protection du marché, puisque le droit titrisé suit le droit sur papier et donc les règles du droit de la propriété. Les¹⁹³ titres inscrits en compte conformément à l'article 81a de la section finale du PGR, tel que modifié par le Journal officiel fédéral 2019/54, ont également cette fonction, mais " [dans le cas des titres inscrits en compte,] l'inscription au registre des titres inscrits en compte remplace la propriété du certificat. Un acquéreur qui acquiert de bonne foi auprès de la personne inscrite au registre des titres intermédiés doit être protégé dans son acquisition, même si cette personne n'était pas autorisée à disposer des droits en vertu du droit matériel".¹⁹⁴ L'aphorisme "le droit sur papier suit le droit sur papier" s'¹⁹⁵applique donc également, par analogie, aux titres inscrits en compte créés en vertu de la BA 2019/54 ; le droit sur le livre suit le "droit sur le livre", le registre des titres inscrits en compte ou l'inscription dans celui-ci étant de nature correspondante et réelle. Avec l'inscription d'un droit dans un tel registre des droits d'inscription, "un droit de créance ou d'adhésion existant est soumis aux règles de légitimation et de transfert prévues par le droit de la valeur. En termes fonctionnels, l'inscription au registre des droits d'inscription en compte est l'équivalent du transfert du certificat [...]".¹⁹⁶ Cela signifie également que les nouveaux titres inscrits en compte codifiés dans le

¹⁹³ Frick, Die Aktienarten nach liechtensteinischem Aktienrecht, p 97 ; voir également le chapitre I.2.3.

¹⁹⁴ BuA 2019/54, S 314

¹⁹⁵ Frick, Die Aktienarten nach liechtensteinischen Aktienrecht, S 97, mwN.

¹⁹⁶ BuA 2019/54, page 314.

PGR doivent être soumis au règlement de transfert du droit de propriété, car il est fait référence au règlement de transfert du droit de la valeur. Les règles de transmission en droit de la valeur sont les mêmes que les règles de transmission en droit des valeurs mobilières, car les documents juridiques stipulent que les titres inscrits en compte sont des droits ayant la même fonction que les valeurs mobilières. Par conséquent, la fonction de transport de ces titres inscrits en compte conformément au PGR tel que modifié par le BuA 2019/54 et le BuA 2019/93 s'applique également à ces titres inscrits en compte de la même manière qu'aux titres, le transfert du droit sur le papier par le transfert du papier étant remplacé par le transfert du droit du registre des titres inscrits en compte par le transfert du droit au registre des titres inscrits en compte - ou par l'inscription dans ce dernier.

- 88 Cette argumentation repose sur le fait que le registre des droits d'inscription en compte ne remplace pas les registres des actions tels que le registre des actions ou le registre des parts et que ceux-ci doivent être tenus indépendamment de la tenue d'un registre des droits d'inscription en compte.¹⁹⁷ Cela montre que le registre des droits d'inscription en compte n'est pas seulement une liste d'actions, mais qu'il a, dans le cas des titres sans certificat, la même fonction que le certificat au regard du droit des valeurs mobilières.
- 89 La doctrine suisse est également de cet avis en ce qui concerne les titres : *"Si une base juridique comparable à la propriété fait défaut dans le transfert de titres de créance non titrisés, elle existe certainement dans le cas des titres*

¹⁹⁷ BuA 2019/54, page 313.

*intermédiés sous la forme de l'inscription au registre des titres intermédiés qui est constitutive du titre intermédié [...].*¹⁹⁸

C'est également le résultat des commentaires sur les points essentiels de la loi sur les valeurs mobilières et les titres dans le projet de loi visant à créer le TVTG et la modification d'autres lois. Par exemple, le gouvernement déclare que les titres inscrits en compte sont des "droits non titrisés qui sont structurés de telle sorte qu'ils remplissent les mêmes fonctions qu'un titre de la foi publique". Les fonctions suivantes leur sont généralement attribuées : le simple transfert du droit par le transfert de l'acte (éventuellement endossé) (fonction de transport) ; la légitimation de la personne de contact par la possession de l'acte (fonction de légitimation) ou la libération du débiteur en cas de paiement au (éventuellement le titulaire de l'acte (éventuellement légitimé par le droit des titres) (fonction de libération) ; acquisition de bonne foi du droit selon les principes du droit des biens (fonction de protection de la circulation) ; limitation des moyens de défense à ceux qui sont dirigés contre la validité de l'acte ou qui résultent de l'acte (limitation des moyens de défense) Dans le cas des titres conventionnels, toutes ces fonctions sont basées sur la titrisation du droit dans un acte ou la possession de cet acte. Dans le cas des titres inscrits en compte, il est renoncé à la représentation du droit ; un registre est utilisé à la place de l'acte. Les titres intermédiés [...] peuvent également être acquis de bonne foi par la personne inscrite au registre en tant que propriétaire légitime. La fonction de transport, la fonction de légitimation, la fonction de libération, la fonction de protection du trafic et la limitation des objections sont toutes basées sur l'inscription au registre. Cela signifie qu'un

¹⁹⁸ Jung, La part comme effets dans le commentaire de Zurich, art. 622 CO, N 136 s.

*droit de valeur réelle a toutes les fonctions d'une garantie (équivalence fonctionnelle).*¹⁹⁹

- 91 Ce qui est particulièrement remarquable dans ces dessins et modèles, ce sont effectivement trois aspects liés entre eux. Premièrement, la mention de la fonction de transport en plus de toutes les autres fonctions des titres, deuxièmement, l'affirmation qu'un droit d'inscription en compte a également toutes ces fonctions d'un titre (équivalence des fonctions et pas seulement simple utilisation) et troisièmement, l'accent mis sur la propriété d'une personne inscrite au registre comme ayant le droit de disposer des droits d'inscription en compte. Tous ces aspects, individuellement et collectivement, sont fondés sur le caractère de droit de propriété des titres inscrits en compte nouvellement codifiés. Bien que le § 81a de la dernière section de la PGR puisse être modelé sur le libellé de l'article 973c de la ChOR, le contenu de cette disposition va dans une direction diamétralement opposée. Selon la²⁰⁰ doctrine suisse en vigueur, la loi suisse sur les titres intermédiés de l'art. 973c de la ChOR n'a pas les fonctions d'un titre et ne les traite pas en termes de droit patrimonial, car, selon la dogmatique suisse, ils n'ont pas de fonction de transport ; par conséquent, l'acquisition de tels titres intermédiés de bonne foi n'est pas possible en droit suisse.²⁰¹
- 92 Cette différence par rapport à la situation juridique suisse en matière de titres intermédiés a été soulignée avec force par le législateur : "*Cette*

¹⁹⁹ BuA 2019/54, p 110 f.

²⁰⁰ BuA 2019/54, p 120.

²⁰¹ Kuhn in CHK - Commentaire sur le droit privé suisse, Art 973c OR, N 1b.

équivalence fonctionnelle justifie l'équivalence sans restriction des titres intermédiiés avec les titres au sens du § 81a SchlT PGR".²⁰² Cependant, le législateur liechtensteinois a fait un pas de plus et, avec l'introduction de la TVTG et la modification d'autres lois, il a non seulement posé un jalon juridique qui pourrait potentiellement être équivalent à celui de la PGR à l'avenir, mais il a également annoncé ce qui est probablement la plus grande rupture dans le dogme du droit civil depuis l'existence de l'ABGB : *"Rien ne dit dans le § 81a SchlT PGR quels droits peuvent être représentés sous forme de droits de valeur. Dans la pratique, l'accent sera mis sur les créances fongibles d'une part et sur les droits d'appartenance à des sociétés et à des entreprises d'autre part. Mais en principe, il doit être possible de titriser tous les types de droits subjectifs qui peuvent faire l'objet d'opérations juridiques"*.²⁰³ Cela signifie qu'à l'avenir, tous les droits - qu'ils soient réels ou issus du droit des obligations - pourront être titrisés dans un registre de titres inscrits en compte et seront donc soumis aux dispositions du droit des valeurs mobilières et du droit des titres et donc aux dispositions du droit de la propriété. La plus grande nouveauté que le projet de loi apporte en rapport avec la loi du Liechtenstein sur les

²⁰² BuA 2019/54, p 111.

²⁰³ BuA 219/54, p. 111 ; la terminologie "titrisation" semble quelque peu vague, car il reste à savoir si le législateur considère l'inscription d'un droit d'inscription en compte dans le registre des droits d'inscription en compte comme une titrisation, d'autant plus que le BuA 2019/54 fait par ailleurs constamment référence à la représentation ou à la description des droits. Cependant, l'utilisation du mot "titriser" en référence à la nature de droit de propriété des titres inscrits en compte semble être tout à fait concluante en raison de l'équivalence fonctionnelle avec les titres. Voir également BuA 2019/54, p. 115 : *"Dans le cas des titres intermédiiés, la propriété du certificat est remplacée par l'inscription au registre des titres intermédiiés."*

chaînes en bloc, comme on l'appelle, ne semble même pas se trouver dans le TVTG.

- 93 Il convient toutefois de noter que le registre des droits d'inscription en compte doit être organisé de manière à exclure tout empiètement non autorisé du débiteur sur les droits du créancier, faute de²⁰⁴quoi il n'existe pas de registre des droits d'inscription en compte, car cela pourrait donner lieu à des abus massifs de la part du débiteur. Outre la tenue du registre des droits d'inscription sur un système fiable au sens de la TVTG (base de données décentralisée), la sous-traitance à un tiers indépendant pour répondre à ces exigences est également envisageable.²⁰⁵
- 94 Le législateur stipule également que le registre des droits d'inscription peut être tenu sous n'importe quelle forme et ne doit pas nécessairement être tenu sous forme physique afin de respecter les dispositions du droit de la propriété ; au lieu de cela, le registre des droits d'inscription peut également être tenu sous forme électronique. En outre, le registre des droits d'inscription en compte peut également être tenu sur des bases de données décentralisées au sens du TVTG.²⁰⁶ Il convient de noter que la simple tenue du registre des droits d'inscription sur une base de données décentralisée au sens du TVTG n'entraîne pas encore l'applicabilité des règles de transmission des droits d'inscription au TVTG telles que modifiées par la loi fédérale sur la surveillance de la radiodiffusion 2019/93 ; à cette fin, les droits d'inscription devraient être gérés sous forme de jetons sur un système VT.

²⁰⁴ § Section 81a (2) de la dernière section du PGR telle que modifiée par le BuA 2019/93 (ce passage a été oublié dans le BuA 2019/54 en raison d'une erreur rédactionnelle - voir BuA 2019/93, p. 74).

²⁰⁵ BuA 2019/54, p 113.

²⁰⁶ BuA 2019/54, page 313.

Compte tenu de la situation financière et commerciale libérale du Liechtenstein, la nouvelle réglementation des titres inscrits en compte dans le cadre de la TVTG et de la PGR, toutes deux modifiées respectivement en 2019/54 et 2019/93, permet une disposition maximale. Outre l'émission de titres, les opérateurs économiques pourront à l'avenir choisir s'ils émettent des titres sans certificat en vertu de la TVTG, auxquels les dispositions du droit de la propriété s'appliquent d'une manière fonctionnellement adéquate, le principe d'abstraction s'appliquant, ou s'ils émettent des titres sans certificat en vertu du nouvel article 81a de la division finale du PGR, auxquels les dispositions du droit de la propriété s'appliquent d'une manière fonctionnellement équivalente, tout en restant dans le cadre du régime de droit civil coutumier du principe de causalité. Ces titres inscrits en compte conformément au PGR tel que modifié par le Journal officiel fédéral 2019/93 peuvent également être réclamés en vertu du droit de la propriété si une opération sur titre est interrompue. Il²⁰⁷ semble qu'il s'agisse d'une révolution cachée de la loi sur les valeurs mobilières et du régime des droits d'inscription en compte avec l'introduction du TVTG, qui doit être situé en dehors du TVTG, d'autant plus qu'il semble que cette circonstance essentielle n'ait guère été prise en compte dans le processus législatif. En outre, d'un point de vue économique, ces droits d'inscription en compte peuvent être plus intéressants que les droits d'inscription en compte symboliques prévus par la TVTG conformément à l'article 81a de la division finale du PGR telle que modifiée par le Journal

²⁰⁷ Ceci malgré le fait qu'il manque fondamentalement un élément de corporalité ; cependant, un tel élément est supposé par le biais du registre des droits d'inscription en compte ou de l'inscription constitutive dans celui-ci, ce qui entraîne le traitement du droit de propriété.

officiel fédéral 2019/93, étant donné que les exigences en matière de capital minimum prévues à l'article 16 de la TVTG telle que modifiée par le Journal officiel fédéral 2019/93 ne s'appliquent pas.

- 96 Ainsi, si une transaction obligatoire effective n'a pas lieu ou si une telle transaction cesse d'exister par la suite, les titres en compte symboliques en vertu du TVTG doivent être annulés en vertu de la loi sur l'enrichissement sur la base du principe d'abstraction, tandis que les titres en compte peuvent être indexés en vertu du PGR tel que modifié par le Journal officiel fédéral 2019/93 sur les questions de droit civil sur la base du principe de causalité.²⁰⁸
- 97 Afin de pouvoir comprendre ces aspects en détail, une digression générale sur le principe de causalité et d'abstraction et le conflit de paradigmes qui y est lié dans les systèmes de droit civil de l'Europe (centrale) suivra - *"Le contrat in rem et la relation à la causa est un problème dogmatique aussi ancien que central. Néanmoins, de nombreuses questions restent sans réponse"*.²⁰⁹
- 98 Les principes de causalité et d'abstraction régissent la relation entre la transaction d'engagement et la²¹⁰ transaction de cession - entre le titre et le mode. L'acquisition de la propriété est très différente dans les pays germanophones. Conformément au principe du consensus, le droit allemand est basé sur un contrat abstrait de transfert de propriété consistant en un consensus de volonté et un transfert effectif. En revanche, le droit autrichien, suisse et liechtensteinois, conformément au principe

²⁰⁸ Voir également le chapitre I.2.5.

²⁰⁹ Honsell, tradition et cession - causale ou abstraite ? dans FS Wiegand, p. 349

²¹⁰ Également opération de titre, opération sous-jacente, opération causale ou causa.

de causalité, se fonde sur une transaction causale effective, même si le contrat *in rem* n'est pas contesté ici.²¹¹ *"Cette variété déroutante est née du duplex du droit romain. D'une part, la manzipation abstraite ou in iure cessio, qui est détachée de la base juridique, et d'autre part la traditio ex iusta causa.*²¹² Le droit romain connaissait donc à la fois une opération abstraite de cession et un transfert fondé sur un titre juridiquement valable.²¹³ *"Les quatre possibilités ont été développées à partir de ces éléments : le contrat in rem abstrait (droit allemand), le contrat in rem causal (Autriche), la dispense du contrat in rem et le transfert (France, Italie), la dispense non pas du transfert mais du contrat in rem (selon l'opinion minoritaire en Suisse).*²¹⁴ Le principe du consensus suit la maxime selon laquelle la propriété n'est qu'une chose à laquelle on pense, c'est pourquoi elle doit être transférable par consensus et aucune tradition n'est nécessaire, suivant le principe de la publicité. *Savigny* a combiné le principe de la tradition et le principe du consensus dans un troisième principe - le contrat *in rem* - selon lequel un transfert de propriété est requis, mais celui-ci est formulé comme un contrat *in rem* - contrairement à la traditio romaine, qui ne faisait que représenter un fait.²¹⁵

²¹¹ *Honsell*, tradition et cession - causale ou abstraite ? dans *FS Wiegand*, S 349 (p 350 f).

²¹² *Honsell*, tradition et cession - causale ou abstraite ? dans *FS Wiegand*, p. 349 (p. 351).

²¹³ *Ibidem*.

²¹⁴ *Ibidem*.

²¹⁵ *Honsell*, tradition et cession - causale ou abstraite ? dans *FS Wiegand*, S 349 (S 351 f mwN).

S'il existe un consensus dans les juridictions germanophones sur la nature contractuelle du transfert de risques, les avis divergent sur la dépendance à l'égard du motif juridique. Par conséquent, le principe d'abstraction se caractérise par le fait qu'un acquéreur acquiert la propriété, qu'il y ait ou non une transaction obligatoire juridiquement efficace.²¹⁶ Les avantages du principe d'abstraction sont *"la protection du trafic et la liberté de conception ainsi que la flexibilité juridique et la clarté conceptuelle-systématique"*.²¹⁷ En revanche, dans le cas du principe de causalité, les transactions de disposition et les obligations sont accessoires (tradition causale).²¹⁸ Si l'opération d'engagement cesse d'exister, la propriété - au moins d'un article - peut être indiquée. Le principe d'abstraction contribue ainsi à la protection du trafic et à la clarté conceptuelle et juridique, car il différencie plus clairement le droit de la propriété et le droit des obligations que le principe de causalité. Le fait de fonder le principe de causalité sur la transaction juridique a pour conséquence que, selon la relation de dette, la transaction est soit indiquée, soit conférée, et que des constellations apparaissent également

²¹⁶ Idem, p 353.

²¹⁷ Honsell, Tradition and Cession - causal or abstract ? dans FS Wiegand, S 349, S 353, avec référence à Stadler, Gestaltungsfreiheit und Verkehrsschutz durch Abstraktion, S 728 et suivants.

²¹⁸ Même si le terme d'accessoire n'est en principe utilisé qu'en relation avec l'existence de créances et la constitution de garanties pour celles-ci, en règle générale, la garantie n'existe que dans la mesure où la créance existe toujours, c'est-à-dire qu'elle est accessoire à la créance. Contrairement à ce qui se passe en Autriche, dans le cas d'un transfert de propriété à titre de garantie, aucun transfert réel de la propriété d'un titre n'est requis en tant qu'acte de publicité, mais un transfert fictif au moyen d'un institut de possession est suffisant, à condition que cela ait été convenu dans le contrat de garantie. Cf. *Opilio*, Arbeitskommentar zum liechtensteinischen Sachenrecht, Volume I, S 406, Rz 4 (art. 187 en liaison avec l'art. 503 RS).

dans lesquelles un vendeur peut indiquer la valeur d'un objet, tandis qu'un acheteur ne peut exiger que le prix d'achat payé en vertu du droit des concessions.²¹⁹

Honsell considère que la contre-passation des contrats en vertu du droit de la propriété n'est pas appropriée par nature, car selon la transaction sous-jacente, dans un cas le droit de propriété absolu s'applique avec effet erga omnes et dans un autre cas seulement le droit de revendication relatif inter partes et préconise un système uniforme de contre-passation.²²⁰ On ne peut donc pas supposer que l'introduction du principe d'abstraction pour le transfert de jetons conformément au TVTG entraînerait une situation pire, par exemple en cas de faillite, par rapport au principe de causalité applicable par ailleurs. Contrairement à une garantie ou à un autre droit réel, un droit de créance ou de valeur ne peut être conféré que par le biais d'un dépôt. Le TVTG déclare que le droit de la propriété doit être appliqué d'une manière fonctionnellement adéquate, ce qui rendrait possible l'indication des jetons en premier lieu. Toutefois, cela est empêché par l'introduction du principe d'abstraction, car l'opération de cession reste abstraite et sans causa et une contre-passation ne peut être effectuée que conformément au droit de l'enrichissement.²²¹ La situation est différente pour les titres inscrits en

²¹⁹ *Honsell*, tradition et cession - causale ou abstraite ? dans FS *Wiegand*, S 349 (p. 354 f).

²²⁰ *Honsell*, Tradition und Zession - kausal oder abstrakt ?, in FS *Wiegand*, S 349 (S 357) ; cf. également idem, S 360 et suivants, concernant les résultats de la théorie des deux conditions, ainsi que d'autres différences entre le transfert de propriété causal et abstrait (en particulier dans la chaîne de vente, la faillite et la reprise à la partie non autorisée).

²²¹ Voir BuA 2019/54, p. 203.

compte nouvellement introduits dans l'article 81a de la division finale du PGR, tel que modifié par le Journal officiel fédéral 2019/93, qui ont la même fonction que les titres. Elles doivent donc également être traitées dans le cadre du droit de la propriété et peuvent être indexées par la suite, car le principe de causalité continue de s'appliquer au Liechtenstein en dehors de la TVTG.

101 Enfin, et par souci d'exhaustivité et de bon ordre, il convient de noter que le TVTG ne doit en principe être pris en considération que si le droit liechtensteinois est applicable. C'est le cas lorsqu'un prestataire de services de TV dans le cadre du TVTG ayant son siège social au Liechtenstein produit et vend ou émet des jetons, ou lorsque les parties déclarent valablement le TVTG ou le droit matériel liechtensteinois applicable ; le TVTG tel que modifié par le BuA 2019/54 ou également le BuA 2019/93 mentionne cette possibilité dans son article 3, paragraphe 2. Il convient également de noter qu'une pièce ou un jeton peut également être généré et vendu ou émis sur la base d'une base de données centrale au lieu d'une base de données décentralisée (technologie basée sur la DLT ou chaîne de blocs ou technologie fiable au sens du TVTG) - dans ce cas, le champ d'application du TVTG n'est pas ouvert d'emblée, car l'article 2, paragraphe 1, point c du TVTG prévoit obligatoirement qu'un jeton est une information sur un système de TV. Le caractère essentiel d'un système de FP est donc la décentralisation, comme c'est le cas de la technologie des chaînes de blocs, par exemple.

4.2 Conclusion Principe d'abstraction et de causalité après l'introduction du TVTG

102

Le BuA 2019/93 introduit des droits à valeur selon le TVTG (droits à valeur représentés par un jeton sur un système VT) et des droits à valeur selon le PGR. Le transfert de titres inscrits en compte en vertu de l'article 81a de la division finale du PGR tel que modifié 2019/93 suit les règles de transfert de titres. Les documents législatifs indiquent explicitement que les titres inscrits en compte conformément au PGR tel que modifié par le Journal officiel fédéral 2019/93 sont des droits ayant la même fonction que les titres. Ainsi, la fonction de transport s'applique également à ces titres intermédiés. Au lieu de transférer le droit de la garantie par la remise de la garantie, le transfert du droit du registre des droits d'inscription en compte est effectué par le transfert du droit dans le registre des droits d'inscription en compte - c'est-à-dire au moyen d'une inscription.

Le registre des titres inscrits en compte conformément au PGR tel que modifié par le BuA 2019/93 ne doit pas être considéré comme une liste d'actions et doit être tenu indépendamment de ces listes. L'inscription d'un droit dans le registre des titres inscrits en compte a un effet constitutif et, en ce qui concerne les titres inscrits en compte, remplit la même fonction que le certificat de titres. Un droit d'inscription en compte réel a une équivalence fonctionnelle avec les titres ; cela signifie qu'un droit d'inscription en compte selon le PGR tel qu'amendé par 2019/93 a toutes les fonctions d'un titre. Ces droits sur les titres inscrits en compte, comme les titres, ont également une fonction de transport, de légitimation et de libération, de protection du trafic, ainsi que de limitation des objections. 103

Ces fonctions sont basées sur le caractère de droit de propriété des titres inscrits en compte conformément à l'article 81a de la division finale du 104

PGR tel que modifié par le Journal officiel fédéral 2019/93. Bien que le libellé de la disposition se fonde sur l'art. 973c du Code des obligations suisse, la disposition va beaucoup plus loin en termes de contenu, car la disposition suisse refuse le transfert des fonctions d'un titre à des valeurs mobilières sans certificat ; en Suisse, la fonction de transport est refusée en ce qui concerne les valeurs mobilières sans certificat, et par la suite également l'acquisition de la bonne foi.

- 105 Avec le § 81a de la division finale du PGR tel que modifié en 2019/93, le législateur liechtensteinois a cependant annoncé l'une des plus grandes ruptures dans la dogmatique du droit civil, et au risque d'être répétitif, la citation suivante est néanmoins si centrale qu'elle doit être à nouveau soulignée : *"Rien ne dit que le § 81a SchlT PGR indique quels droits peuvent être représentés sous forme de titres intermédiés. Dans la pratique, l'accent sera mis sur les créances fongibles d'une part et sur les droits d'appartenance à des sociétés et à des entreprises d'autre part. Mais en principe, il doit être possible de titriser tous les types de droits subjectifs qui peuvent faire l'objet d'opérations juridiques"*.²²²
- 106 Par conséquent, dans le cadre de ce régime, tous les droits peuvent être inscrits ou titrisés dans un registre de titres inscrits en compte et donc être soumis aux règles de transfert prévues par la législation sur les valeurs mobilières. Par conséquent, ces titres inscrits en compte sont traités comme des droits de propriété. Il convient de noter que les dispositions de fond du régime des valeurs mobilières s'appliquent d'une manière fonctionnellement équivalente aux titres inscrits en compte conformément au PGR tel que modifié en 2019/93 et pas seulement d'une manière fonctionnellement adéquate, comme c'est le cas pour les

²²² BuA 219/54, page 111.

titres inscrits en compte (symboliques) conformément au TVTG tel que modifié en 2019/93. La plus grande révolution en termes juridiques, qui résulte du projet du TVTG et de la modification d'autres lois, ne semble même pas se situer dans le TVTG, mais dans le PGR. Cela est d'autant plus vrai que le principe de causalité continue de s'appliquer aux titres inscrits en compte dans le cadre du PGR tel que modifié par le Journal officiel fédéral 2019/93, tandis que le principe d'abstraction s'applique aux titres inscrits en compte dans le cadre du TVTG.

Les droits en valeur au titre de la PGR peuvent donc être indexés conformément à la nouvelle situation juridique, tandis que les droits en valeur au titre de la TVTG ne peuvent être conférés qu'en raison du principe d'abstraction. Les entreprises peuvent donc choisir, si elles sont structurées de manière appropriée, si elles veulent être soumises au régime du TVTG, auquel la réglementation sur les droits de propriété s'applique de manière fonctionnellement adéquate, ou au régime du PGR tel que modifié en 2019/93, auquel la réglementation sur les droits de propriété s'applique de manière fonctionnellement équivalente. Le PGR continuera à être soumis au principe de causalité, tandis que le TVTG sera soumis au principe d'abstraction. 107

Toutefois, il faut tenir compte du fait qu'un registre de titres inscrits en compte doit être organisé de manière à ce qu'il n'y ait pas d'ingérence injustifiée du débiteur dans les droits du créancier. Si cela ne peut être garanti, il n'y a pas non plus de registre des droits d'inscription en compte, car sinon, un potentiel d'abus très désavantageux se situerait dans les locaux du débiteur. Le registre des droits d'inscription peut également être tenu sous forme électronique et ne doit pas être organisé 108

physiquement pour être soumis aux dispositions du droit de la propriété. Le registre des droits d'inscription peut également être tenu de manière décentralisée, d'autant plus que les technologies décentralisées ou fiables telles que définies par le TVTG sont les mieux adaptées à la tenue du registre des droits d'inscription et peuvent également prévenir les risques d'abus mentionnés ci-dessus. Il est important de noter que la gestion du registre des droits d'inscription en compte ne signifie pas nécessairement que les droits d'inscription en compte doivent également être délivrés sous forme de jetons, ce qui les soumettrait à leur tour au TVTG.

- 109 En fin de compte, on ne peut pas prétendre que l'introduction du principe d'abstraction pour la transmission de jetons conformément au TVTG entraînerait une situation pire, par exemple en cas de faillite, par rapport au principe de causalité applicable par ailleurs. Avant l'entrée en vigueur de la TVTG ou de la PGR telle que modifiée par la loi fédérale sur la surveillance de la sécurité privée (BuA 2019/93), un droit de créance ou un droit d'inscription en compte ne pouvait également être conféré que.
- 110 En expliquant l'application fonctionnellement adéquate des dispositions du droit de la propriété aux jetons dans le TVTG, il serait possible pour la première fois d'indiquer les jetons lorsque l'activité de titres est interrompue. Dans le même temps, on empêche que cela se reproduise en se référant à la finalité d'une chaîne de blocs en introduisant le principe d'abstraction pour les règles de transmission selon le TVTG. Même si la causa est éliminée, la disposition des jetons reste abstraite selon le TVTG et ne peut conduire qu'à une annulation de la transaction en vertu de la loi sur l'enrichissement. Il en va autrement, comme nous

l'avons déjà expliqué, pour les titres sans certificat nouvellement introduits à l'article 81a de la division finale du PGR tel que modifié par le Journal officiel fédéral 2019/93, qui ont la même fonction que les titres, avec pour conséquence que si l'opération sur titres cesse d'exister, le mode n'est plus applicable et, en outre, en raison de la nature actuelle du droit de propriété des titres sans certificat, ils peuvent également être exigés au moyen d'une revendication conformément au PGR tel que modifié par le Journal officiel fédéral 2019/93.

5. Tokenisation dans les placements individuels et collectifs

111 Dans ce chapitre, la complexité des questions relatives aux véhicules de titrisation à vocation spécifique (SPV), distincts des organismes de placement collectif, sera examinée. En termes de droit des sociétés, l'accent est mis sur la société anonyme en tant que SPV et la société anonyme à capital variable (AGmV_K) en tant que société d'investissement d'un fonds conformément à l'article 361 PGR. Dans le cadre de²²³ la chaîne de blocs ou de la "tokenisation", la possibilité technique de la "tokenisation" de portefeuilles contenant plusieurs instruments financiers (gestion de portefeuille sur la base d'un client individuel au sens d'un service d'investissement) et les conséquences juridiques qui en découlent, qui sont particulièrement de nature prudentielle, seront exami-

²²³ Un fonds alternatif liechtensteinois peut être constitué par contrat (fonds d'investissement), par le biais d'un trust (trust collectif), sous forme de statuts (société d'investissement) ou sous forme de société de personnes (société en commandite d'investissement ou société en commandite de placement) (art. 6, al. 1, LPGA). La société d'investissement peut être organisée sous la forme d'une société anonyme, AGmV_K, Societas Europaea (SE), ou d'un établissement (art. 9 al. 1 de la loi sur les fonds d'investissement). Cf. également l'article 4 et l'article 7 de la loi sur les OPCVM, en vertu desquels un OPCVM ne peut être constitué en société de personnes. Pour la distinction avec les entreprises d'investissement dans le cadre de l'IUA 2015, voir le Titre II. Chapitre II.2.3.4 établissements du Liechtenstein, il n'est pas clair - de manière assez générale et indépendamment de la question des fonds - si les dispositions du droit de l'Union qui s'appliquent aux sociétés de capitaux (par exemple, les restrictions à l'acquisition d'actions propres) s'appliquent, car il n'est toujours pas clair si la référence à l'article 551 PGR est une référence pure aux conséquences juridiques ou une référence matérielle à une norme (une référence à une base juridique) ; ce n'est que dans ce dernier cas que les actes de l'Union seraient également pertinents pour un établissement du Liechtenstein.

nées. Une question particulière sera examinée dans le cadre de la réglementation des fonds : une société anonyme sous la forme d'une entité segmentée (Protected Cell Company ; PCC) selon l'article 243 PGR, qui émet des actions ou d'autres instruments au niveau de ses segments.

5.1 Questions de délimitation des investissements collectifs (structures de fonds)

La gestion de portefeuille constitue un service d'investissement conformément à l'article 4 (1) n° 8 de la MiFID II en liaison avec l'annexe I section A n° 4 de la MiFID II et a été transposée en droit national au Liechtenstein dans l'annexe 2 section A (1) n° 4 de la loi bancaire. Par définition légale, la gestion de portefeuille est définie comme la gestion d'un portefeuille sur une base individuelle avec des pouvoirs discrétionnaires dans le cadre d'un mandat ou d'une procuration d'un client, le portefeuille devant contenir un ou plusieurs instruments financiers. En d'autres termes, la gestion discrétionnaire d'instruments financiers pour le compte d'un client individuel. Par gestion, on entend la surveillance constante et l'investissement conformément aux directives d'investissement pendant une certaine période. Si la gestion discrétionnaire de portefeuille basée sur des clients individuels est mise en œuvre à un niveau collectif, elle est soumise à la réglementation des fonds. La gestion discrétionnaire de portefeuille individuel se distingue donc de la gestion collective de portefeuille ou du régime des fonds, qui repose

112

également sur une marge de manœuvre discrétionnaire dans la stratégie d'investissement et, par conséquent, dans la répartition des actifs.²²⁴

113 Si, en revanche, il n'y a pas de pouvoir discrétionnaire, alors - pour les clients individuels - en fonction de l'exécution spécifique, soit le service d'investissement consistant à exécuter les ordres (en rapport avec les instruments financiers) pour le compte des clients, soit la réception et la transmission des ordres en rapport avec les instruments financiers seront fournis. Dans une²²⁵ autre distinction, l'investissement des fonds collectés - au niveau collectif - sans discrétion dans des objectifs d'investissement prédéfinis sera régulièrement basé sur une stratégie purement commerciale et non sur la stratégie d'investissement d'une structure ad hoc de titrisation.²²⁶ On peut ainsi distinguer quatre cas, selon qu'il s'agit d'un placement individuel ou collectif et selon qu'il est discrétionnaire ou non.

114 Si le droit d'émettre des instruments financiers dans un portefeuille basé sur la gestion discrétionnaire des actifs, c'est-à-dire le portefeuille lui-même, est représenté dans un jeton, ce jeton représente lui-même un instrument financier, à savoir un certificat au sens de certificat de

²²⁴ *Seggermann in Brandl/Saria, WAG, 2e édition, § 1, note en marge 26* ; les fonds dits à investisseur unique n'existent pas sous ce régime, selon lequel il est réservé à un fonds de créer et d'émettre sa propre catégorie d'actions d'un compartiment, qui n'est désigné que pour un seul investisseur.

²²⁵ Annexe I, section A, n° 1 et 2 de la MiFID II et annexe 2, section A, paragraphe 1, n° 1 et 2 de la loi bancaire.

²²⁶ Voir le chapitre I.5.2 pour les détails de la distinction.

dépôt de valeurs mobilières, au sens de l'annexe 2 section C n° 1 de la loi bancaire.²²⁷

Comme expliqué, la gestion de portefeuille nécessite une seule base de clients. Bien qu'il soit techniquement possible de symboliser un tel portefeuille d'instruments financiers et de le distribuer à plusieurs personnes, il est nécessaire d'examiner si cela quitte déjà le domaine de la gestion individuelle de portefeuille et constitue un placement collectif. Selon l'article 4, paragraphe 1, point b), de la directive sur les fonds alternatifs,²²⁸ un gestionnaire de fonds alternatif est défini comme une entité juridique dont l'activité commerciale est la gestion d'un fonds alternatif. Il²²⁹ convient de noter qu'en vertu de l'article 6, paragraphe 5, un

²²⁷ Cf. en ce qui concerne les certificats de dépôt, le titre II, chapitre II.2.3.2 sont également appelés certificats de dépôt, car la garde et l'administration des instruments financiers sont assurées par l'activité de dépôt réservée aux banques. Un gestionnaire d'actifs gère donc le portefeuille détenu dans une banque pour le compte du client. L'activité de dépôt est régie par l'art. 3 al. 3 lit. c LB. L'activité de garde est définie comme la garde et/ou l'administration de valeurs mobilières pour le compte de tiers. La garde vise la prise en charge, tandis que la gestion vise l'exercice des droits découlant des valeurs mobilières (par exemple l'exercice des droits de vote avec l'autorisation correspondante) - cf. BaFin, Merkblatt Depotgeschäft, du 06.01.2009, modifié en dernier lieu le 17.02.2014, P 1. et 1. b) et *Seggermann in Brandl/Saria, WAG*, 2e édition, § 1, Rz 43 f.

²²⁸ Directive 2011/61/UE, ELI : <http://data.europa.eu/eli/dir/2011/61/oj>.

²²⁹ L'article 4, paragraphe 1, de la directive sur les fonds alternatifs, définit un fonds alternatif comme un organisme de placement collectif, y compris ses compartiments, qui collecte des capitaux auprès d'un certain nombre d'investisseurs afin de les investir conformément à une stratégie d'investissement définie au profit de ces investisseurs et qui n'est ni un OPCVM au sens de la directive 2009/65/CE, ELI : <http://data.europa.eu/eli/dir/2009/65/oj> ni un organisme de placement au sens de la loi IUA 2015 (cf. article 4, paragraphe 1, point 1, de la directive sur les fonds alternatifs et titre II, chapitre II.2.3.4).

gestionnaire de fonds alternatifs ne peut être autorisé à fournir exclusivement les services mentionnés au paragraphe 4 de la loi citée (gestion de portefeuille individuel et services auxiliaires). En outre, conformément à l'article 6, paragraphe 5, point d), des directives sur les fonds alternatifs, un gestionnaire doit fournir les services énumérés à l'annexe I, n° 1, points a) et b), aux fonds alternatifs. Il s'agit des fonctions de gestion des investissements de la gestion de portefeuille et de la gestion des risques.²³⁰

- 116 Le considérant 20 de la directive précise que la gestion de portefeuille au sens de la directive AIFMD signifie une gestion de portefeuille conjointe ou collective et non une gestion de portefeuille individuelle au sens de la directive MiFID II. L'essence de la gestion individuelle de portefeuille est donc caractérisée par le transfert de l'administration ou du règlement et de la négociation des instruments financiers à un gestionnaire de portefeuille, alors que dans le même temps, un client renonce à son pouvoir de disposition.²³¹ *"Si, toutefois, le client devait renoncer à tout pouvoir de disposition, c'est-à-dire à son droit de donner des instructions à son partenaire commercial (c'est-à-dire la gestion pour compte de tiers), le partenaire commercial aurait ainsi plus qu'un simple pouvoir de*

²³⁰ Il convient de noter que la gestion des fonds alternatifs au titre de l'article 4, paragraphe 1, point w), de la directive sur les fonds alternatifs est déjà assurée si une seule de ces fonctions est prévue. Voir également le document de discussion de l'AEMF 2012/117, Key concepts of the Alternative Investment Fund Managers Directive and types of AIFM, 23.02.2012, <https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2012-117.pdf>, paragraphes 4 et suivants.

²³¹ *Seggermann in Brandl/Saria*, WAG 2018, 2e édition, section 1 n° 3 lit d WAG, n° de marge 26.

*disposition sur le portefeuille géré pour le client (c'est-à-dire l'investissement [...])*²³² seraient des éléments essentiels du régime des fonds.

Par conséquent, la mise en commun de capitaux dans le but d'investir un portefeuille d'instruments financiers et la participation (indirecte) à celui-ci par l'intermédiaire d'un organisme en émettant des jetons représentant la participation dans l'organisme aboutiraient à une gestion collective de portefeuille et donc à un investissement commun au sens du règlement du fonds. En principe, cependant, il semble également possible d'enregistrer un portefeuille d'instruments financiers dans un certificat de dépôt et de l'émettre ensuite. Il convient toutefois de noter qu'un tel portefeuille pour lequel un certificat de dépôt ou un récépissé de dépôt a été délivré ne peut être géré, car il constituerait sinon à nouveau un placement individuel ou collectif.²³³ 117

²³² *Seggermann in Brandl/Saria*, WAG 2018, 2e édition, section 1 n° 3 lit d WAG, n° de marge 26.

²³³ Cf. également les commentaires de la BaFin concernant la définition d'un fonds alternatif, selon laquelle un investissement doit être réalisé au profit des investisseurs, BaFin, Interpretative Letter on the scope of application of the KAGB and on the term "investment fund", 14.06.2013, dernière modification le 09.03.2015, https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Auslegungentscheidung/WA/ae_130614_Anwendungsber_KAGB_begriff_invermoegeen.html chapitre I, P 6 : *"Issues for the benefit of the investors"*. Par exemple, si une banque émet une obligation sous la forme d'un certificat dont la performance est liée à divers titres comme sous-jacent ou à un indice qu'elle a elle-même créé, il n'y a pas d'investissement au profit des investisseurs si la banque est libre d'utiliser l'argent des investisseurs et ne promet pas à l'investisseur d'investir l'argent des investisseurs dans les actifs sous-jacents à l'obligation. Dans ce cas, la Banque ne fait que poursuivre ses propres intentions de profit. Un investissement au profit des investisseurs n'est généralement pas non plus susceptible d'exister si la Banque investit une partie des sommes reçues par le biais des certificats dans le portefeuille de référence ou les mappe

5.2 Parts symboliques de SPV et de fonds

- 118 Il convient de noter qu'en vertu du régime des OPCVM, un fonds ne peut investir que dans des actifs financiers liquides, c'est pourquoi les fonds dits "crypto", c'est-à-dire les fonds libellés en cryptodevises qui ne représentent pas des instruments financiers liquides, ne peuvent être établis que sous la forme de fonds alternatifs.²³⁴ C'est pourquoi, dans la suite du présent chapitre, il sera notamment fait référence au régime des fonds alternatifs.
- 119 Comme expliqué ci-dessus, un fonds alternatif est, selon la définition de la loi, tout organisme de placement collectif qui met en commun le capital des investisseurs et l'investit par conséquent conformément à une stratégie d'investissement définie au profit des investisseurs et, en outre, n'est ni un OPCVM au sens de l'OPCVMG ni un organisme de placement au sens de l'UGI 2015. La²³⁵ notion de capital doit être interprétée de manière extensive et inclut tous les types d'actifs, tels que les droits d'appartenance, les créances et les droits de propriété : *"Les actifs peuvent comprendre, par exemple, les actifs traditionnels (fonds propres, fonds liés à des fonds propres, dettes, etc.), le capital-investissement, les biens immobiliers et d'autres catégories d'actifs non traditionnels tels que les navires, les*

par le biais d'un swap avec un tiers, si l'investissement ou la mappe par le biais du swap est effectué uniquement dans le but de couvrir son propre risque de perte vis-à-vis du détenteur du certificat.

²³⁴ Voir titre II, chapitre II.2.3.4.

²³⁵ Art 4 par. 1 ligne 1 des directives AIFMG ou Art 4 par. 1 lit un AIFMD ; voir aussi Tollmann dans Dornseifer/Jesch/Klebeck/Tollmann, directive AIFM, Art 2, Rz 36 ff (p 33).

*forêts, le vin, etc. et toute combinaison de ces éléments*²³⁶. Le concept de capital, qui doit être interprété au sens large selon les AIFMG, inclut donc également les marchandises. Ainsi, un fonds alternatif n'est limité ni dans l'allocation des actifs ni dans la collecte des actifs. Un fonds alternatif peut investir non seulement dans des jetons représentant des instruments financiers, mais aussi dans d'autres jetons (largement non réglementés) tels que Bitcoin ou Ether, qui représentent des monnaies virtuelles et sont traités de la même manière que les marchandises.²³⁷ La collecte de biens tels que l'ETH, la CTB ou des jetons similaires permet également de réaliser le concept de capital selon l'AIFMG.

En outre, le fait qu'un certain nombre d'investisseurs soit accepté est déjà supposé si plus d'un investisseur est accepté. Ce critère ne présente pas d'obstacle majeur et il suffit qu'il y ait la possibilité que plusieurs investisseurs participent à l'entreprise ; il n'est pas nécessaire que plusieurs participent effectivement. Si²³⁸ un seul investisseur représente plusieurs investisseurs, cela suffit également pour satisfaire à l'exigence de plusieurs investisseurs.²³⁹

121

²³⁶ ESMA Discussion Paper 2012/117, Key Concepts of the Alternative Investment Fund Managers Directive and types of AIFM, 23.02.2012, Rz 12.

²³⁷ Cf. également *Bont*, Kryptowährungen - und was macht die Regulatoren ?, 26.10.2017, <https://www.fma-li.li/files/fma/fma-digital-banking-liechtenstein.pdf> p 13 ; ces jetons sont également appelés "Utility Token".

²³⁸ BaFin, Lettre interprétative sur le champ d'application de la KAGB et la notion de "fonds d'investissement", 14.06.2013, modifiée en dernier lieu le 09.03.2015, chapitre I, P 4.

²³⁹ ESMA/2012/117, Rz 29 ; cela doit être supposé, par exemple, pour les fonds maîtres/nourriciers ou les fonds de fonds.

La notion d'organisme doit également être interprétée dans le même sens large. Une entreprise est un véhicule "*dans lequel les capitaux extérieurs levés auprès des investisseurs sont mis en commun*". Il est donc indispensable pour la notion d'entreprise qu'un patrimoine commun juridiquement ou économiquement indépendant soit mis en place.²⁴⁰ Par conséquent, il n'est pas nécessaire qu'un organisme soit organisé sous une forme juridique spécifique. Par conséquent, les fonds peuvent également être transférés sous la forme d'un contrat, d'un trust, d'une charte ou d'un partenariat.²⁴¹ Dans ce contexte, la manière dont un investisseur participe aux actifs n'est pas non plus pertinente et peut être fondée sur des relations de droit des sociétés ou des accords en vertu du droit des obligations.²⁴² La mise en commun de capitaux dans une entreprise doit poursuivre l'objectif de générer un rendement pour les investisseurs - c'est-à-dire pour l'investissement commun. Un organisme de placement collectif se caractérise par le fait que le risque de profits et de pertes est partagé. S'il n'y a qu'une participation aux bénéfiques mais pas de participation aux pertes, il n'y a pas de fonds alternatifs.²⁴³ L'investissement doit également être réalisé au profit des investisseurs et ne peut donc pas être investi au profit de la propre entreprise, comme le financement d'une

²⁴⁰ BaFin, Lettre interprétative sur le champ d'application de la KAGB et la notion de "fonds d'investissement", 14.06.2013, modifiée en dernier lieu le 09.03.2015, chapitre I, P 1.

²⁴¹ Art 6 AIFMG ; cf. art. 2 para 2 AIFMD.

²⁴² BaFin, Lettre interprétative sur le champ d'application de la KAGB et la notion de "fonds d'investissement", 14.06.2013, modifiée en dernier lieu le 09.03.2015, chapitre I, P 1.

²⁴³ BaFin, Lettre interprétative sur le champ d'application de la KAGB et sur la notion de "fonds d'investissement", 14.06.2013, modifiée en dernier lieu le 09.03.2015, chapitre I, P 2 ; cf. également *Tollmann* dans *Dornseifer/Jesch/Klebeck/Tollmann*, Directive AIFM, Art 2, Rz 13 (p 26 f)

société d'exploitation.²⁴⁴ Indépendamment de cela, il convient de noter que les fonds de capital-investissement et les fonds de capital-risque, qui acquièrent parfois une influence de contrôle dans les entreprises cibles opérationnelles, doivent également être qualifiés de fonds alternatifs.²⁴⁵

Le critère final et essentiel d'un fonds alternatif est que le capital mobilisé soit investi selon une stratégie d'investissement définie. Les indicateurs de l'existence d'une stratégie d'investissement sont que la stratégie d'investissement a été définie avant, ou au plus tard lors de la souscription obligatoire des certificats de parts de fonds par un investisseur ; que l'investisseur a un droit exécutoire à la mise en œuvre de la stratégie d'investissement ; que la stratégie d'investissement est définie dans les conditions d'investissement ou les documents constitutifs de l'entreprise ; que la stratégie d'investissement précise concrètement la répartition des actifs et, par exemple, favorise les investissements dans certaines catégories d'actifs ou de produits d'investissement finan- 122

²⁴⁴ BaFin, Lettre interprétative sur le champ d'application de la KAGB et sur la notion de "fonds d'investissement", 14.06.2013, modifiée en dernier lieu le 09.03.2015, chapitre I, P 6 ; ESMA/2012/117, Rz 28 ; WKO, Alternative Investmentfonds Manager-Gesetz (AIFM-G), 07.11.2013, <https://www.wko.at/branchen/information consulting/finanzdienstleister/artikel-aifm-g.pdf> p 3 f.

²⁴⁵ Tollmann in *Dornseifer/Jesch/Klebeck/Tollmann*, directive AIFM, Art 2, Rz 67 f (S 42 f).

cier, dans certaines régions, avec un certain effet de levier et une certaine durée de détention ou d'autres exigences de diversification des risques.²⁴⁶

- 123 Les indicateurs d'une stratégie d'investissement définie ne doivent pas être interprétés à tort comme signifiant que, avec la plus grande discrétion possible de la part d'une société de gestion, aucune stratégie d'investissement n'a été définie et qu'il n'existe donc pas de fonds alternatif. Comme déjà différencié au chapitre 5.1, la gestion discrétionnaire de portefeuille sur une base individuelle est basée sur la gestion discrétionnaire d'actifs pour un collectif, la définition archétypique d'un fonds alternatif. Une stratégie d'investissement se caractérise précisément par une discrétion (prédéfinie) dans l'allocation des actifs.²⁴⁷ L'AEMF a confirmé ce point de vue et l'a expliqué comme suit : *"le fait que les décisions d'investissement soient laissées uniquement à l'entité juridique qui gère une entreprise ne doit pas être utilisé pour contourner les dispositions de l'AIFMD"*.²⁴⁸

124

²⁴⁶ ESMA/2012/117, Rz 30 et suivants ; BaFin, lettre interprétative sur le champ d'application de la KAGB et sur le terme "fonds d'investissement", 14.06.2013, modifiée en dernier lieu le 09.03.2015, chapitre I, P 5.

²⁴⁷ Tollmann dans Dornseifer/Jesch/Klebeck/Tollmann, directive AIFM, art. 2, marginaux 51 et 57 (p. 37 et suiv.).

²⁴⁸ Lignes directrices 2013/611 de l'AEMF sur les termes clés de la directive sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs (AIFMD), version corrigée du 30.01.2014 des lignes directrices sur les termes clés de la directive sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs (ESMA/2013/611), publiée le 13.08.2013, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/esma_2013_00600000_de_cor_revised_for_publication.pdf, paragraphe 22.

C'est ce qui délimite les véhicules de titrisation à vocation spécifique ou les véhicules ad hoc. Un véhicule à usage spécial qui se contente d'émettre des instruments financiers pour financer un projet spécifique n'est pas un fonds. Pour un tel SPV, il est essentiel que les objectifs d'investissement soient déjà définis dans le processus de souscription et qu'aucune discrétion ne soit autorisée dans la répartition des actifs. Dans ce cas, il existe une stratégie commerciale et non une stratégie d'investissement.²⁴⁹ Les sociétés holding ne poursuivent également qu'une stratégie commerciale et sont donc exclues de la réglementation des fonds.²⁵⁰ L'AIFMD ne s'applique donc pas à ces véhicules de titrisation, sociétés holding ou véhicules de titrisation qui poursuivent une stratégie commerciale.²⁵¹

²⁴⁹ Les sociétés d'exploitation qui s'engagent dans le commerce, la fabrication ou d'autres activités gérées commercialement ont également une stratégie commerciale et ne disposent pas de fonds, même si elles émettent des instruments financiers dans le cadre d'un tour de financement.

²⁵⁰ Cf. article 4, paragraphe 1, lettre o, de la directive sur les fonds alternatifs ou article 4, paragraphe 1, point 14, de la directive sur les fonds alternatifs.

²⁵¹ Article 2, paragraphe 3, points a) et g) des directives sur les fonds alternatifs ou article 2, paragraphe 2, points b) et h) des directives sur les fonds alternatifs ; pour les véhicules de titrisation à usage spécial, voir la définition à l'article 4, paragraphe 1, points a) et g) des directives sur les fonds alternatifs ou article 4, paragraphe 1, ligne 37 des directives sur les fonds alternatifs en liaison avec l'article 1, paragraphe 2, du règlement UE/1075/2013, ELI : <http://data.europa.eu/eli/reg/2013/1075/oj>. Voir également le règlement dit STSR ("Simple, Transparent and Standardized Regulation" ou règlement sur la titrisation), règlement EU/2017/2402, ELI : <http://data.europa.eu/eli/reg/2017/2402/oj> (en particulier l'article 2 n° 1 et 2 du règlement sur la titrisation).

Dans un tour de financement, une entité ad hoc collecte ainsi des capitaux, qui constituent ensuite des capitaux propres²⁵² ou des capitaux d'emprunt pour l'entreprise. Ce capital peut ensuite être utilisé pour mettre en œuvre une stratégie commerciale. Le capital des investisseurs d'un fonds, en revanche, représente les actifs du fonds d'investissement qui sont distincts de la société de gestion et peuvent être séparés en cas de faillite.²⁵³ En ce qui concerne le Token et le Robo-Advisory, il n'y a pas de stratégie d'investissement fixe, mais seulement une stratégie commerciale si l'on collecte des capitaux qui sont investis dans des crypto-monnaies telles que la CTB, l'ETH, etc. selon un algorithme prédéfini qui ne permet aucune intervention ou discrétion dans la répartition des actifs. Dans un tel cas, il n'y a donc pas de placement collectif au sens de la réglementation des fonds.

126 ²⁵⁴Il est important de noter qu'en vertu de l'art. 159 al. 2 LPGA et de l'art. 130 al. 2 LPCCVM, l'AMF doit fournir des réponses contraignantes aux questions juridiques et factuelles - y compris, par exemple, la question de l'existence ou non d'un fonds - au moyen d'une demande, à condition que les éléments de faits requis pour l'évaluation soient divulgués

²⁵² Il existe des capitaux propres si les fonds de financement sont mis à disposition pour une durée illimitée et ont une valeur nominale qui peut être chère, tandis que les capitaux empruntés se caractérisent par une durée à l'issue de laquelle ils doivent être remboursés avec les intérêts. Le capital-risque ou capital-investissement représente généralement des capitaux propres (également des capitaux privés).

²⁵³ Art 41(2) KO - "*Si la masse du failli contient des biens qui n'appartiennent pas en tout ou en partie au débiteur commun, le droit réel ou personnel de ségrégation est apprécié selon les principes généraux du droit*".

²⁵⁴ La "disposition facultative" doit être considérée dans le sens d'un pouvoir discrétionnaire lié par la loi.

de manière complète et correcte. Seules les informations écrites de l'ADF, qui sont délivrées sur demande, constituent une protection de la confiance. En ce qui concerne les technologies fiables, la FMA doit également fournir des informations conformément à l'article 43, paragraphe 2, lettre b du TVTG tel que modifié par le Journal officiel fédéral 2019/93 sur l'applicabilité de toutes les lois spéciales citées à l'article 5, paragraphe 1 de la loi FMA en ce qui concerne un modèle commercial concret.

Enfin, en ce qui concerne la représentation symbolique des parts de 127
fonds, il convient de noter que les parts d'organismes de placement collectif sont considérées comme des instruments financiers conformément à l'annexe 2, section C n° 3 de la loi bancaire et à l'annexe I, section C n° 3 de la directive MIF II en liaison avec l'article 15 de la loi autrichienne sur les fonds d'investissement. Il n'y a pas de problème de réglementation concernant l'utilisation symbolique de ces instruments financiers.²⁵⁵

Il convient également de noter que la commercialisation des parts d'un 128
fonds alternatif n'est harmonisée que pour les investisseurs professionnels.²⁵⁶ Le Liechtenstein a fait usage de la clause d'ouverture conformément à l'article 43, paragraphe 1, premier alinéa, de la directive sur les fonds alternatifs et, conformément aux articles 129 et suivants de la directive sur les fonds alternatifs, il est possible de distribuer des fonds

²⁵⁵ Voir titre II, chapitre II.2.3.5,

²⁵⁶ Voir l'article 43, paragraphe 1, deuxième alinéa, de la directive AIFMD.

alternatifs à des investisseurs privés au Liechtenstein. Toutefois, ces FIA ne sont pas admissibles à l'obtention d'un passeport.²⁵⁷

- 129 Les dispositions du droit des sociétés d'une société anonyme sont également applicables à titre subsidiaire à une AGmVK ou à une SICAV, sauf dispositions particulières.²⁵⁸ Une AGmVK peut augmenter le capital social en émettant de nouvelles actions ou elle peut réduire le capital social en remboursant le capital social par le rachat d'actions.²⁵⁹ Une AGmVK peut par la suite détenir ses propres actions, contrairement à une société anonyme à capital fixe.²⁶⁰

5.3 Coopératives segmentées (PCC) en distinction du Fonds

- 130 Le 01.01.2015, la personne à pansement segmenté ou la société de cellules protégées est devenue partie intégrante du PGR.²⁶¹ La PCC est une simple forme d'organisation et non une nouvelle forme de société ; par exemple, une société anonyme peut être segmentée. En vertu de l'article 243, paragraphe 1, de la PGR, l'objet des sociétés organisées en entités juridiques segmentées est limité aux activités de gestion de patrimoine

²⁵⁷ En ce qui concerne la distribution aux clients de détail, qui est en principe interdite en Autriche, par exemple, voir également WKO, Alternative Investmentfonds Manager-Gesetz (AIFM-G), 07.11.2013, <https://www.wko.at/branchen/information-consulting/finanzdienstleister/artikel-aifm-g.pdf> p. 3.

²⁵⁸ Art 361(3) PGR.

²⁵⁹ Art 361(2) PGR.

²⁶⁰ Art 363 PGR ; pour une société anonyme, cela n'est autorisé que dans une mesure très limitée en vertu des articles 306a à 306f PGR, car cela s'apparente en fait à une réduction de capital.

²⁶¹ LGBl 2014.362 ; Art 243 et suivants du PGR.

(société holding ou société passive) et une entité juridique segmentée ne peut exercer aucune activité commerciale, industrielle ou autre.²⁶²

Toutefois, l'article 243e, paragraphe 5, de la PGR prévoit que dans le cas d'une société anonyme structurée comme une SCP, des actions dites de segment peuvent être émises, qui peuvent concerner tous les segments ou des segments individuels. Une telle structure peut entraîner des problèmes de définition d'une structure de fonds, car un tel modèle est très similaire à la cascade de fonds à trois niveaux - fonds²⁶³, compartiment et classe d'actions.²⁶⁴ 131

Même dans le cas d'une société anonyme segmentée, la réglementation des fonds - du moins en ce qui concerne le régime des fonds alternatifs - devra régulièrement être démentie par l'exclusion d'une stratégie d'investissement définie. Ainsi, s'il n'y a pas de pouvoir discrétionnaire dans l'allocation des actifs, mais que l'argent reçu lors d'un tour de financement est plutôt investi dans des objectifs d'investissement prédéfinis, la réglementation des fonds devra également être annulée si une société anonyme est structurée comme une association segmentée émettant des actions ou des obligations à segments.²⁶⁵ 132

²⁶² Pour plus de détails, voir *Helbock*, *Besondere Aspekte der Segmentierte Verbandsperson (PCC) in Liechtenstein*, LJZ 1/18, p. 22 ; pour d'autres formes de dessins ou modèles, voir également FN 97.

²⁶³ Un fonds sous forme contractuelle ou statutaire (société de gestion) au sens d'un fonds de capitalisation (cf. terminologiquement aussi le "fonds d'établissement" aux art. 536 et suivants de la PGR).

²⁶⁴ Cf. en ce qui concerne les actionnaires sectoriels BuA 2014/69, p 49 et suivantes.

²⁶⁵ En particulier, l'article 243f (1) de la PGR doit être respecté, selon lequel le segment contractuel et son fonds de responsabilité doivent être divulgués.

Il convient toutefois de noter que, selon la loi, les actions de segment doivent être structurées comme des actions privilégiées.²⁶⁶ Les actions privilégiées comprennent les mêmes droits de base que les actions ordinaires, plus une certaine préférence pour les droits de vote, l'élection de certains organes exécutifs, l'adoption de résolutions sur des ordres du jour spécifiques définis dans les statuts, sur les dividendes, sur la partie liquidation ou sur les droits de souscription en cas d'émission de nouvelles actions.²⁶⁷ Les actions privilégiées ont donc un droit plus élevé que les actions ordinaires. *"Il est possible que, dans le cas de deux catégories d'actions différentes, chacune d'entre elles bénéficie de certains privilèges. Dans ce cas, la catégorie des actions privilégiées est celle qui, prise dans son ensemble, semble avoir des privilèges bien plus importants. Selon la*²⁶⁸ PGR, les actions pures sans droit de vote, qui sont par ailleurs ²⁶⁹équivalentes aux actions ordinaires, ne sont donc généralement pas des actions privilégiées. Bien qu'elles donnent droit à des dividendes plus élevés en général, puisqu'elles ne sont pas assorties de droits de vote, elles ne sont pas préférentielles au sens d'une action privilégiée, sauf circonstances particulières. Au Liechtenstein, ces instruments de capitaux propres constituent des bons de participation. Le capital de participation est plafonné au double du capital social.²⁷⁰ Un participant n'a pas le droit de participer à une assemblée générale. Une action privilégiée, en revanche, peut être structurée de telle manière que, bien qu'elle ne représente pas un droit de vote, elle apporte un avantage par rapport à

²⁶⁶ Art 243e (5) du PGR.

²⁶⁷ Art 301(2) PGR.

²⁶⁸ Frick, *The types of shares under Liechtenstein company law*, p. 127.

²⁶⁹ Certificats de participation conformément à l'article 304a du PGR.

²⁷⁰ Art 304b (1) du PGR.

une action ordinaire lorsqu'elle est considérée dans son ensemble. Comme pour le certificat de participation, cette action ne donne toutefois pas le droit de participer à une assemblée générale.²⁷¹ Toutefois, un tel actionnaire privilégié bénéficie des droits associés aux droits de vote conformément à l'article 304c, paragraphe 2, de la PGR (par exemple, le droit de convoquer une assemblée générale des actionnaires).

La structuration obligatoire des actions de segment en actions privilégiées révèle également la distinction statutaire avec les structures de fonds. Selon les documents juridiques, les actionnaires sectoriels sont "les actionnaires de l'entité segmentée en tant que telle [et] les actionnaires sectoriels exercent leurs droits de vote à l'assemblée générale de l'entité segmentée".²⁷² En termes d'actifs, cependant, un actionnaire de segment ne participe qu'à certains segments.²⁷³ Les parts de fonds, en revanche, ne sont presque jamais structurées comme des actions privilégiées, selon lesquelles il existe un droit d'appartenance à la société de gestion ou d'investissement et, en termes de droit patrimonial, une participation à un compartiment ou à un sous-fonds est convenue. Toute participation sera plutôt directement liée au compartiment respectif, conformément aux conditions de la catégorie d'actions concernée. 134

Indépendamment de cela - ou précisément à cause de cela - une société anonyme sous forme de SCP peut être une alternative de structuration

²⁷¹ Conformément à l'article 332, paragraphe 2, de la loi sur les sociétés anonymes, seuls les actionnaires ayant le droit de vote peuvent participer à l'assemblée générale.

²⁷² BuA 2014/69, p 49 s.

²⁷³ Ainsi, les actifs des différents segments doivent être séparés les uns des autres ainsi que des actifs de base conformément à l'article 243e, paragraphe 4, de la PGR.

intéressante pour un véhicule de financement ou d'investissement entre un fonds et un véhicule spécial de titrisation classique.

5.4 Conclusion La symbolisation des instruments financiers et des organismes de placement collectif

- 135 Lors de la mise en commun de capitaux, qui doivent être investis ultérieurement, la question fondamentale est de savoir si un fonds existe. L'un des critères les plus importants des fonds est l'investissement selon une stratégie d'investissement définie. En d'autres termes, la gestion discrétionnaire de portefeuille individuel peut être convertie en une base d'investissement collectif afin de créer un fonds. Toutefois, les sociétés holding ou les structures ad hoc ne constituent pas des fonds si elles poursuivent une stratégie commerciale. Si un portefeuille d'instruments financiers est représenté sous forme de jetons et que des investisseurs doivent y participer, un placement collectif est effectué si une société de gestion gère un tel portefeuille.
- 136 Alors qu'un OPCVM ou un OPCVM ne peut investir que dans des actifs financiers liquides, un fonds alternatif est libre d'investir dans d'autres actifs. C'est pourquoi un crypto-fonds ne peut effectivement être structuré que comme un fonds alternatif, à moins que seules les parts d'un fonds soient émises sous forme de jetons.
- 137 Un SPV qui émet des instruments financiers pour investir dans des objectifs d'investissement prédéfinis ne constitue pas un fonds. Il ne doit y avoir aucune discrétion dans l'investissement des capitaux levés. Cela peut être intéressant en rapport avec les jetons si le capital collecté doit être investi obstinément selon un algorithme immuable (Robo-Advisory). Le règlement du fonds n'est pas appliqué ici tant qu'il n'y a pas de discrétion dans l'investissement du capital collecté.

Il est également intéressant, notamment en ce qui concerne les modèles d'affaires des start-ups FinTech, que l'Autorité de gestion du Liechtenstein, conformément à l'art. 159 al. 2 LFAIE et à l'art. 130 al. 2 LPCC, fournisse une réponse contraignante à la question de savoir si un fonds existe ou non par le biais d'une demande écrite. Dans ce contexte, il convient de noter que les faits nécessaires à l'évaluation doivent être divulgués ; l'ASF est liée par toute information émise à cet égard conformément au principe de protection de la confiance. 138

Il convient de mentionner, en ce qui concerne le régime des fonds alternatifs, que la commercialisation des parts ou actions d'un fonds alternatif n'est harmonisée qu'à l'égard des investisseurs professionnels. Bien que le Liechtenstein ait fait usage de la clause d'ouverture prévue à l'article 43, paragraphe 1, premier alinéa, de la directive sur les fonds alternatifs et qu'il soit donc possible de commercialiser des fonds alternatifs auprès d'investisseurs de détail au Liechtenstein (articles 129 et suivants de la directive sur les fonds alternatifs), ces fonds alternatifs ne bénéficient pas de l'accès au système Europass et ne sont donc pas admissibles au passeport dans le marché unique européen. 139

L'association segmentée ou PCC est également intéressante en ce qui concerne la conception des fonds. Le PCC est seulement une forme d'organisation et non une forme d'entreprise distincte. Ainsi, une société par actions, par exemple, peut être segmentée. Les entités juridiques segmentées de droit liechtensteinois sont limitées dans leur objet à des activités de gestion d'actifs. 140

141

L'art. 243e al. 5 PGR prévoit que des actions de segment peuvent être émises dans le cas d'une société anonyme qui a été structurée comme une SCP. Ces parts de segment peuvent concerner tous les segments ou des segments individuels du PCC. Une telle structure rappelle essentiellement la cascade à trois niveaux de fonds, de compartiments et de classes d'actions. Avec une telle structure, la question se pose également de savoir s'il existe une stratégie d'investissement définie selon laquelle le capital collecté est investi. Si on le nie, il n'y a pas de fonds, mais si on l'affirme, il sera généralement difficile de nier la réglementation des fonds.

- 142 Il convient de noter que les actions de segment doivent être structurées comme des actions privilégiées. Les actions privilégiées ont les mêmes droits que les actions ordinaires et comportent également une certaine préférence pour les droits de vote, les dividendes, les actions de liquidation ou les droits de souscription lors de l'émission de nouvelles actions ; le droit des actions privilégiées est donc plus élevé que celui des actions ordinaires. Une vue d'ensemble doit être prise en compte. Les bons de participation (actions sans droit de vote) ne doivent donc pas être traités comme des actions privilégiées en vertu du droit liechtensteinois, car ils donnent régulièrement droit à des dividendes plus élevés que les actions ordinaires, mais ne confèrent pas de droit de vote. Dans l'ensemble, il n'y a donc pas de préférence aux actions ordinaires, ce qui explique l'absence d'action privilégiée.
- 143 Les actionnaires sectoriels d'une société par actions segmentée exercent leurs droits de vote à l'assemblée générale de l'entité segmentée et participent également à tous les segments ou à des segments individuels ; dans l'ensemble, cependant, il doit y avoir une préférence. En outre, il

doit également être possible d'émettre des titres de créance par segment, comme une obligation à segment.

6. Les jetons et le droit de la consommation

Si les jetons ne représentent pas des créances²⁷⁴ contre un émetteur, mais plutôt une marchandise ayant une valeur intrinsèque ou immanente (contenu numérique) en tant qu'enregistrement de données ou logiciel, ²⁷⁵qui se forme sur le marché libre en fonction de l'offre et de la demande, les réglementations du droit des marchés financiers ne sont pas applicables, d'une part,²⁷⁶ et d'autre part, la question se pose de savoir si et dans quelle mesure les réglementations relatives à la protection des consommateurs sont pertinentes, notamment en ce qui concerne le droit de rétractation selon la KSchG et la FAGG. 144

L'article 8 de la FernFinG prévoit également un droit de rétractation, bien qu'en vertu de l'article 10 de la FernFinG, un consommateur n'ait pas de droit de rétractation dans le cas de contrats de services financiers dont les prix sur le marché financier²⁷⁷ sont soumis à des fluctuations 145

²⁷⁴ Libellés en espèces (dépôts ou monnaie électronique), ou en droits d'associés ou de créance en vertu du droit des sociétés (instruments financiers) - voir titre II. chapitres II.2.2.2 et II.2.II.2.7.

²⁷⁵ La formation des prix et des valeurs doit donc toujours être séparée. La valeur est créée au cours de la production - en termes de jetons, c'est-à-dire de développement ou de programmation - tandis que le prix est créé par l'échange ou la circulation de marchandises et d'argent.

²⁷⁶ Cf. à cet égard le document sous le titre II. en détail, en particulier les chapitres III.2.2.2, II.2.7.3 et II.2.7.6 concernant les jetons en tant que symbole de valeur.

²⁷⁷ La définition du marché financier doit être interprétée au sens large et ne se fonde pas seulement sur les marchés réglementés ou organisés, mais aussi sur la négociation de gré à gré (OTC) ; voir titre II, chapitre II.2.3.1b.

qui sont indépendantes de la volonté d'un entrepreneur et qui peuvent survenir pendant le délai de rétractation. Cela s'applique également aux services liés aux valeurs mobilières ou aux titres négociables et doit donc s'appliquer également aux jetons représentant des instruments financiers. Il convient de noter que même si l'obligation d'informer le consommateur de l'existence ou non d'un droit de rétractation doit être respectée²⁷⁸, le fait de ne pas informer le consommateur de l'inexistence d'un droit de rétractation n'entraîne pas la création d'un tel droit - selon le symbole *deus ex machina*, inattendu et surprenant. Cela a pour conséquence, comme le soutient *Gruber*, "que le fait de ne pas informer de l'inexistence du droit de retrait est sans sanction."²⁷⁹

- 146 Selon l'Art. 4 (1) de la Loi sur la protection des consommateurs, un consommateur peut, sans motif, se rétracter d'un contrat²⁸⁰ 14 jours après la conclusion d'un contrat de prestation de services ou, dans le cas d'un contrat de vente de biens, 14 jours après le jour où le contrat entre le commerçant et le consommateur est conclu, si la déclaration contractuelle du consommateur n'a pas été faite dans les locaux commerciaux du commerçant. Toutefois, ce droit de rétractation ne s'appliquera pas aux jetons qui représentent des logiciels au sens de marchandises (jetons de contenu numérique ou "utilitaires", de "paiement", de "monnaie" ou de "marchandise", qui ne sont ni de la monnaie électronique et donc également des dépôts et, de plus, pas des instruments financiers, mais qui sont traités comme des monnaies virtuelles), car ces contrats

²⁷⁸ Article 5, paragraphe 1, point c) 1) FernFinG.

²⁷⁹ *Gruber*, Das Fern-Finanzdienstleistungs-Gesetz, wbl 2005, numéro 2, 15.02.2005, p. 53 (Section III. Droit de rétractation du consommateur), qui traite le sujet plus en profondeur au point indiqué.

²⁸⁰ Non-exécution du contrat.

sont soumis à la loi sur le commerce à distance et le commerce extérieur.²⁸¹ Toutefois, la FAGG prévoit un droit de rétractation pour les contrats conclus dans le cadre de la vente à distance comparable à la KSchG.

Toutefois, une exception au droit de rétractation selon l'art. 19, al. 1, 147 LDF peut être appliquée, les lettres b et l leg cit étant particulièrement pertinentes en ce qui concerne les jetons de marchandises mentionnés. Un consommateur n'a pas de droit de rétractation selon la FAGG pour l'acquisition de contenus numériques dans la vente à distance, qui ne sont pas stockés sur un support de données physique, si l'entrepreneur, avec le consentement explicite du consommateur et sa connaissance des conséquences en ce qui concerne le droit de rétractation, a commencé prématurément l'exécution - avant l'expiration du délai de rétractation de 14 jours - en fournissant une confirmation du contrat conclu sur un support de données permanent.²⁸² Outre le papier, un support de données permanent comprend également les clés USB, les cartes mémoire, les disques durs et les courriers électroniques.²⁸³ S'il est en principe possible d'invoquer cette exception, elle implique un effort administratif considérable et révèle une divergence en ce qui concerne l'acquisition

²⁸¹ Article 4, paragraphe 3, point d) KSchG en liaison avec l'article 12, paragraphe 1, FAGG.

²⁸² Article 19, paragraphe 1, point l), du FAGG en liaison avec l'article 6, paragraphe 2, ou l'article 8, paragraphe 3, du FAGG.

²⁸³ Article 4(1)(e) FAGG ou article 2(10) de la directive 2011/83 ; voir également BuA 2015/37, p. 25 ; voir également le considérant 23 de la directive 2011/83 (VRRRL), ELI : <http://data.europa.eu/eli/dir/2011/83/oj>.

de jetons au sens de contenus numériques²⁸⁴ dans la vente à distance et de jetons qui sont stockés sur un porte-monnaie électronique, puisque dans ce cas le porte-monnaie électronique est attaché au porte-monnaie électronique en tant qu'objet physique. Il convient de noter que, conformément au considérant 19 de la directive 2011/83 relative aux droits des consommateurs, le contenu numérique ne constitue en principe un bien au sens de cette directive ou de la LDF que s'il est stocké sur un support de données physique.

- 148 La question se pose donc de savoir si l'exception au droit de rétractation prévue à l'article 19, paragraphe 1, point b), de la loi sur les subventions est pertinente pour les jetons, étant donné qu'en vertu de cette disposition, un consommateur n'a pas de droit de rétractation si un contrat est conclu pour des biens ou des services dont le prix est soumis à des fluctuations sur le marché financier, un entrepreneur ne pouvant avoir aucune influence à cet égard et les fluctuations devant pouvoir se produire pendant le délai de rétractation. La Cour suprême fédérale allemande a soutenu un droit de rétractation en vertu de cette disposition, en citant la mise en œuvre nationale de la directive allemande sur les droits des consommateurs 2011/83 (mise en œuvre dans le FAGG pour le Liechtenstein).²⁸⁵ Bien que le mazout de chauffage soit également négocié en bourse - comme de nombreuses autres matières premières, produits ou marchandises - l'achat de mazout de chauffage n'est pas de nature spéculative ; il n'y a pas d'élément aléatoire.²⁸⁶ En

²⁸⁴ Selon le considérant 19 de la directive 2011/83, les contenus numériques sont des programmes informatiques, des applications, des jeux, etc.

²⁸⁵ BGH VIII ZR 249/14 du 17 juin 2015.

²⁸⁶ BGH VIII ZR 249/14 du 17 juin 2015, p. 6 et 9.

fait, la commande de mazout n'est pas soumise à une quelconque volatilité, car le prix des marchandises a été déterminé à l'avance et était donc prévisible. Dans le cas de transactions à prix fixe, l'exception au droit de rétractation prévue à l'article 19, paragraphe 1, point b), de la LDF doit donc être annulée. Les circonstances accessoires qui ne pouvaient pas être prévues, comme le fait de savoir si le prix est encore favorable au moment de la livraison, ne sont pas préjudiciables. En ce qui concerne²⁸⁷ les jetons non réglementés par le droit liechtensteinois, qui sont échangés ou négociés sur une plateforme et qui sont soumis à la FAGG, cela signifie qu'il dépend de la volonté des parties de savoir si une transaction à prix fixe était prévue ou si les jetons sont acquis à des fins spéculatives - parfois au prix en vigueur au moment de la livraison.²⁸⁸

Stadler et Pfeil propagent un noyau spéculatif dans les transactions B2C 149 concernant les jetons.²⁸⁹ Toutefois, il est difficile de suivre sérieusement cette généralité, car les pièces ou jetons du protocole ont notamment une fonction dans le protocole de la chaîne de blocs en plus de la spéculation sur la valeur (une condition préalable au fonctionnement du protocole de réseau ainsi qu'à la recherche d'un consensus, par lequel

²⁸⁷ *Geiger in Keiler/Klauser* (Hrsg), Loi autrichienne et européenne sur la consommation, § 18 FAGG, Rz 5.

²⁸⁸ Indépendamment de cela, il est conseillé d'indiquer le prix en monnaie fiduciaire lors de l'émission de votre propre jeton, qui peut être acquis au moyen d'autres jetons (par exemple, un nouveau jeton à émettre est émis en échange d'un certain montant d'EUR ou de CHF, payable en ETH), afin d'atténuer au moins dans une certaine mesure la volatilité en cas de demandes de remboursement.

²⁸⁹ *Stadler/Pfeil*, les crypto-monnaies en tant que marchandises volatiles selon le § 18 Abs 1 Z 2 FAGG ?, VbR 03, mai 2018, S 101 (S 103).

une valeur intrinsèque est formée). Ainsi, il sera toujours nécessaire de distinguer entre les utilisateurs qui acquièrent un jeton afin d'obtenir divers services dans le réseau décentralisé ou de pouvoir exécuter des fonctions et les investisseurs qui souhaitent simplement participer à la performance d'un jeton ; on ne peut pas supposer qu'un utilisateur d'un protocole de chaîne de blocs ait un intérêt principal dans la performance d'un jeton, puisqu'il interagit régulièrement avec le protocole et que l'utilité du jeton souhaite en tirer profit et parfois aussi consomme le jeton, ce qui explique pourquoi tout caractère spéculatif est d'une importance secondaire.

- 150 Indépendamment de ce problème, la question se pose toutefois de savoir si les jetons constituent effectivement des marchandises au sens du VRRL ou de l'AGFC. Selon l'article 2 n° 3 du VRRL, les biens ne sont en principe que des objets physiques. Toutefois, l'eau, l'électricité et le gaz sont également considérés comme des biens, à condition qu'ils soient vendus en une certaine quantité ou dans un certain volume. Les jetons sont déterminables quantitativement et, comme ils sont stockés de manière électromagnétique, on peut également utiliser l'analogie des jetons, à savoir qu'ils sont traités comme de l'électricité dans le VRRL et que, s'ils sont vendus en une certaine quantité, ils sont également considérés comme des marchandises au sens du VRRL ou du FAGG. *Stadler/Pfeil plaident en faveur de cette analogie*²⁹⁰. Une telle analogie est en contradiction flagrante avec le considérant 19 du VRRL, puisque les jetons représentent des données ou des logiciels et donc des contenus nu-

²⁹⁰ *Stadler/Pfeil*, les crypto-monnaies en tant que marchandises volatiles selon le § 18 Abs 1 Z 2 FAGG ?, VbR 03, mai 2018, S 101 (S 103).

mériques au sens de la directive, et une telle analogie doit donc également être rejetée : *"De même que les contrats de fourniture d'eau, de gaz ou d'électricité, s'ils ne sont pas offerts à la vente dans un volume limité ou en quantité déterminée, ou de fourniture de chauffage urbain, les contrats portant sur des contenus numériques qui ne sont pas mis à disposition sur un support physique ne doivent pas être considérés comme des contrats de vente ou de service aux fins de la présente directive"*.²⁹¹ Par conséquent, l'exception au droit de rétractation en vertu de l'article 19, paragraphe 1, point b), de la loi sur les produits agricoles ne doit pas s'appliquer aux jetons qui ne représentent que des logiciels au sens de marchandises, c'est-à-dire des contenus numériques selon la VRRL ou des monnaies virtuelles selon la 5e directive GW.

En dehors de ces dispositions, il convient de se référer à l'article 45 de 151
la loi liechtensteinoise sur la propriété intellectuelle en ce qui concerne le droit applicable aux contrats de consommation comportant un élément transfrontalier. Si le pays dans lequel un consommateur a sa résidence habituelle prévoit des dispositions protectrices spéciales obligatoires, ces dispositions priment sur tout choix de loi effectué, à condition que la relation d'affaires n'ait pas seulement été initiée par le consommateur, mais que l'activité commerciale de l'entrepreneur soit également dirigée vers le pays de résidence du consommateur.

Il convient toutefois de noter qu'en l'absence d'un traité d'exécution - à 152
l'exception de l'Autriche et de la Suisse - un titre étranger acquis n'est

²⁹¹ Considérant 19 VRRL et articles 6(2) et 17(1) VRRL.

de facto pas exécutoire avec le Liechtenstein, puisque ce dernier n'a ni signé ni ratifié les conventions de Bruxelles et de Lugano.²⁹²

- 153 Indépendamment de cela, il convient de noter que même les clauses de choix de la loi applicable peuvent être invalides pour cause de tromperie, si l'on a omis de signaler que les dispositions impératives de protection des consommateurs de l'État dans lequel le consommateur a sa résidence habituelle priment ; les clauses générales de choix de la loi applicable sont donc invalides à l'égard des consommateurs.²⁹³

154

²⁹² *Öhri*, Die Grundlagen der zivilrechtliche Verantwortung der mit der Verwaltung und Geschäftsführung einer AG, Anstalt oder Stiftung entrusted with the administration and management of an AG, Anstalt oder Stiftung, LJZ 12.2007, p 100 (101) ; *Frick*, Anerkennung und Vollstreckung ausländischer Urteile in Liechtenstein - Ein Überblick, LJ, p 106 (110) ; *Bergt*, Verantwortung der Leitungs- und Kontrollorganen in der liechtensteinischen Aktiengesellschaft, p 71 f (Rz 192).

²⁹³ Art. 3 Clause Directive 93/13/EEA, ELI : <http://data.europa.eu/eli/dir/1993/13/oj> ; la question de savoir jusqu'où doit aller l'information sur le droit impératif reste ouverte, car elle risque de dégénérer en une comparaison descriptive des systèmes juridiques respectifs ; cf. OGH 2 OB 155/16g du 14.12.2017, ECLI:AT:OGH0002:2017:0020OB00155.16G.1214.000, avec référence à la CJCE C-191/15 du 28.07.2016, VKI/Amazon EU Sàrl, ECLI:EU:C:2016:612 : *"Article 3(3) L'article 3, paragraphe 1, de la directive 93/13 doit être interprété en ce sens qu'une clause contenue dans les conditions générales de vente d'un professionnel qui n'a pas fait l'objet d'une négociation individuelle et qui prévoit que le droit applicable à un contrat conclu avec un consommateur par voie électronique est le droit de l'État membre dans lequel le professionnel a son siège social, est abusive dans la mesure où elle induit le consommateur en erreur en lui donnant l'impression que seule la loi de cet État membre est applicable au contrat sans l'informer qu'il bénéficie également de la protection des dispositions impératives de la loi qui serait applicable en l'absence de cette clause ; il appartient à la juridiction nationale de l'apprécier à la lumière de toutes les circonstances pertinentes."*

En général, la libre prestation de services (passive) applicable dans l'UE et l'EEE doit être respectée, selon laquelle, par exemple, un crypto-échange (bilatéral ou multilatéral) concernant des jetons qui ne sont ni des instruments financiers, ni de la monnaie électronique, ni des dépôts est libre d'accepter des clients des juridictions de l'UE ou de l'EEE dont les marchés ne sont pas directement adressés par cette société, à condition qu'ils soient à l'origine de la relation d'affaires. Il convient de noter à cet égard que si une telle activité peut être réglementée à un seuil peu élevé ou pas du tout au Liechtenstein, selon la forme concrète qu'elle prend (au moins selon la situation juridique avant la TVTG et tant qu'aucun règlement Fiat n'est prévu), la même activité peut être strictement réglementée en Allemagne, par exemple, puisque les "unités de compte" y constituent également des instruments financiers et qu'un service d'investissement y est donc fourni et qu'un MTF devrait être agréé. Dans le²⁹⁴ cadre de ces services financiers, la sollicitation inverse au²⁹⁵ titre de l'article 42 de la MIF II, en liaison avec le considérant 85 de la MIF II, peut également être considérable.

7. Principaux résultats

Ce chapitre de conclusion résume les principales conclusions et les résultats de ces travaux en ce qui concerne les jetons, les titres et les titres en compte.

155

156

²⁹⁴ Voir titre II, chapitre II.2.4.

²⁹⁵ En vertu de ces dispositions, les entreprises de pays tiers peuvent fournir des services d'investissement à l'initiative exclusive de clients de l'UE ou de l'EEE sans être soumises aux règlements correspondants de la MiFID II.

Il convient de rappeler qu'une chaîne de blocs est en principe une base de données décentralisée, publique et permanente. Les chaînes de blocs ne sont pas toutes identiques. Il convient notamment de distinguer les différentes autorisations d'accès en lecture et en écriture. Contrairement à une chaîne de blocs privée (avec autorisation), chaque utilisateur dispose d'une autorisation écrite sur une chaîne de blocs publique (sans autorisation). Les attributs "chaîne de blocs ouverte" et "chaîne de blocs fermée", en revanche, dépendent de la conception des droits de lecture. Bitcoin et Ethereum sont de bons exemples de chaînes de blocs ouvertes au public - chaque utilisateur a un accès en lecture et en écriture. Une chaîne de blocs avec un accès en écriture pour tous, mais un accès limité en lecture (public fermé), par contre, est idéale pour la tenue d'élections anonymes. Si, en revanche, la transparence est nécessaire mais que tout le monde ne doit pas avoir accès à l'écriture, une chaîne privée en bloc ouvert peut être utilisée. Le trafic officiel, en revanche, pourrait être transféré vers une chaîne privée en bloc fermé, qui aurait un accès limité en lecture et en écriture.

- 157 Un cas potentiel d'utilisation d'une chaîne de blocs sans autorisation ou publique est, par exemple, la mise en œuvre de l'identité autosouveraine (SSI) en tant que complément et huitième niveau du modèle d'interconnexion des systèmes ouverts (OSI), qui est le modèle de référence pour les protocoles de réseau. En particulier en ce qui concerne la portabilité des données vérifiées, la technologie des chaînes de blocs peut jouer un rôle important (identification, vérification de l'âge, etc.). Il doit être présenté, par exemple, comme une couche au niveau du navigateur Internet. Il serait concevable, par exemple, que des données personnelles soient introduites dans ce "méta-niveau" et ensuite - si on le souhaite - mises à jour simultanément sur tous les réseaux sociaux.

Inversement, en termes simples, le contenu pourrait également être alimenté sans qu'un hébergeur de site web en soit conscient (puisque le contenu est intégré une couche plus haut ; par exemple, la publicité pour les monnaies cryptées sur les sites web qui ont interdit ce type de publicité en soi).

Techniquement, les jetons peuvent être représentés comme un ensemble de données soumises à une authentification à deux facteurs et peuvent être utilisés pour autoriser des services basés sur des logiciels. L'accès n'est accordé qu'après une authentification réussie. Les facteurs d'authentification peuvent être basés sur les éléments de connaissance, de propriété et d'héritage. Il est intéressant de noter que les mêmes éléments se retrouvent dans la directive PSD II en ce qui concerne l'authentification forte des clients. 158

Des applications décentralisées, appelées Smart Contracts, au sens de scripts permanents, sont également régulièrement utilisées sur des protocoles décentralisés tels que les chaînes de blocs. Ceux-ci remontent aux modèles informatiques Agoric des années 1980 et peuvent également représenter des contrats au sens juridique, si l'on considère que les contrats eux-mêmes peuvent être conclus par implication ou verbalement. 159

7.1 La cartographie du plein droit de propriété dans un jeton

En raison d'un élément de corporalité manquant, les jetons ne constituent pas une chose au sens du droit de propriété du Liechtenstein. Toutefois, avec l'entrée en vigueur du TVTG le 01.01.2020, les dispositions du droit de la propriété doivent être appliquées de manière analogue aux jetons. 160

- 161 Toutefois, le principe de la primauté du fond sur la forme s'applique indépendamment de cela et la loi représentée par le jeton doit toujours être prise en considération. Si, par exemple, un dépositaire détient un objet en garde pour une personne ayant le droit de disposer d'un jeton conformément au *depositum regulare*, ce jeton représente effectivement le droit de propriété de l'objet détenu en garde.
- 162 La question de savoir si un *depositum regulare* existe, selon lequel le dépositaire reste propriétaire d'un objet spécifique, ou si un *depositum irregular* est créé, selon lequel seule une revendication générique existe, dépend des intentions économiques des parties. Conformément aux dispositions de l'accord de garde, le gardien doit restituer les mêmes objets que ceux qui ont été mis en sécurité. Comme mentionné ci-dessus, un *depositum regulare* peut exister même si le dépositaire n'est tenu de restituer que des objets de même type et de même qualité. Cela dépend de l'accord concernant la propriété des biens. Si le dépositaire doit devenir propriétaire, il y a un *regulare depositum* irrégulier. Toutefois, si le dépositaire doit rester propriétaire, il existe un *depositum regulare*. Cela peut jouer un rôle important à cet égard, de sorte que dans le cas de la symbolisation de la propriété d'un bien, un jeton n'est pas qualifié d'instrument financier du point de vue de la surveillance en raison du manque de normalisation.
- 163 Toutefois, la normalisation peut être réalisée au moyen d'un accord de conservation, qui est inoffensif en fin de compte. Un *depositum regulare* peut exister, mais les parties ou, en particulier, le déposant peuvent accepter un objet comparable en type, nombre et qualité au lieu de l'objet donné.

7.2 Droits de valeur selon la TVTG et droits de valeur selon le PGR tel que modifié par le BuA 2019/93 (LGBI 2019.304)

Le BuA 2019/93 introduit des droits de valeur selon le TVTG d'une part 164 et des droits de valeur selon le PGR d'autre part. Il existe des différences importantes entre les droits d'inscription en compte prévus par ces lois, à l'exception de la représentation sous forme de jeton ou de la gestion dans le registre des droits d'inscription en compte. Pour les titres inscrits en compte conformément au PGR tel qu'amendé dans la version 2019/93 de la loi sur les titres inscrits en compte, les dispositions de la loi sur les droits de propriété doivent être appliquées de manière fonctionnellement équivalente, car ces titres inscrits en compte doivent avoir les mêmes fonctions que celles des titres. En outre, le principe de causalité continue de prévaloir dans le RGP. En revanche, les dispositions du TVTG ne doivent être appliquées aux titres inscrits en compte dans le cadre du TVTG que d'une manière fonctionnellement adéquate, c'est-à-dire par analogie. En outre, le principe d'abstraction prévaut en ce qui concerne les règlements de radiodiffusion du TVTG.

Cela a pour conséquence que, dans le cas du transfert de titres intermédiés sous forme de jetons en vertu de la TVTG, l'opération de cession 165 reste également abstraite, si l'opération d'obligation cesse. Dans ce cas, la transaction devrait être annulée en vertu de la loi sur l'enrichissement. Toutefois, si la cause d'une transaction impliquant des titres sans certificat conformément au PGR tel que modifié par le Journal officiel fédéral 2019/93 cesse de s'appliquer, la transaction d'engagement cesse également de s'appliquer et ces titres sans certificat peuvent être indexés à l'avenir.

166 En effet, un droit de sûreté par inscription en compte selon le PGR tel que modifié par le Journal officiel fédéral 2019/93 a toutes les fonctions d'une sûreté, y compris une fonction de transport, une fonction de légitimation et de libération, une fonction de protection du trafic et une limitation des objections. Cette disposition est délibérément destinée à aller plus loin que la base de réception suisse de l'article 973c du Code des obligations, qui nie l'application des dispositions du droit de la propriété (fonction de transport et acquisition de bonne foi) en ce qui concerne les titres intermédiés.

167 Avec le § 81a de la dernière section du PGR tel que modifié par le Journal officiel fédéral 2019/93, un changement profond a été apporté à la dogmatique du droit civil et tous les droits peuvent être représentés sous forme de titres d'inscription en compte, ce qui signifie qu'ils peuvent être soumis ultérieurement au régime du droit de la propriété. L'un des changements (doctrinaux) les plus essentiels apportés par le processus législatif sur la Blockchain Act est donc de se situer en dehors de celle-ci. Toutefois, il faut tenir compte du fait que le registre des droits d'inscription en compte doit également être organisé de manière à exclure toute ingérence injustifiée du débiteur dans les droits du créancier. La technologie de la chaîne de blocs ou les systèmes VT tels que définis dans le TVTG sont également adaptés à cette fin. La tenue du registre des droits d'inscription en compte sur la chaîne des blocs ne signifie pas nécessairement que les droits d'inscription en compte doivent également être conservés sous forme de jetons et seraient donc à nouveau soumis au TVTG.

7.3 Tokenisation dans les structures d'investissement collectif et les associations segmentées

L'un des critères les plus importants des fonds est l'investissement selon une stratégie d'investissement définie. Cela signifie qu'il faut faire preuve de discrétion dans la répartition des actifs. Si une gestion de portefeuille individuelle discrétionnaire est appliquée à un collectif, cela se reflète dans la réglementation des fonds. 168

Les sociétés holding ou les entités ad hoc qui s'engagent dans la collecte de fonds, par exemple en émettant un jeton de sécurité, ne sont pas des fonds tant qu'elles poursuivent une stratégie commerciale. Cela signifie qu'au moment de la souscription des instruments financiers (symboliques), l'objectif d'investissement doit déjà avoir été déterminé et qu'il n'y a pas de marge de manœuvre dans l'investissement. Si, en revanche, les placements collectifs sont effectués avec un certain degré de discrétion, une stratégie d'investissement définie et, par conséquent, un fonds sont présents. On peut voir un exemple de funambule dans l'investissement selon un algorithme fixe. Même avec un tel modèle d'entreprise basé sur la robotique, il n'y a aucune discrétion dans l'investissement du capital collecté, ce qui explique pourquoi l'existence d'un fonds est niée. 169

La représentation d'un dépôt d'instruments financiers peut également conduire à un organisme de placement collectif, à condition que non seulement un dépositaire ou un certificat de dépôt relatif à des instruments financiers soit représenté dans un jeton, mais - ce qui serait techniquement possible - un portefeuille financier géré activement ou passivement soit représenté dans un jeton. Si un tel jeton est ensuite libellé et émis aux investisseurs, un fonds est effectivement créé. 170

Il convient de noter que les OPCVM ne peuvent investir que dans des actifs financiers liquides, c'est pourquoi un fonds cryptographique qui 171

investit dans des jetons, au sens de contenu numérique, ne peut être structuré que comme un fonds alternatif. Toutefois, il est également possible d'émettre les parts d'un fonds sous forme de jetons. Il est essentiel que le FMA du Liechtenstein, sur demande écrite, fournisse des informations contraignantes sur l'existence ou non d'un fonds, et soit lié par son avis.

- 172 Il convient de noter, en ce qui concerne les fonds alternatifs, que leur distribution dans le marché unique européen n'est harmonisée qu'en ce qui concerne les investisseurs professionnels. Au Liechtenstein, les parts d'un fonds alternatif peuvent également être distribuées à des investisseurs de détail, mais un tel fonds n'est pas soumis à l'obligation de passeport.
- 173 La forme de l'entité juridique segmentée ou PCC prévue par le droit du Liechtenstein peut également être importante en ce qui concerne les fonds. Par exemple, une société peut être segmentée, chaque segment pouvant émettre ses propres actions ou même ses propres obligations. Le fait qu'une entité segmentée dispose ou non d'un fonds dépend dans une large mesure de la poursuite d'une stratégie d'investissement définie ou simplement d'une stratégie commerciale.

7.4 Transactions des consommateurs iZm Token

- 174 La FernFinG prévoit essentiellement un droit de rétractation, bien qu'un consommateur n'ait pas de droit de rétractation dans les transactions de vente à distance de services financiers si les services financiers couverts par le contrat sont soumis à des fluctuations sur le marché financier qui ne sont pas influencées par l'entrepreneur et se situent dans

le délai de rétractation. Le FernFinG exige également que les consommateurs soient informés de l'existence ou non d'un droit de rétractation ; toutefois, il n'y a pas de sanction s'ils ne sont pas informés de l'inexistence d'un droit de rétractation, car cela ne donne pas lieu à un droit de rétractation.

Mais le droit de la consommation est plus important en ce qui concerne 175
les jetons, qui représentent des logiciels au sens de contenu numérique et donc de marchandise. Au Liechtenstein, ces jetons ne sont enregistrés en tant que monnaies virtuelles qu'en vertu du droit de surveillance, dont l'émission ou la distribution ne nécessitent pas d'autorisation spéciale en vertu du droit des marchés financiers, car ils sont largement traités comme des marchandises.²⁹⁶ Les transactions relatives à ces jetons seront régulièrement conclues par le biais de la vente à distance. C'est pourquoi la FAGG et, en particulier, ses dispositions sur le droit de rétractation sont plus importantes que la KSchG.

Toutefois, une exception au droit de rétractation prévu par le FAGG 176
peut s'appliquer. En particulier, les exceptions prévues à l'article 19, paragraphe 1, point b), et à l'article 19, paragraphe 1, point l), de la loi sur les subventions aux entreprises (FAGG) sont remises en question à cet égard. Un consommateur n'a pas de droit de rétractation selon la dernière disposition de la FAGG pour l'acquisition de contenu numérique dans la vente à distance qui n'est pas stocké sur un support de données physique et lorsque l'entrepreneur a, avec le consentement exprès du

²⁹⁶ Selon le modèle d'entreprise, seule l'obligation de s'inscrire comme bureau de change (avant l'entrée en vigueur du TVTG) ou de s'inscrire comme prestataire de services d'échange de TV peut être indiquée, voir également le titre II, chapitres II.2.9 et II.3.

consommateur, commencé à exécuter le contrat prématurément, avant l'expiration du délai de rétractation, après avoir été informé du droit de rétractation. Une confirmation du contrat conclu doit être fournie sur un support de données permanent. Outre le papier, les supports de données permanents comprennent également les clés USB, les cartes mémoire ou même les courriels. Toutefois, la justification de cette exception s'accompagne également d'un effort administratif considérable. Il convient de noter que les jetons sur un porte-monnaie électronique ne doivent pas être considérés comme des contenus numériques, mais comme des marchandises au sens de la LAGF ou de la LCRV.

177 En outre, la seule exception pertinente serait l'article 19, paragraphe 1, point b), de la loi sur les assurances. Selon cette disposition, un consommateur n'a pas de droit de rétractation si un contrat est conclu pour des biens ou des services dont le prix est soumis à des fluctuations sur le marché financier. Cela doit être refusé en tout état de cause dans le cas d'une transaction à prix fixe. Si le prix des marchandises était convenu à l'avance, il était également prévisible. Le fait que le prix soit encore favorable au moment de la livraison n'est pas pertinent ici. Il dépend donc de la volonté des parties de savoir si une transaction à prix fixe était prévue en ce qui concerne les jetons ou si ceux-ci ont été acquis à des fins spéculatives.

178 Toutefois, on ne peut pas supposer qu'il existe un noyau spéculatif important dans les transactions de consommation impliquant des jetons, car les jetons ont souvent une fonction inhérente à une chaîne de blocs et sont nécessaires à l'exécution de certaines transactions ou au fonctionnement d'une chaîne de blocs et sont également nécessaires à la recherche de consensus. Il faut également en tenir compte lors de l'achat de jetons, car un utilisateur qui achète un jeton pour rendre utilisables

des services en rapport avec une chaîne de blocs et qui, parfois, consomme également les jetons, n'a pas d'intérêt principal dans une prestation. Même si un tel caractère spéculatif peut être supposé pour une transaction spécifique liée aux jetons, les jetons ne constituent pas des marchandises au sens du VRRL ou du FAGG, c'est pourquoi cette exception au droit de rétractation ne peut être appliquée d'emblée. Une analogie avec l'électricité, l'eau et le gaz, qui sont traités comme des biens pour autant qu'ils soient vendus en volume limité ou en quantité déterminée, devrait être rejetée en conséquence, car cela serait en contradiction directe avec le considérant 19 du VRRL : *"De même que les contrats de fourniture d'eau, de gaz ou d'électricité lorsqu'ils ne sont pas proposés à la vente en volume limité ou en quantité déterminée, ou de fourniture de chauffage urbain, les contrats portant sur des contenus numériques qui ne sont pas mis à disposition sur un support physique ne devraient pas être considérés comme des contrats de vente ou de service aux fins de la présente directive"*. Les contenus numériques, tels que les programmes d'ordinateur, les jeux, les films, la musique, etc., seraient également quantifiables et, selon la considération du législateur de l'Union, ne devraient pas être traités comme des marchandises ; l'exception au droit de rétractation en ce qui concerne les contenus numériques constitue une exception indépendante qui ne communique pas avec l'exception de l'art. 19 al. 1 lit b LDF. Cette exception n'est donc pas applicable aux jetons en tant que contenus numériques selon la VRRL, qui peuvent également représenter des monnaies virtuelles selon la 5e directive GW.

En outre, en règle générale, il convient de noter que les titres étrangers, 179 à l'exception de ceux de l'Autriche ou de la Suisse, ne sont pas exécutoires au Liechtenstein, ce dernier n'ayant pas signé et ratifié les conventions de Bruxelles et de Lugano. En cas de litige au Liechtenstein

par des personnes non domiciliées au Liechtenstein, un dépôt de garantie conformément aux §§ 56 et suivants du ZPO (Code de procédure civile) est exigé en garantie des frais de procédure.

- 180 En outre, il convient également de noter en termes généraux que même une clause de choix de loi peut être invalide parce qu'elle est trompeuse, à moins qu'il n'y ait une indication que les dispositions impératives de protection des consommateurs du pays de résidence du consommateur priment (CJCE C-191/15, VKI/Amazon EU Srl : "Art. 3(3) L'article 3, paragraphe 1, de la directive 93/13 doit être interprété en ce sens qu'une clause contenue dans les conditions générales d'un professionnel qui n'a pas fait l'objet d'une négociation individuelle et qui prévoit que la loi applicable à un contrat conclu avec un consommateur par voie électronique est la loi de l'État membre dans lequel le professionnel est domicilié, est abusive dans la mesure où elle induit le consommateur en erreur en lui donnant l'impression que seule la loi de cet État membre est applicable au contrat sans l'informer qu'il bénéficie également de la protection des dispositions impératives de la loi qui serait applicable en l'absence de cette clause ; il appartient à la juridiction nationale de l'apprécier à la lumière de toutes les circonstances pertinentes."
- 181 Enfin, il convient de noter qu'un service relatif aux jetons au sens de contenu numérique peut être réglementé à un seuil bas, en fonction de la forme spécifique qu'il prend, mais la même activité peut être strictement réglementée dans d'autres juridictions comme l'Allemagne, par exemple, puisque les unités de compte (comme les jetons) y représentent également des instruments financiers et qu'un MTF devrait par conséquent être agréé pour la négociation de jetons en vertu du droit allemand.

II. Offres de jetons et centres commerciaux décentralisés

1. Introduction et objet de l'enquête

Alors que les travaux du titre I. - Les jetons en tant que droits de valeur - portent essentiellement sur la nature civile des jetons et leur transfert au Liechtenstein, le présent document se concentre sur les aspects de surveillance, notamment en ce qui concerne les offres de jetons, les actes juridiques européens étant pris en compte en particulier. Le terme d'offre de jetons est délibérément choisi dans le présent document, car c'est le terme qui présente le plus haut degré d'abstraction en ce qui concerne l'offre de jetons relevant du droit public et la créativité en ce qui concerne les créations de mots pour une émission de jetons semble être presque inépuisable. Pour les initiés de l'industrie des chaînes de magasins,²⁹⁷ ces termes non définis légalement d'ICO (Initial Coin Offering following the IPO - "Initial Public Offering" ; IPO), via des variantes de celles-ci telles que DAICO (Offre Initiale Autonome Décentralisée de Monnaie), IPCO (Offre Initiale de Monnaie Publique), IEO (Offre Initiale d'Echange), IDO (Offre Initiale DEX) ou ITO (Offre Initiale de Jetons), le terme plus technique de TGE (Token Generating Event) jusqu'aux évaluations qui anticipent l'appréciation juridique en matière de classification, comme l'ETO (Equity Token Offering), l'ACO (Accredited Coin Offering) ou le STO (Security Token Offering).

182

183

²⁹⁷ Le terme "chaîne de blocs" est utilisé dans ce document comme *pars pro toto* pour la technologie des grands livres distribués.

Ces termes sont très hétérogènes et il faut toujours évaluer au cas par cas si les modèles commerciaux basés sur une chaîne de blocs et la conception ou la structure du jeton concerné déclenchent une approbation en vertu de la législation sur les marchés financiers. Les termes susmentionnés n'ont même pas nécessairement en commun une offre publique ou privée de jetons. Cela ne peut également signifier que la génération technique de jetons²⁹⁸, ou la génération de jetons au cours de ce que l'on appelle l'exploitation minière, ce qui est courant²⁹⁹ dans les mécanismes

²⁹⁸ Cf. le rapport de consultation du gouvernement sur la création d'une loi sur les systèmes de transaction basés sur des technologies fiables (VT) (loi sur la chaîne de blocs ; loi VT ; VTG) et la modification d'autres lois, qui a été adopté par le gouvernement le 28.08.2018 et qui, pour la première fois, fait une distinction stricte entre le producteur de jetons et l'émetteur de jetons. Selon l'article 2, paragraphe 1, point 1, de la loi sur la télévision et les télécommunications (TVTG), telle que modifiée par le Journal officiel fédéral 2019/54, un émetteur de jetons est une personne qui offre des jetons en son propre nom et pour son propre compte ou pour le compte d'un tiers, ou qui émet des jetons au nom d'un tiers - au nom d'un donneur d'ordre qui conclut un accord de procuration (c'est-à-dire l'opération juridique bilatérale de l'ordre dans la relation interne et une procuration ayant effet dans la relation externe) - pour le compte d'un tiers. Une telle représentation directe ou ouverte avec effet juridique des actes fixés du représentant pour la partie représentée correspondrait essentiellement à une opération de placement en relation avec des instruments financiers - voir BaFin, Merkblatt Platzierungsgeschäft, 10.12.2009, modifié en dernier lieu le 25.07.2013, https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_091211_tatbestand_platzierungsgeschaeft.html

²⁹⁹ Aussi PoW ; il s'agit d'une description simplifiée de la fourniture de puissance de calcul pour résoudre certains calculs cryptographiques, par laquelle des blocs sont créés et fournis à la chaîne de blocs lorsque les tâches sont résolues. Ces nouveaux blocs sont utilisés pour confirmer les transactions et émettre de nouveaux jetons. Il existe également d'autres mécanismes tels que la preuve de l'enjeu (PoS) et les formes hybrides ; sa *Buterin*, <https://bitcoinmagazine.com/articles/what-proof-of-stake-is-and-why-it-matters-1377531463/>, a

de preuve du travail. Le protocole Bitcoin, par exemple, s'appuie sur le mécanisme de preuve du travail susmentionné et prévoit que chaque bloc génère 50 nouveaux Bitcoins, ce nombre de Bitcoins nouvellement créés étant divisé par deux tous les 210 000 blocs et la plus petite sous-unité, 1 Satoshi³⁰⁰, étant indivisible.³⁰¹ Illustré au moyen d'une séquence géométrique, cela se présente comme suit :

$$\frac{\sum_{i=0}^{32} 210\,000 \left[\frac{5\,000\,000\,000}{2^i} \right]}{100\,000\,000} = \frac{209\,999\,999\,769}{10\,000} = 2.09999999769 \times 10^7$$

appelé le 15.09.2019 <https://bitcoinmagazine.com/articles/what-proof-of-stake-is-and-why-it-matters-1377531463/> 16:31.

³⁰⁰ 0.00000001 BTC, du nom du sinistre inventeur du protocole Bitcoin, *Satoshi* Nakamoto Cf. le livre blanc Bitcoin, <https://bitcoin.org/bitcoin.pdf>, consulté le 15.09.2019 <https://bitcoin.org/bitcoin.pdf> 16:31.

³⁰¹ <https://github.com/trottier/original-bitcoin/blob/master/src/main.cpp> appelé le 15.09.2019, 16:31.

Il en résulte une limite arrondie de 21 millions de bitcoins (exactement 20 999 999,9769 BTC³⁰²), les 50 bitcoins du bloc Genesis n'étant pas transférables³⁰³ et d'autres irrégularités ayant également conduit à des bitcoins non transférables.³⁰⁴

185 À cet égard, la production (technique) et la commercialisation de ces jetons ne servent pas nécessairement à la capitalisation sur le marché financier ou au financement des entreprises, mais les jetons émis peuvent aussi simplement avoir un but inhérent au modèle commercial basé sur la chaîne de blocs - une utilité - qui, selon le droit liechtensteinois, n'aura régulièrement pas de conséquences réglementaires trop importantes. Il faut donc tenir compte du fait que les jetons sont offerts dans le cadre d'une collecte de fonds (c'est-à-dire la vente de jetons) ou que les jetons représentent en fait un contenu numérique au sens de données ou de logiciels en tant que marchandise et sont vendus dans un but commercial (c'est-à-dire la vente de jetons).

186 Par conséquent, la tentative de définition juridique dans le projet de rapport du règlement européen sur les prestataires de services de financement de la foule (PESP) semble également malavisée, car elle se fonde exclusivement sur des monnaies virtuelles et, dans l'ancienne

³⁰² Cela est dû à la forte fragmentation de la division et à la limitation du nombre de bits du Bitcoin au 8ème chiffre après la virgule.

³⁰³ https://en.bitcoin.it/wiki/Genesis_block appelé le 15.09.2019, 16:31 ; c'est aussi la raison pour laquelle l'ETH peut être détruite par des transferts à l'adresse 0x0 (dite "burning"), puisque personne ne possède la clé privée de cette adresse.

³⁰⁴ <https://bitcoin.stackexchange.com/questions/38994/will-there-be-21-million-bitcoins-eventually> aufgerufen am 15.09.2019, 16:31 ; https://en.bitcoin.it/wiki/Controlled_supply https://en.bitcoin.it/wiki/Controlled_supply aufgerufen am 15.09.2019, 16:31.

diction du TVTG telle que modifiée par la loi fédérale sur le financement de la foule en 2019/54,³⁰⁵ sur les jetons de paiement.³⁰⁶ Le PECS stipule littéralement : "*L'offre initiale de pièces ou de jetons*" signifie la collecte de fonds auprès du public de manière dématérialisée à l'aide de pièces ou de jetons mis en vente pour une durée limitée par une entreprise ou un particulier en échange de monnaies fiduciaires ou virtuelles.³⁰⁷

Toutefois, cette formulation ne tient pas compte des nombreuses variantes de conception des jetons, qui peuvent en principe représenter tous les droits. À juste titre, les OIC ont été supprimées dans le rapport final. Si les OCI sont toujours considérées comme ayant une composante de financement, qui pourrait présenter un intérêt particulier pour les PME, il est également reconnu qu'en dehors de la classification selon le droit des marchés de capitaux, la technologie peut, par exemple, accélérer le transfert de technologie. Il a été reconnu en temps utile que l'inclusion des OIC dans le PECS ne résout pas les incertitudes juridiques qui y sont associées et il y est également indiqué que la Commission européenne pourrait proposer à l'avenir une législation-cadre 187

³⁰⁵ Rapport et demande 2019/54 du gouvernement au Parlement de la Principauté du Liechtenstein concernant la création d'une loi sur les jetons et les prestataires de services de VT (loi sur les prestataires de services de jetons et de VT ; TVTG) et la modification d'autres lois ; article 2, paragraphe 1, lettre d, TVTG-BuA ("TVTG").

³⁰⁶ Dans le BuA 2019/93, p. 23, le jeton de paiement a de nouveau été supprimé.

³⁰⁷ Projet de rapport sur la proposition de règlement du Parlement européen et du Conseil relatif aux prestataires européens de services de financement collectif (PESC) pour les entreprises (COM(2018)0113 - C8-0103/2018 - 2018/0048(COD)), 10.08.2018, https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/ECON-PR-626662_EN.pdf, S 28.

européenne complète basée sur une évaluation d'impact approfondie.³⁰⁸

- 188 La question de recherche concrète de ce document est donc la suivante : *quand une offre de jetons est-elle disponible et comment les offres de jetons sont-elles traitées dans le droit de surveillance du Liechtenstein ? La sous-question concrète est la suivante : les jetons peuvent-ils également représenter des dépôts, de la monnaie électronique ou des instruments financiers ? Quels sont les liens entre ces trois règlements et en quoi diffèrent-ils des monnaies virtuelles ?* Dans ce contexte, le cadre juridique de l'Union doit également être pris en compte. Les travaux porteront notamment sur les offres de jetons via les centres commerciaux décentralisés ou les marchés décentralisés. EtherDelta³⁰⁹, IDEX³¹⁰, Token Store³¹¹ ou le Stellar

³⁰⁸ Rapport sur la proposition de règlement du Parlement européen et du Conseil relatif aux prestataires européens de services de financement collectif (PESC) pour les entreprises (COM(2018)0113 - C8-0103/2018 - 2018/0048(COD)), A8-0364/2018, 09.11.2018, https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/A-8-2018-0364_EN.htmlhttps://www.europarl.europa.eu/doceo/document/A-8-2018-0364_EN.html, S 8 und 9 (Rz 11a und 15a).

³⁰⁹ <https://etherdelta.com/> appelé le 15.09.2019, 16:21 ; une bourse sans moteur d'appariement (bulletin board), sur laquelle les utilisateurs doivent créer des ordres.

³¹⁰ <https://idex.market/> appelé le 15.09.2019, 16:21. IDEX garde le carnet de commandes hors chaîne (central), tout comme 0x - <https://0x.org/> appelé le 15.09.2019, 16:22. AirSwap, en revanche, a un carnet de commandes décentralisé, <https://www.airswap.io/> appelé le 15.09.2019, 16:22. D'autres "crypto-échanges" n'ont aucun carnet de commandes au sens classique du terme, par exemple Uniswap, <https://uniswap.io/>, appelé le 15.09.2019, 16:23, Bancor, <https://www.bancor.network/> appelé le 15.09.2019, 16:23, Kyber, <https://kyber.network/> appelé le 15.09.2019, 16:23, ou DutchX, <https://dutchx-rinkeby.d.exchange/> appelé le 15.09.2019, 16:24, (un échange basé sur une enchère hollandaise - enchère inversée ou enchère avec chute des prix).

³¹¹ <https://token.store/> consulté le 15 septembre 2019, 16:24.

Decentralized Exchange (DEX)³¹² sont des exemples de places de négociation décentralisées, sur lesquelles peuvent être négociés des devises ou des jetons complètement décentralisés, c'est-à-dire de type peer-to-peer (p2p), des cryptodonnées ou des jetons, parfois aussi des jetons représentant des instruments financiers.³¹³ La mise en commun des intérêts peut être effectuée par le protocole de réseau respectif - la chaîne de blocs elle-même - et une telle place de marché décentralisée diffère du marché organisé des capitaux en ce qu'elle n'est pas gérée par un intermédiaire central, mais par la somme des utilisateurs du réseau - c'est-à-dire par le réseau en tant qu'organisation autonome décentralisée. Dans ce contexte, la sous-question suivante doit également être examinée : *La réglementation des marchés financiers s'applique-t-elle aux centres de négociation décentralisés - et si oui, sous quelle forme ou dans quelle mesure et en quoi cette réglementation diffère-t-elle de celle des centres de négociation organisés ?*

³¹² <https://stellarterm.com/> appelé le 15.09.2019, 16:21 ; Le Stellar DEX stocke le carnet de commandes sur la chaîne, traite les transactions sur la chaîne et a intégré le matchmaking dans le protocole Stellar.

³¹³ Contrairement aux bourses où le carnet d'ordres, l'appariement et le règlement sont créés ou effectués hors chaîne, par exemple OpenFinance Network ATS, <https://www.openfinance.io/>, consulté le 15.09.2019, 16:24. Outre les bourses d'instruments financiers, il existe également des intermédiaires centraux pour les jetons qui ne sont ni des instruments financiers, ni de la monnaie électronique, ni des dépôts - par exemple Binance (<https://www.binance.com/>, consulté le 15.09.2019, 16:25), Kraken (<https://www.kraken.com/>, appelé le 15.09.2019, 16:25), Bittrex (<https://international.bittrex.com> appelé le 15.09.2019, 16:25), Coinbase (<https://www.coinbase.com/>, appelé le 15.09.2019, 16:25), Poloniex (<https://poloniex.com/> appelé le 15.09.2019, 16:26), etc., qui gardent tous leur carnet d'ordres hors chaîne et détiennent également des jetons de manière centralisée dans un portefeuille omnibus afin de minimiser les coûts de transaction sur la chaîne de blocs.

1.1 Évaluation des modèles d'entreprise basés sur le DLT dans le cadre de la loi sur les marchés financiers

- 189 En vertu de l'article 4 de la FMAA, l'Autorité des marchés financiers du Liechtenstein poursuit les objectifs suivants : *assurer la stabilité du marché financier du Liechtenstein, protéger les clients, prévenir les abus, et mettre en œuvre et respecter les normes internationales reconnues*. Ainsi, la législation sur les marchés financiers vise une "réglementation qui soit neutre sur le plan technologique, fondée sur le risque et non discriminatoire pour les participants existants au marché"³¹⁴. Les modèles commerciaux basés sur les DLT ou les chaînes de blocs peuvent également relever de la réglementation des marchés financiers, dans le cadre de laquelle une approche fonctionnelle est suivie, ce qui signifie que chaque modèle ou structure de jeton est analysé au cas par cas (par exemple, la génération de jetons dans le contexte d'une offre de jetons).
- 190 La conception économique factuelle d'un jeton et la qualification juridique qui en résulte constituent donc la clé de voûte du point de vue de la surveillance. Il faut toujours faire la distinction entre le modèle commercial et la conception de jetons. Un jeton ne doit pas nécessairement être un instrument financier, mais le modèle d'entreprise peut néanmoins être soumis à une autorisation légale spéciale, qui est soumise à la surveillance de la FMA (Autorité des marchés financiers du Liechtenstein) conformément au FMAG. D'autre part, il est également possible que le modèle d'entreprise ne soit pas réglementé par le droit

³¹⁴ Cf. les tâches de l'ADF du Liechtenstein - <https://www.fma-li.li/de/kundenschutz.html>, appelé le 15.09.2019, 16:21 ; ADF du Liechtenstein, L'innovation comme défi - et comme opportunité, 20.07.2017, <https://www.fma-li.li/de/news/20170920-innovation-als-herausforderung-und-als-chance.html?comefrom=career>

des marchés financiers, mais un jeton est un instrument financier, qui est donc soumis à certaines restrictions, par exemple en matière de distribution, ou nécessite un prospectus.

L'approche technologiquement neutre est non seulement décisive pour 191 l'évaluation de la FMA, mais cet aspect a également été pris en compte dans le TVTG. Ainsi, le terme juridique générique de technologies ou de systèmes technologiques fiables conformément à l'article 2, paragraphe 1, lettres a et b du TVTG inclut généralement aussi les variantes de mise en œuvre technique de la technologie du registre distribué. Cela doit être compris dans le contexte du fait que la fiabilité actuelle ou supposée d'une chaîne de blocs ne doit plus nécessairement être donnée à l'avenir (par exemple, il est concevable que les progrès technologiques dans le domaine des technologies quantiques puissent conduire à une augmentation significative de la puissance de calcul).³¹⁵ La confiance placée sur le marché financier classique dans un intermédiaire financier central, qualifié et fiable ou dans une institution financière appropriée devient obsolète avec les technologies décentralisées de ce type, car cette confiance est remplacée par la somme des utilisateurs du réseau, qui à leur tour confirment l'exactitude des transactions respectives, et donc la possibilité de compromis ou de corruption est négligeable une fois que le réseau atteint une certaine taille.³¹⁶ Cependant, la confiance n'est pas exclusivement accordée par la technologie, mais résulte des fonctions cryptographiques en combinaison avec la décentralisation, qui est une propriété inhérente à la technologie, mais qui

³¹⁵ Cf. BuA 2019/54, p. 44 et 56, voir également le prospectus du Postera Fund, p. 101.

³¹⁶ Cf. <https://en.bitcoin.it/wiki/Weaknesses>, appelé le 15.09.2019, 16:40, pour diverses faiblesses comme les attaques de la majorité ou de la Sibylle.

est en fin de compte due aux utilisateurs individuels du réseau ; il existe certaines chaînes de blocs qui ont un nombre de participants si faible et donc un taux de hachage si bas qu'ils peuvent être compromis par la puissance de calcul des fermes de serveurs individuelles, qui peuvent être louées à court terme. L'objet de la confiance est donc en réalité la somme des utilisateurs d'un réseau - c'est-à-dire le collectif - et non la technologie en tant que telle, qui ne représente à cet égard que le moyen d'atteindre une fin, l'objet sur lequel la confiance est projetée. À cet égard, la dénomination du TVTG peut être contestée, car la technologie n'est ni digne de confiance, ni indigne de confiance et il ne faut pas donner l'impression que les systèmes technologiques existants ne sont pas dignes de confiance.³¹⁷

1.2 Pratique officielle de l'Autorité des marchés financiers du Liechtenstein

192 La FMA du Liechtenstein attire l'attention sur l'applicabilité potentielle de la réglementation des marchés financiers aux modèles d'entreprise basés sur des chaînes de blocs ou des jetons. Selon leur forme concrète, les jetons peuvent donc représenter des droits d'adhésion ou de créance et, en raison de leur caractère d'investissement, peuvent constituer des instruments financiers si d'autres critères sont remplis. En règle générale, les services relatifs aux instruments financiers nécessitent une autorisation légale spéciale de l'AMF en vertu de la loi sur les marchés financiers, et un prospectus de valeurs mobilières peut également être

³¹⁷ Cf. la terminologie du TVTG BuA 2019/54, p 56 f.

requis pour l'émission de jetons représentant des instruments financiers.³¹⁸

Le FMA a également commenté les monnaies virtuelles comme Bitcoin. 193 Ainsi, les monnaies virtuelles sont une représentation numérique de valeurs qui présentent certaines similitudes avec le cours légal.³¹⁹ Ainsi, les cryptocurrencies telles que la CTB ou l'EPF ont une fonction de représentation des moyens de paiement (l'article 2 al. 1 lit. 1 de la LDA attribue également une fonction de conservation de valeur aux monnaies virtuelles dans le cadre de l'activité d'un bureau de change qui échange des monnaies ayant cours légal contre des monnaies virtuelles).³²⁰ Cela est essentiel pour la distinction entre les jetons et la monnaie électronique, car la monnaie électronique n'est pas destinée à l'épargne ou à l'investissement.³²¹

³¹⁸ Fiche d'information FMA "Initial Coin Offering" du 10.09.2017, <https://www.fma-li.li/files/fma/fma-faktenblatt-ico.pdf>, dernière mise à jour le 01.10.2018

³¹⁹ Fiche d'information du FMA sur les monnaies virtuelles, dernière mise à jour le 16 février 2018, <https://www.fma-li.li/files/fma/fma-faktenblatt-virtuelle-waehrungen.pdf>

³²⁰ Cf. BuA 2016/159, p. 31, selon lequel World of Warcraft Gold ne devrait pas être une monnaie virtuelle (au sens du SPG) en raison de l'absence de possibilités de change pour la monnaie fiduciaire. A cet égard, *Nägele/Bergt*, Cryptocurrencies and Blockchain Technology in Liechtenstein supervisory law, Regulatory Grey Zone ? p 63 (p 65 f). La BCE a également abordé cette question et a déclaré ce qui suit : "*Cependant, il semble y avoir un marché noir pour l'achat et la vente de WoW Gold en dehors du système de monnaie virtuelle*", BCE, Virtual Currency Schemes, octobre 2012, p 13, <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/virtualcurrencyschemes201210en.pdf>.

³²¹ Voir les chapitres II.2.2.2, II.2.7 et II.2.9 l'affaire E-9/17 de l'AELE (Falkenhahn AG et FMA Liechtenstein)

- 194 Dans sa pratique officielle actuelle, l'autorité des marchés financiers du Liechtenstein suit une approche technologiquement neutre, comme déjà expliqué. Cela signifie qu'elle évalue légalement des modèles commerciaux ou économiques concrets sur la base d'une approche fonctionnelle.³²²
- 195 En ce qui concerne la classification juridique des jetons, l'Autorité des marchés financiers suit largement la nomenclature internationale standard et différencie en conséquence les jetons d'utilité ou de marchandises, les jetons de sécurité ou d'équité et les jetons de paiement ou les pièces de monnaie. Il convient toutefois de noter que cette dénomination influencée par l'économie ne peut être utilisée que comme indicateur non contraignant pour la classification juridique. Les *termini technici* susmentionnés ne sont pas ancrés dans la législation et sont parfois définis différemment par les autorités compétentes en termes de droit de surveillance que, par exemple, en termes de droit fiscal. D'³²³un point de vue juridique, il est important de noter que tant un éventuel jeton à émettre que le modèle économique sous-jacent d'une entreprise doivent être évalués séparément. Les jetons de sécurité représentent principalement des instruments financiers, tandis que les pièces de monnaie ont une fonction de représentation des espèces et servent donc de

³²² Cf. FMA, *L'innovation comme défi - et comme opportunité*, 20.09.2017, <https://www.fma-li.li/de/news/20170920-innovation-als-herausforderung-und-als-chance.html?comefrom=career>, appelé le 15.09.2019, 16:42.

³²³ Cf. *Bont*, "Cryptocurrencies - and what do the regulators do", FMA Information Leaflet, 26.10.2017, p. 7 et FINMA Guidelines for Subordination Inquiries regarding Initial Coin Offerings (ICOs) du 16.02.2018, <https://www.finma.ch/de/news/2018/02/20180216-mm-ico-wegleitung/>, p. 2 f.

moyen d'échange, mais ne représentent pas nécessairement un instrument de paiement dans le contexte de la législation sur les marchés financiers.

En ce qui concerne les jetons d'utilité, qui ne sont pas légalisés sous cette 196
forme, comme le sont les autres définitions, l'approche d'une définition négative est généralement suivie dans la pratique du point de vue du contrôle. Par conséquent, les jetons d'utilité qui ne sont ni des instruments financiers ("jetons de sécurité") ni de la monnaie électronique (en particulier les "pièces stables", qui sont déposées dans des monnaies fiduciaires et répondent également aux autres exigences de la monnaie électronique) et qui ne représentent pas des dépôts sont appelés jetons d'utilité³²⁴. En outre, l'assimilation des jetons de services publics aux marchandises n'est probablement pas évidente, car les monnaies et jetons virtuels seront soumis à des exigences réglementaires plus strictes que les marchandises, surtout après l'entrée en vigueur du TVTG. Néanmoins, ces jetons d'utilité ou de marchandises, qui ne sont pas réglementés par le droit liechtensteinois, peuvent être considérés classiquement comme des contenus numériques au sens de la FAGG³²⁵ ou comme des monnaies virtuelles au sens de la 5e directive GW.

Ces jetons permettent régulièrement l'accès à certaines plateformes ou, 197
dans une fonction de type coupon, permettent l'achat à prix réduit de

³²⁴ *Bergt/Esneault/Feldkircher/Nägele*, Cadres juridiques et réglementaires nationaux dans certains pays européens, Analyse du Liechtenstein dans La réglementation des jetons en Europe Parties A & B : Le cadre juridique et réglementaire de l'UE, Juni 2019, S 117 (S 122).

³²⁵ Voir titre I. Chapitre I.6.

biens et/ou de services ou contiennent des droits ou des fonctions similaires. Toutefois, les jetons comprennent également les jetons purement protocolaires, qui permettent le fonctionnement d'une chaîne de blocs ainsi que la recherche d'un consensus sur celle-ci en premier lieu, ou les jetons dits "asset" ou "asset-backed", qui, par exemple, représentent la demande de restitution d'un objet et représentent donc un document traditionnel de droit civil ou une garantie sur marchandises (ou, en l'absence de caractère documentaire, un droit de propriété). D'un point de vue réglementaire, tous ces jetons sont des "Commodity Tokens", même s'ils représentent des droits différents et non une marchandise en soi. C'est l'une des raisons pour lesquelles il est logique d'analyser les jetons au cas par cas, même si les termes énumérés ci-dessus se sont imposés dans ce secteur et contiennent généralement un noyau pertinent.

2. Analyse des jetons dans le cadre de la loi sur les marchés financiers

198 Dans ce qui suit, les aspects de surveillance particulièrement pertinents en rapport avec les offres de jetons seront examinés, avec un accent thématique sur les systèmes commerciaux décentralisés, les instruments financiers, les activités de dépôt et les activités de monnaie électronique. Enfin, il convient de noter que, compte tenu de l'évolution rapide de ce domaine et du caractère délibérément ouvert de la question, un traitement final de la question dépasserait, si possible, largement le cadre de ce travail. L'objectif est donc de créer un champ de vision à la fois scientifique et pratique sur les offres de jetons et les centres commerciaux décentralisés et de distinguer les monnaies virtuelles des opérations de dépôt, le concept de monnaie électronique et les instruments

financiers. L'approche systématique par rapport à la discussion académique dans la présente étude suit essentiellement la cascade des autorisations de surveillance, qui est considérée comme dogmatiquement sensée, et qui est également suivie par la FMA Liechtenstein en termes d'organisation, comme on peut le constater en examinant les domaines soumis à la surveillance de la FMA Liechtenstein (banques, titres et marchés, assurances et fonds de pension,³²⁶ prévention du blanchiment d'argent et autres intermédiaires financiers), ainsi que les lois à mettre en œuvre par la FMA Liechtenstein dans ce contexte.

2.1 Caractéristiques et champ d'application de la BankG

Étant donné que les autorisations prévues par la loi sur les banques sont structurées en cascade comme décrit ci-dessus, il est important de noter qu'une autorisation en tant que banque ou établissement de crédit est de la plus haute priorité. Par conséquent, une licence bancaire exempte fondamentalement une banque de l'obligation d'être agréée en tant qu'entreprise d'investissement, établissement de monnaie électronique 199

³²⁶ Le domaine des assurances ne sera pas traité plus avant dans le présent document, car cela dépasserait le cadre de la présente étude. À cet égard, il convient seulement de souligner que les produits d'assurance peuvent également être représentés sous forme de jetons, et que les applications basées sur des chaînes de blocs peuvent également présenter un intérêt dans le secteur de l'assurance. À cet égard, il suffit de souligner que Solvabilité II, ELI ; <http://data.europa.eu/eli/dir/2009/138/oj>, ou la loi sur la surveillance des assurances du Liechtenstein et l'IDD, ELI ; <http://data.europa.eu/eli/dir/2016/97/oj>, ainsi que la mise en œuvre anticipée du Liechtenstein (en l'absence d'une décision du Comité mixte de l'EEE de les intégrer dans l'acquis de l'EEE) dans la loi sur le contrat d'assurance peuvent potentiellement être pertinentes pour ces modèles d'entreprise.

ou de paiement ou autre intermédiaire financier. Bien entendu, les réglementations (macroprudentielles) qui prévoient une séparation des fonctions doivent être respectées et une banque ne peut pas combiner toutes les activités financières en une seule personne (mot-clé : mesures contre les "trop interconnectés pour faire faillite" et "trop grands pour faire faillite").

200 La loi bancaire s'applique aux ³²⁷banques et aux entreprises d'investissement, aux marchés réglementés, aux opérateurs de systèmes multilatéraux ou

³²⁷ Capital minimum selon l'art. 24 al. 1 de la loi sur les banques 10 millions de CHF pour les banques et 730 000,00 CHF pour les (grandes) entreprises d'investissement ou l'équivalent en euros ou en dollars US (125 000,00 CHF pour les entreprises d'investissement dotées de pouvoirs administratifs selon l'art. 30v al. 1 lit a de la loi sur les banques) La commission de surveillance annuelle pour les banques est de 100 000,00 CHF au minimum et de 250 000,00 CHF au maximum, ou de 1 000 000,00 CHF pour les groupes bancaires soumis à une surveillance consolidée (annexe 1, partie I, section A, de la FMAA). Dans le cas des entreprises d'investissement, la taxe de surveillance s'élève à au moins 50 000,00 CHF par an ou 15 000 CHF dans le cas des entreprises d'investissement dotées de pouvoirs administratifs. La commission de surveillance maximale pour les entreprises d'investissement est de 120 000 CHF par an (100 000 CHF pour les

entreprises d'investissement dotées d'une autorité administrative) et de 500 000 CHF pour les groupes d'entreprises d'investissement (250 000 CHF pour les groupes d'entreprises d'investissement dotées d'une autorité administrative) - cf. annexe 2, partie I, section B, de la FMAA. En revanche, la rémunération de base des sociétés de gestion de fortune est de 5 000,00 CHF par an et de 100 000,00 CHF au maximum (annexe 2, partie II, section A de la FMA). Il convient de noter que les banques doivent se conformer aux exigences suivantes en matière d'adéquation des fonds propres (ratios d'adéquation des fonds propres et composition du capital responsable) : Fonds propres de base (Core Equity Tier 1 (CET1)) ; 4,5 %), les instruments de capitaux propres en vertu de l'article 28 CRR et éventuellement de l'article 29 CRR (par exemple, des actions) ; les fonds propres de base supplémentaires (Additional Tier 1 (AT1) ; 1,5 %), les instruments de capitaux propres en vertu de l'article 51 ou de l'article 61 CRR (par exemple, les obligations subordonnées spécifiques / obligations convertibles conditionnelles - "CoCos") ; des fonds propres complémentaires (Tier 2 (T2) ; 1,5 %), des instruments de capital et des prêts subordonnés conformément aux articles 63 et suivants ou à l'article 71 CRR (par exemple, des obligations subordonnées / "CoCos") ; un coussin de maintien des fonds propres conformément à l'article 129 CRD IV et 4a de la loi bancaire (2,5 % sous forme de fonds propres de base) ; Éventuelle exigence supplémentaire de fonds propres au titre du deuxième pilier conformément à l'article 104 de la directive sur les fonds propres réglementaires (CRD IV) (la précédente correspond au premier pilier) pour couvrir d'autres risques non couverts par le premier pilier, par exemple en raison d'un modèle commercial à haut risque ; coussin de capital contracyclique (CCB) propre à l'établissement conformément à l'article 130 de la CRD IV / article 4a et suivants de la loi sur les banques (actuellement 0 % pour le Liechtenstein) ; tampon pour risque systémique conformément à l'article 133 CRD IV / article 7i de l'ordonnance bancaire (2,5 % des actifs pondérés en fonction des risques) ; des tampons supplémentaires sont possibles pour les Global ou autres institutions d'importance systémique (le tampon G-SRI/O-SRI est fixé par la FMA pour les institutions d'importance systémique ; jusqu'à 2 % des actifs pondérés en fonction des risques. En plus des exigences de solvabilité, il faut également respecter les exigences de liquidité.

³²⁸les systèmes de négociation organisés, les entreprises d'investissement dotées de pouvoirs administratifs, les³²⁹entreprises locales, les organismes de placement collectif, les entreprises d'assurance et toutes les personnes détenant des instruments dérivés sur matières premières négociés sur des plateformes de négociation ou des contrats de gré à gré économiquement équivalents.³³⁰³³¹

201

³²⁸ La redevance pour l'autorisation d'un MTF ou OTF auprès du FMA est de 30 000,00 CHF (annexe 1, section A n° 1 lit o et p de la loi sur le FMA). Ainsi, deux licences doivent être obtenues pour l'exploitation d'une plateforme de négociation - d'abord, la licence pour une entreprise d'investissement, puis la licence pour le MTF et/ou l'OTF que cette entreprise d'investissement exploite. Une entreprise d'investissement peut exploiter à la fois des MTF et des OTF à condition qu'ils soient cartographiés sur des systèmes distincts. Les frais de surveillance annuels des MTF et/ou des OTF s'élèvent à un minimum de 50 000,00 CHF et à un maximum de 120 000,00 CHF ou de 500 000,00 CHF s'il existe des bureaux de représentation ou des succursales étrangers soumis à une surveillance consolidée (annexe 2, titre I, section H du DAFM).

³²⁹ Capital minimum de 125 000,00 CHF conformément à l'art. 30v al. 1 lit a BankG (entreprise d'investissement de taille moyenne). La petite entreprise d'investissement est réglementée au niveau national dans l'AMA (société de gestion de fortune) et dispose d'un capital minimum de 100 000,00 CHF ou l'équivalent en euros ou en USD en vertu de l'art. 8 al. 2 lit a AMA. Comparer la division tripartite des entreprises d'investissement à l'article 28, paragraphe 2, en liaison avec l'article 29, paragraphe 1, et l'article 3 de la directive CRD IV. Les droits de licence auprès de la FMA sont de 100 000,00 CHF pour les banques, 30 000,00 CHF pour les entreprises d'investissement et les sociétés d'investissement dotées d'une autorité administrative, et 10 000,00 CHF pour les sociétés de gestion de patrimoine (annexe 1, section A, n° 1 lit a et b, et section B, n° 1 de la FMA). Des droits sont également dus pour le retrait d'une licence et l'expiration d'une licence.

³³⁰ "Over the counter" ; commerce hors bourse.

³³¹ Art 2 de la loi bancaire.

D'une part, les opérations bancaires sont les tâches essentielles classiques des banques, telles que l'acceptation de dépôts ou d'autres fonds remboursables (activités de passif)³³², le prêt de fonds à un groupe indéfini d'emprunteurs ou les opérations de prêt (activités de prêt).³³³ Toutefois, outre la fourniture de services d'investissement et de services auxiliaires,³³⁴ l'émission de monnaie électronique et³³⁵ l'exécution de services de paiement³³⁶ constituent également des opérations bancaires.

Les activités de prêt et de dépôt sont les activités proprement dites réservées aux banques et aux établissements de crédit CRR. Conformément à l'art. 2 al. 1 CRD, le champ d'application de la directive s'étend aux institutions. Un établissement est un établissement de crédit ou une 202

³³² L'article 3, paragraphe 3, point a), de la loi bancaire fait référence à tort ici à l'acceptation de dépôts et (au lieu de "ou") d'autres fonds remboursables. Elle est basée sur l'annexe I n° 1 de la directive 2013/36/UE du Parlement européen et du Conseil du 26 juin 2013 concernant l'accès à l'activité des établissements de crédit et la surveillance des établissements de crédit et des entreprises d'investissement (CRD IV), ELI : <http://data.europa.eu/eli/dir/2013/36/oj> ; le terme "activité de prêt" est utilisé parce qu'il affecte l'actif du bilan.

³³³ Art. 3, al. 3, let. b, de la loi sur les banques, annexe I, ch. 2, de la directive IV ; les opérations de dépôt ont une incidence sur le passif du bilan, les opérations de crédit sur l'actif.

³³⁴ Art. 3 al. 3 lit d en relation avec l'annexe 2 sections A et B de la loi bancaire ; annexe I n° 7-9, n° 11-12 CRD IV et annexe I sections A et B de la directive 2014/65/UE du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers (MiFID II), ELI : <http://data.europa.eu/eli/dir/2014/65/oj>.

³³⁵ Article 3, paragraphe 3, point f), de la loi bancaire ; article 3, paragraphe 1, point c), paragraphe 2, du traité CE ; point 15 de l'annexe I de la directive CRD IV.

³³⁶ Art 3 (3) ZDG ; annexe I n° 4 de la CRD IV.

entreprise d'investissement au sens de la CRR. L'³³⁷article 4, paragraphe 1, première ligne du CRR définit les établissements de crédit comme des entreprises dont l'activité consiste à recevoir du public des dépôts ou d'autres fonds remboursables³³⁸ et à octroyer des crédits pour leur propre compte (également établissement de crédit CRR³³⁹). Les entreprises d'investissement CRR, quant à elles, se définissent comme des entités juridiques qui fournissent professionnellement des services d'investissement à des tiers et/ou des activités d'investissement.³⁴⁰ Les exceptions à cette définition sont les établissements de crédit, les entreprises locales³⁴¹ et les entreprises d'investissement en vertu de l'article

³³⁷ Art 3 al. 1 n° 3 CRD IV en liaison avec l'art. 4 al. 1 n° 3 du règlement UE 575/2013 du Parlement européen et du Conseil du 26 juin 2013 concernant les exigences prudentielles applicables aux établissements de crédit et aux entreprises d'investissement (CRR), ELI : <http://data.europa.eu/eli/reg/2013/575/oj>.

³³⁸ La CRR suppose donc à juste titre, mais contrairement à la CRD IV, que les dépôts ou (pas et) d'autres fonds remboursables seront acceptés dans l'activité de dépôt.

³³⁹ Il convient de noter que la BCE est responsable de l'agrément des établissements de crédit en vertu de l'article 4 en liaison avec l'article 14 du règlement relatif au mécanisme de surveillance unique (MSS), ELI : <http://data.europa.eu/eli/reg/2013/1024/oj>. Toutefois, sur la base de l'article 2 n° 1 du règlement SSM, cela ne s'applique qu'à la zone euro, à moins qu'une coopération étroite entre la BCE et l'autorité nationale compétente n'ait été décidée. Au 15.09.2019, il n'y a pas de telles décisions, et donc la FMA continue à être l'autorité compétente pour l'agrément des banques au Liechtenstein.

³⁴⁰ Art 4 (1) n° 2 CRR en conjonction avec l'Art 4 (1) n° 1 de la Directive 2004/39/CE du Parlement européen et du Conseil du 21 avril 2004 concernant les marchés d'instruments financiers (MiFID I), ELI : <http://data.europa.eu/eli/dir/2004/39/oj>, ou Art 4 (1) n° 1 MiFID II.

³⁴¹ Les sociétés qui sont actives sur les marchés des produits dérivés et au comptant pour leur propre compte exclusivement pour couvrir des positions sur les marchés des produits dérivés ; Art. 1 n° 4 CRR et Art 30u de la loi sur les banques.

29, paragraphe 1, de la directive sur les fonds propres³⁴² ou de l'article 29, paragraphe 3, de la directive sur les fonds propres³⁴³.

2.2 Offres de jetons et transactions bancaires

Dans la suite du document, les offres de jetons seront analysées du point de vue des transactions bancaires. Comme mentionné ci-dessus, cela comprend les opérations d'actif et de passif réservées aux banques, d'³⁴⁴une part, et d'autres services tels que les services d'investissement et les services auxiliaires, l'émission de monnaie électronique, etc.³⁴⁵ Dans la suite, les activités réservées aux banques en particulier seront analysées.

2.2.1 Activités bancaires (activités de dépôt)

³⁴² Les entreprises d'investissement dotées d'une autorité administrative en vertu de l'article 30v de la LBVM, qui sont autorisées à gérer des fonds ou des titres pour des clients (entreprise d'investissement de taille moyenne).

³⁴³ Les entreprises d'investissement qui ne sont pas autorisées à détenir les fonds ou les titres des clients, ni à négocier pour leur propre compte ou à prendre des engagements fermes de souscription, mais qui ne peuvent fournir que les services d'investissement énumérés à l'annexe I, section A, n° 1, 2, 4 et 5 de la MiFID II (annexe 2, section A, paragraphe 1, n° 1, 2, 4 et 5 de la loi bancaire) (petites entreprises d'investissement ; pour le Liechtenstein, sociétés de gestion de portefeuille)

³⁴⁴ Article 1a, paragraphe 1, de l'ordonnance bancaire. Les opérations bancaires sont les opérations énumérées à l'art. 1a, al. 1, let. a à c de l'ordonnance sur les banques. Il s'agit de l'acceptation de dépôts ou d'autres fonds remboursables, du prêt commercial de fonds aux emprunteurs et de la fourniture de purs services de transactions de paiement. Les services d'opérations de paiement purs ne sont pas définis juridiquement et le lien entre ces services et les services de paiement prévus par la loi ZDG reste flou.

³⁴⁵ Cf. art. 3 al. 3 de la loi sur la banque.

L'article 3, paragraphe 3, de la loi sur les banques définit les opérations de dépôt comme des opérations bancaires qui sont définies par l'acceptation de dépôts ou d'autres fonds remboursables³⁴⁶ (opérations de dépôt, puisque ces opérations figurent au passif du bilan bancaire) ; c'est-à-dire l'acceptation de fonds externes ou remboursables du public. Le terme "fonds" comprend la monnaie scripturale ou les dépôts bancaires et les billets de banque ainsi que les pièces (secondaires), c'est-à-dire celles qui ont cours légal.³⁴⁷ En vertu de la loi liechtensteinoise sur l'introduction du³⁴⁸ franc suisse, le franc suisse est la seule monnaie légale et a donc cours légal (article 1 de la loi).³⁴⁹

³⁴⁶ La formulation de l'article 3, paragraphe 3, point a), de la loi bancaire fait référence à tort à l'"*acceptation de dépôts et d'autres fonds remboursables*" au lieu de la conjonction "ou". En outre, à l'art. 3 al. 3 let. a et b, la loi sur les banques définit l'activité de dépôt et l'activité de prêt, chacune en soi, comme une activité bancaire. L'art. 4 al. 1 n° 1 CRR, en revanche, définit un établissement de crédit (établissement de crédit CRR) comme une *entreprise dont l'activité consiste à accepter du public des dépôts ou d'autres fonds remboursables et à octroyer des prêts pour son propre compte*. Un établissement de crédit assujéti à la CRR mène donc toujours des activités de prêt et d'emprunt. En revanche, il existe déjà un établissement bancaire au sens de la loi bancaire lorsqu'une de ces opérations est effectuée. La loi bancaire se concentre sur le prêt de fonds (étrangers) en ce qui concerne l'activité de prêt, c'est-à-dire qu'elle exige une opération de dépôt pour l'activité de prêt, alors que la CRR ne concerne que l'octroi de prêts pour son propre compte. Pour de plus amples informations sur les prêts d'argent et les prêts *Laurer/Kammel*, voir *Laurer/Schütz/Kammel/Ratka* (Hrsg), § 1 BWG, n° 9.

³⁴⁷ *Laurer* dans *Laurer/Borns/Strobl/M. Schütz/O. Schütz*, BWG, 3e édition, § 1 BWG, Rz 4.

³⁴⁸ LGBl n° 1924.008, délivré le 20.06.1924.

³⁴⁹ Dans ce contexte, il est intéressant de noter la disposition de l'art. 2 de la loi sur l'introduction de la monnaie en francs suisses, selon laquelle le cours légal d'une valeur nominale supérieure à 2,00 CHF doit obligatoirement être pris en paiement.

Les opérations de dépôt sont définies à cet égard comme l'acceptation d'une monnaie légale étrangère avec une obligation de remboursement. 205

Il convient de noter que le public est tenu d'effectuer des dépôts remboursables.³⁵⁰ Comme expliqué ci-dessus, les cryptocurrencies ne constituent pas des moyens de paiement légalement reconnus (ni au Liechtenstein ni dans d'autres systèmes juridiques). Ils sont plutôt considérés, selon la loi représentée, comme des moyens d'échange qui peuvent être acceptés en lieu et place d'un paiement ; toutefois, contrairement au cours légal, il n'y a aucune obligation de le faire et c'est pourquoi l'acceptation de jetons ne peut constituer une opération de dépôt.

Offrir ou effectuer des opérations de dépôt au sens de l'article 3, paragraphe 3, point a), de la loi bancaire implique de devenir débiteur dans le cadre d'une relation contractuelle relative à la gestion de fonds ou à l'acceptation de dépôts ou d'autres fonds remboursables. La base contractuelle de droit civil pour ces opérations de dépôt peut être hétérogène (par exemple, *depositum* irrégulier,³⁵¹ mais doit en tout cas comporter une obligation de remboursement. Toutefois, une opération de dépôt n'est pas établie si les fonds sont acceptés pour quelqu'un d'autre et simplement transmis. Il convient de noter que le destinataire prévu 206

³⁵⁰ Considérant 14 de la directive CRD IV ou considérant 6 de la directive CRD III La terminologie des opérations bancaires se réfère au point de vue d'une banque. Dans le cas d'une opération de dépôt ou de débit (emprunt), la banque est, comme son nom l'indique, le débiteur, tandis que dans le cas d'une opération de prêt (prêt), la banque est un créancier.

³⁵¹ Ce qui a été mis en détention ne doit pas être restitué en tant que tel (dette individuelle ou spéciale), mais seulement un équivalent selon sa nature et sa qualité (dette générique).

doit également être divulgué, sinon la réception initiale des fonds constitue déjà une opération de dépôt.³⁵²

- 207 Les exceptions prévues pour les opérations de dépôt à l'art. 1a, al. 2 de l'ordonnance sur les banques sont essentielles. Par conséquent, tout transfert de fonds qui a pour but de remplir des obligations mutuelles dans le cadre de contrats de transfert de propriété ou de contrats de services ou qui³⁵³ a été transféré en garantie est exclu de la définition des dépôts. Cette exception est très pertinente dans les transactions ju-

³⁵² Laurer dans *Laurer/Borns/Strobl/M. Schütz/O. Schütz*, BWG, 3ème édition, § 1 BWG, Rz 5 f.

³⁵³ En ce qui concerne les jetons, l'exception à l'activité de dépôt malgré le transfert de fonds dans le cadre de la négociation à effet de levier de jetons non réglés, par exemple, sur un crypto-échange, serait pertinente et concevable si les fonds sont transférés sous forme de jetons en garantie d'un prêt. Il ne faut pas confondre cette opération avec le trading sur marge, dans lequel les fonds sont crédités (opération de crédit selon l'article 4, paragraphe 1, ligne 1 CRR) et ensuite des contrats sur différence (CFD) sont conclus en établissant des positions courtes et/ou longues (la prise simultanée de positions courtes et longues est également appelée "straddling"). Le crédit de jetons au sens des monnaies virtuelles ne constitue pas une opération de crédit au sens de la CRR en raison du manque de fonds. Pour un exemple pratique, voir également le "trading sur marge" ou "leveraged trading" de Bittrex International GmbH, <https://bittrexglobal.zendesk.com/hc/en-us/articles/360009624760>, appelé le 29.10.2019 <https://bittrexglobal.zendesk.com/hc/en-us/articles/360009624760> 22:52. Si les jetons sont crédités de cette manière avec la fourniture d'un dépôt de garantie en monnaie fiduciaire, il ne s'agit ni d'un dépôt ni d'une opération de crédit. Toutefois, un crédit ne peut être effectué qu'à partir de jetons déjà existants et non pas au lieu de générer et d'émettre des jetons, afin d'éviter le régime de la monnaie électronique, par exemple. En effet, les jetons ainsi crédités ne peuvent pas être simplement retirés de la circulation lorsqu'ils sont remboursés (ce qui serait le cas si une créance devait être remboursée - "buyback and burn").

ridiques quotidiennes, même si très peu de personnes en profitent activement, car cette exception est fondée sur l'obligation de remboursement ou l'absence d'obligation de remboursement et, à ce titre, décrit l'échange synallagmatique de services au sens des principes *do ut des quid pro quo* respectifs. Si les fonds sont transférés pour acheter des biens ou des services ou comme garantie, cela ne constitue pas une opération de dépôt. Cela ne peut être le cas que s'il existe une obligation de rembourser les fonds transférés.³⁵⁴

Dans les offres de jetons, dans lesquelles les jetons au sens de logiciels 208 sont émis en tant que marchandises ayant une valeur intrinsèque³⁵⁵ contre le cours légal, il n'y a pas d'activité de dépôt à cet égard, car les fonds servent à obtenir une contrepartie concrète et il n'y a pas d'obligation de remboursement. La question se pose de savoir si c'est également le cas si l'offre de jetons prévoit un "soft cap" ("plancher" comme contre-position au "hard cap").³⁵⁶ Si un tel plafond souple - une certaine valeur seuil dans un certain laps de temps - n'est pas atteint lors du tour de financement, les exécuteurs de ces offres de jetons prévoient parfois d'inverser les fonds, car le modèle d'entreprise ne peut être réalisé faute de financement suffisant. Cependant, même cela ne constitue pas une opération de dépôt, car il n'y a ³⁵⁷pas d'obligation de remboursement

³⁵⁴ Art. 1a al. 2 lit a BankV ; cf. UVS Vienne du 05.05.2004 le 06/42/9144/2003.

³⁵⁵ Des jetons qui ne sont ni des instruments financiers, ni de la monnaie électronique, ni des dépôts, c'est-à-dire des monnaies virtuelles ou d'autres contenus numériques.

³⁵⁶ Valeur seuil à partir de laquelle le cycle de financement (l'offre de jetons) prend fin parce que l'objectif de financement a été atteint.

³⁵⁷ Sur la caractéristique de la nature inconditionnelle de la demande de remboursement, voir BaFin, Merkblatt Einlagengeschäft, 11.03.2014, P 5.

inconditionnelle, mais seulement une obligation de remboursement conditionnelle, pendante et inefficace (suspensive). Le telos de la base contractuelle réside dans l'achat de jetons, qui représentent certains droits, en échange d'une monnaie ayant cours légal. Ce n'est que si certaines conditions ne sont pas réunies qu'une demande d'annulation de la transaction peut être présentée. Il ne s'agit toutefois pas d'une obligation de remboursement, que la BankG ou la BankV avaient à l'esprit, mais d'une revendication mutuelle d'annulation de leurs services mutuels par les parties concernées.

- 209 Une autre exception importante à l'activité de dépôt concerne les paiements en espèces lors de l'émission d'obligations ou d'³⁵⁸autres titres de créance standardisés ou de droits non documentés ayant la même fonction (titres dématérialisés ou titres/droits d'actifs inscrits en compte), à condition que les fonds (remboursables) soient reçus après approbation d'un prospectus conformément au règlement sur les prospectus ou à la LBVM de l'EEE ou s'il n'y a pas d'obligation de publier un prospectus. Cela est essentiel, car sinon toute émission d'obligations constituerait une transaction bancaire, d'autant plus que ces obligations se caractérisent par le fait que le droit au remboursement, y compris les intérêts, est titrisé (fiction juridique selon laquelle les obligations ne constituent pas une opération de dépôt ; semblable à la fiction selon laquelle l'opé-

³⁵⁸ Ici aussi, les opérations de dépôt sont possibles, à condition que le pouvoir discrétionnaire de l'émetteur en matière d'utilisation des fonds soit limité et qu'une demande de remboursement existe en fonction du succès de l'utilisation des ressources financières provenant de l'émission de l'obligation. Voir *Laurer* dans *Laurer/Borns/Strobl/M. Schütz/O. Schütz, BWG*, 3e édition, § 1 BWG, note en marge 5 mwN.

ration de monnaie électronique ne constitue pas un dépôt). Il est intéressant de noter qu'un dépôt peut également être structuré de manière similaire à une telle obligation (ou à un prêt par manque de normalisation en vertu du droit des marchés des capitaux), bien que les instruments financiers tels que les instruments du marché des capitaux ou du marché monétaire ne puissent pas fonctionner comme des instruments de paiement. En ce qui concerne les offres de jetons, cette exception peut être importante si les jetons émis représentent des obligations, c'est-à-dire des instruments financiers. En ce qui concerne les obligations, il convient également de noter que les entreprises d'investissement ne peuvent pas les émettre pour financer leurs propres dépenses de fonctionnement.³⁵⁹

Les dépôts des clients auprès d'entreprises d'investissement constituent 210 d'autres exceptions, car ils ne rapportent pas d'intérêts et ne peuvent être utilisés qu'en relation avec des services d'investissement. Il en va de³⁶⁰ même pour les fonds qui sont transférés aux compagnies d'assurance ou aux fonds de pension dans le cadre de relations d'assurance vie ou de pension.³⁶¹ Les établissements de paiement qui fournissent des services de paiement et qui ouvrent parfois des comptes de paiement à cette fin afin d'exécuter des opérations de paiement entrent également dans cette catégorie, bien que cela ne soit pas explicitement

³⁵⁹ Article 1a, paragraphe 3, de l'ordonnance bancaire.

³⁶⁰ Art. 1a par. 2 lit c BankV.

³⁶¹ Art. 1a al. 2 lit d de l'Ordonnance sur les banques.

mentionné. Les fonds sur les comptes de paiement ne peuvent être utilisés que pour des services de paiement, c'est pourquoi aucun intérêt ne peut être accordé.³⁶²

- 211 Sont également exclus de la définition des dépôts les dépôts interbancaires, les dépôts effectués par des déposants auprès d'associations et de fondations ayant des objectifs théoriques en dehors du secteur financier, et les dépôts d'actionnaires et d'associés ayant un intérêt qualifié dans le débiteur.³⁶³ Enfin, une exception est faite directement à l'article 3, paragraphe 3, de la loi sur les banques, selon laquelle une somme d'argent acceptée ne constitue pas une opération de dépôt si elle est acceptée dans le cadre d'une opération de monnaie électronique et est directement échangée contre de la monnaie électronique (fiction juridique selon laquelle il n'y a pas de dépôt).³⁶⁴

2.2.2 Définition des dépôts et de la monnaie électronique et des instruments financiers

- 212 En ce qui concerne les jetons, les jetons acquis avec de la monnaie électronique peuvent à leur tour représenter de la monnaie électronique si

³⁶² Art 4 (1) Z 51 en liaison avec Z 54 ZDG ; cf. art. 4 (1) Z 41 en liaison avec art 2 (2) ZDG.

³⁶³ Art. 1a al. 2 lit e BankV ; dans le cas des dépôts d'entreprises, il existe même une interdiction légale de restitution des dépôts, ce qui exclut l'existence d'une activité de dépôt.

³⁶⁴ En vertu de l'article 3, paragraphe 3, point f), de la loi bancaire en liaison avec l'article 3, paragraphe 1, point b), du traité CE, l'émission de monnaie électronique est une opération bancaire réservée aux banques et aux établissements de monnaie électronique. L'art. 3 al. 3 lit. f de la loi sur les banques renvoie par erreur à l'"art. 3 let. b de la loi sur la monnaie électronique" (rectificatif de l'art. 3 al. 1 lit. b du GEC), ce qui est probablement dû à une erreur rédactionnelle.

les autres éléments des faits sont présents,³⁶⁵ mais l'acceptation de monnaie électronique ne constitue pas une opération de dépôt au sens de la loi bancaire, car la monnaie électronique est définie comme un montant monétaire au sens de l'EGG et de la ZDG,³⁶⁶ mais n'est pas considérée comme un dépôt ou d'autres fonds remboursables au sens de la loi bancaire. En raison de la divergence des termes "montants monétaires" et "fonds", il n'y a pas de lacune réglementaire contraire au plan et l'opération de dépôt ne peut être contournée même si, par exemple, un jeton représentant de la monnaie électronique est émis en échange de montants monétaires et que la monnaie électronique ainsi émise est ensuite acceptée ou mise en dépôt (par une entité distincte en vertu du droit des sociétés) dans le cadre d'une obligation de remboursement, car la monnaie électronique représente toujours une créance sur l'émetteur. En³⁶⁷ outre, les fonds reçus directement ou indirectement du client par un établissement de monnaie électronique doivent être garantis de manière adéquate.³⁶⁸ Cela montre que l'activité de monnaie électronique

³⁶⁵ Voir le chapitre II.2.7.

³⁶⁶ Cf. article 3, paragraphe 1, point b), de la LGE en liaison avec l'article 4, paragraphe 1, Z 54 ZDG et l'article 4, paragraphe 1, Z 18 ZDG.

³⁶⁷ À ce titre, cette créance doit également être enregistrée dans les comptes de la société et doit figurer spécifiquement au passif. Si un jeton est émis qui ne contient que des données ou des logiciels au sens de contenu numérique ou de marchandise (qui peut être utilisé pour des transactions ou d'autres fonctions, comme la recherche d'un consensus sur une chaîne de blocs), il n'en résulte pas de réclamation (d'argent) qui devrait être portée au passif ; c'est plutôt la vente du contenu numérique qui génère des revenus.

³⁶⁸ Article 11 du traité CE en liaison avec l'article 5 du traité CE en liaison avec l'article 5 du CDIR. Les établissements de monnaie électronique ne peuvent ad-

est la seconde face de la même pièce qui réglemente également l'activité de dépôt.

- 213 L'opération de dépôt est définie à l'article 3, paragraphe 3, de la loi sur les banques comme l'acceptation de dépôts et [de] fonds remboursables, l'acceptation d'une somme d'argent ne pouvant, en vertu d'une fiction juridique, constituer une opération de dépôt si la somme d'argent acceptée est directement échangée contre de la monnaie électronique. En vertu de la loi bancaire, une opération de monnaie électronique est définie comme l'émission de monnaie électronique conformément à l'article 3, point b), de la loi bancaire [rectificatif : article 3, paragraphe 1, point b), de la loi bancaire]. Cela soulève la question de savoir si l'activité de dépôt peut être relancée si tous les éléments de la monnaie électronique sont présents, mais l'applicabilité de l'OCE est refusée en raison d'une exception³⁶⁹ ; cela peut être particulièrement

hériter à aucun système de protection des dépôts et d'indemnisation des investisseurs (par exemple, l'EAS ; Fondation de protection des dépôts et d'indemnisation des investisseurs SV dont le siège est à Vaduz). Bien que la CEEA n'ait été introduite qu'en 2019 avec le LGBl 2019.103, elle met en œuvre la directive 2014/49 (ELI : <http://data.europa.eu/eli/dir/2014/49/oj> (directive sur les systèmes de garantie des dépôts), qui, toutefois, conformément à l'article 2, paragraphe 1, n° 9 de la DGSD en liaison avec l'article 4, paragraphe 3 de la DGSD, s'applique aux établissements de crédit en vertu de l'article 4, paragraphe 1, n° 1 de la CRR et régit leur affiliation à un système de garantie des dépôts, mais l'article 5, paragraphe 1, point d de la DGSD ne s'applique pas aux dépôts des établissements financiers. Les établissements financiers comprennent également les établissements de monnaie électronique conformément à l'article 4, paragraphe 1, n° 26 de la CRR en liaison avec l'annexe I n° 15 de la CRD IV.

³⁶⁹ Voir le chapitre II.2.7.3 sur les exemptions pour la monnaie électronique.

pertinent pour les pièces d'écurie internes ayant une fonction de représentant en espèces.³⁷⁰ La réponse doit être anticipée et expliquée en détail ci-dessous. Selon cette disposition, une opération de dépôt ne peut être relancée si une exception est faite pour les opérations de monnaie électronique. Cela s'explique par le fait qu'une opération de dépôt n'est pas donnée par la fiction juridique lors de l'émission de monnaie électronique, comme expliqué ci-dessus. Si une exception à la règle de la monnaie électronique s'applique alors, le champ d'application du traité CE est essentiellement donné et la valeur électronique émise continue d'être de la monnaie électronique, même si son émission ne nécessite

³⁷⁰ Il s'agit de jetons qui ne sont acceptés que par un seul émetteur ou groupe d'entreprises, c'est pourquoi une exception sera régulièrement faite même si les autres éléments de la monnaie électronique sont présents. Si un tel billet de banque n'est accepté que par l'émetteur, il n'y a pas de monnaie électronique du tout, car l'un des éléments essentiels, à savoir l'acceptation des tiers, fait défaut (une telle acceptation est toutefois à supposer dans le cas des échanges de cryptographie qui se font de manière multilatérale). Dans le cas d'un groupe de sociétés, en revanche, l'exception d'un réseau limité sera justifiable - soit en raison des possibilités limitées d'obtenir certains types de biens ou de services fonctionnellement liés, soit en raison de l'acceptation dans un réseau limité (chaîne de magasins de détail ou franchise). L'idée d'un tel billet stable est d'éviter la réglementation (à la fois une licence d'établissement bancaire et d'établissement de monnaie électronique) tout en fournissant un substitut à l'acceptation de monnaie fiduciaire ou de monnaie légale par une société aussi appropriée que possible. En même temps, on évite une rupture du système avec la technologie des chaînes de blocs et on crée un système de livraison contre paiement, puisque les jetons des différentes chaînes de blocs ne peuvent pas être échangés directement. Ces pièces stables ne sont généralement pas conçues pour quitter le système d'une entreprise et peuvent également être conservées en comptabilité sans émission de jetons. Ces échanges peuvent être intéressants pour les "Crypto-Echanges", qu'ils soient bilatéraux ou multilatéraux, afin de créer leur propre écosystème économique.

pas d'autorisation ; cela est également étayé par le fait que les exceptions doivent parfois être justifiées³⁷¹.

- 214 La monnaie électronique est une valeur monétaire stockée électroniquement ou magnétiquement sous la forme d'une créance sur l'émetteur qui est émise en échange de fonds afin d'exécuter des opérations de paiement et qui est également acceptée à cette fin par des personnes autres que l'émetteur. La CCE régleme[n]te généralement l'émission commerciale de monnaie électronique par les émetteurs de monnaie électronique.³⁷² Les exceptions sont régies par l'article 2, paragraphe 2, du traité CE, selon lequel, en ce qui concerne la ZDG, il n'y a pas de monnaie électronique dans les réseaux limités. En tenant compte de tous ces aspects, il convient de noter que les actifs monétaires répondent toujours à la définition de la monnaie électronique en vertu des dispositions d'exemption, mais sont largement exemptés d'autorisation. En termes juridiques, cette monnaie électronique qui n'est pas soumise à autorisation est simplement appelée "valeur monétaire".³⁷³ Comme expliqué ci-dessus, cette valeur monétaire continue de constituer de la monnaie électronique, mais si une exception est justifiée, les émetteurs de cette monnaie électronique ne sont pas réglementés de telle sorte qu'une demande d'agrément en tant qu'établissement de monnaie électronique doit être introduite. Par conséquent, les actifs monétaires qui constitueraient en principe de la monnaie électronique si tous les éléments des faits étaient présents, mais qui ne nécessitent

³⁷¹ Voir l'article 2, paragraphe 2, du GEC en liaison avec l'article 3, paragraphe 1, point g), et l'article 3, paragraphe 3, de la loi ZDG.

³⁷² Article 2, paragraphe 1, en liaison avec l'article 3, paragraphe 1, point b), du traité CE.

³⁷³ Article 2, paragraphe 2, du traité CE.

pas d'autorisation en tant qu'émetteur de monnaie électronique en raison d'une exception, ne sont pas soumis à l'autorisation en tant qu'établissement de monnaie électronique dans le cadre de la CCE. Cela montre toutefois clairement que le champ d'application de la loi sur la monnaie électronique reste dogmatiquement ouvert et que la monnaie électronique est présente, ce qui explique pourquoi les activités de dépôt ne peuvent plus être relancées si une exception est faite pour la monnaie électronique.

Tout autre point de vue³⁷⁴ doit être rejeté. Comme expliqué ci-dessus, 215
une opération de dépôt est caractérisée par l'obligation inconditionnelle de rembourser les³⁷⁵ fonds, qui est inhérente à une demande de remboursement d'une somme d'argent (et non à une demande de fourniture simultanée de biens ou de services). L'existence d'une opération de monnaie électronique telle que décrite ci-dessus exclut l'opération de dépôt. Une opération de monnaie électronique largement exempte d'autorisation - justifiée par une exception censée constituer un privilège - ne peut à son tour entraîner une relance de l'activité de dépôt et donc une réglementation plus stricte.

L'art. 1a al. 2 lit. d'une ordonnance bancaire stipule que les fonds qui 216
doivent être considérés comme une contrepartie synallagmatique dans le cadre d'un contrat de transfert de propriété ou d'un contrat de service ou qui sont transférés à titre de garantie ne constituent pas des dépôts.

³⁷⁴ Terlau in Casper/Terlau (Hrsg), ZAG : Das Aufsichtsrecht des Zahlungsverkehrs und des E-Money, §1a ZAG, Rz 71.

³⁷⁵ "La notion de dépôt ne couvre que les dettes qui font de l'entreprise elle-même le débiteur du remboursement du service correspondant". - BVGer B-4772/2017 du 19.12.2017, Z 5.2.

Les³⁷⁶ jetons n'étant pas considérés comme des objets³⁷⁷, l'acceptation de fonds dans le cadre d'un contrat de service ou d'un dépôt de garantie est particulièrement pertinente pour exclure une opération de dépôt.

- 217 La fonction du jeton ou de la pièce stable représentant le moyen de paiement de cette manière est d'une importance majeure, car sinon on peut faire valoir qu'il n'est utilisé qu'avant la transaction effective, contournant ainsi l'activité de dépôt ou de monnaie électronique, et que le jeton n'est pas lié à un service, comme on le supposera si un jeton peut être échangé (racheté) contre un moyen de paiement légal et est ainsi retiré de la circulation ou détruit. Dans ce cas, il devient évident qu'un tel jeton ne représente pas un jeton en soi (au sens d'un contenu numérique tel qu'un logiciel en tant que marchandise ou monnaie virtuelle), mais que sa valeur se trouve uniquement dans la créance (pour un remboursement inconditionnel) et que le jeton représente effectivement une créance en argent. Les dépôts existent comme décrit ci-dessus dans le cas d'accords contractuels sur la garde et/ou l'administration de mon-

³⁷⁶ Voir UVS Vienne du 5 mai 2004 le 06/42/9144/2003.

³⁷⁷ Cf. art. 20 RS en relation avec l'art. 171 RS, selon lequel la notion de droit de la propriété présuppose un élément de corporalité ; *Opilio*, Arbeitskommentar zum liechtensteinischen Sachenrecht, tome I, p. 389 (art. 171 RS Rz 1 ss) ; cf. également BuA 2019/54, p. 126, selon lequel les dispositions du droit de la propriété doivent être appliquées aux règles de transmission selon le TVTG d'une manière fonctionnellement adéquate, c'est-à-dire analogue, mais non équivalente ; néanmoins, les jetons peuvent représenter le droit de propriété (par exemple, la demande de restitution en conséquence du droit de pleine propriété).

naie légale ; une demande de remboursement inconditionnelle est présentée à l'institution de garde - similaire à la monnaie électronique.³⁷⁸ Un billet de banque au sens de ce qui précède, qui peut être échangé à tout moment contre une monnaie ayant cours légal, ne serait qu'un substitut ou une substitution pour une telle créance. Si une pièce représente une telle créance faite en argent, elle peut être classée comme monnaie électronique (mais ne représente pas un dépôt en raison de la représentation électromagnétique de la valeur monétaire).

Si un tel billet de banque est ainsi considéré comme une exception pour 218 la monnaie électronique, il n'y a pas d'aggravation de la surveillance dans la cascade des autorisations en vertu du droit des marchés financiers, puisque l'activité de dépôt n'est pas relancée.³⁷⁹ De ce point de

³⁷⁸ Cf. sur la représentation d'une créance de remboursement inconditionnelle au moyen d'un jeton BaFin, Leaflet Zweites Hinweisschreiben zu Prospekt- und Erlaubnisspflichten in Zusammenhang mit der Ausgabe weiterer Krypto-Token, GZ : WA 51-Wp 7100-2019/0011 und IF 1-AZB 1505-2019/0003, https://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/Merkblatt/WA/dl_wa_merkblatt_ICOs.pdf?__blob=publicationFile=1, p 9 f.

³⁷⁹ Autre vue *Terlau* dans *Casper/Terlau* (Hrsg), ZAG : Das Aufsichtsrecht des Zahlungsverkehrs und des E-Money, §1a ZAG, Rz 92 ff mwN. *Findeisen*, par contre, propage que le § 1a (5) de la ZAG allemande, tel que modifié par le BGBI. I p. 1506 (n° 35), est la *lex specialis* pour le secteur des dépôts. Cette disposition renvoie aux mêmes exceptions que l'article 2, paragraphe 2, de la loi sur l'égalité des chances du Liechtenstein. Toutefois, il ne semble pas tout à fait compréhensible de savoir comment, sous quelle forme et dans quelle mesure une exception au champ d'application du régime de la monnaie électronique devrait en même temps être une *lex specialis* pour les activités de dépôt ; *Findeisen* in *Ellenberger/Findeisen/Nobbe* (Hrsg), Kommentar zum Zahlungsverkehrsrecht, § 1a,

vue, le régime de la monnaie électronique est une facette de la même médaille que le secteur des dépôts. Le rachat de monnaie électronique (ou l'échange de monnaie électronique contre les sommes d'argent données) n'est que la conséquence de l'existence d'une créance contractuelle en argent et constitue donc un rachat réel dans le cadre du régime de la monnaie électronique et pas seulement une conséquence juridique de l'existence de la monnaie électronique. L'activité de monnaie électronique constitue une forme privilégiée d'activité de dépôt, basée sur les exigences d'approbation des autorités de surveillance.³⁸⁰

Rz 104. Il est vrai, cependant, que la monnaie électronique - y compris la monnaie électronique qui ne nécessite pas de licence en raison d'une circonstance exceptionnelle - ne constitue pas une opération de dépôt par fiction juridique ; La question de savoir si cela constitue une *lex specialis* peut être laissée ouverte, mais semble être exclue, du moins pour le droit liechtensteinois, sur la base de l'exception des activités de dépôt, si une opération de monnaie électronique est présente en vertu de la loi bancaire (sinon la loi sur la monnaie électronique pourrait, en tant que règlement plus spécifique, déroger également à la loi bancaire, qui régit les activités de dépôt - cfII.2.7.3, Rz 400).

³⁸⁰ Comme expliqué en détail au chapitre II.2.7, le rachat ne peut pas être simplement exclu en présence d'une créance afin d'annuler la transaction de monnaie électronique, puisque le droit de rachat ou de remboursement résulte directement de la créance. Le remboursement est donc un élément constitutif de l'existence de la monnaie électronique et est conceptuellement interchangeable avec l'existence d'une créance sous forme monétaire et non pas simplement une conséquence juridique ou logique de l'existence d'une créance avec laquelle des opérations de paiement peuvent être effectuées. En vertu de l'article 11 de l'ECG en liaison avec l'article 5 de l'ECV en liaison avec l'article 5 de la ZDV, les fonds reçus d'une transaction de monnaie électronique ne peuvent être librement utilisés, mais doivent être soumis à des exigences de sécurité appropriées. En outre, en vertu de l'article 44 (2) du GEC, la valeur monétaire de la monnaie électronique détenue par un établissement de monnaie électronique doit être remboursée au client de l'établissement de monnaie électronique à tout moment à sa valeur nominale et, en vertu de l'article 45 du GEC, les intérêts sont

Afin d'exclure de manière générale les activités de dépôt, il faudrait exclure l'obligation de remboursement inconditionnel nécessaire pour les dépôts. Cela serait concevable si une pièce d'écurie représentant une créance ne donne au titulaire que le droit de recevoir des biens ou des services, mais pas de retirer la valeur monétaire et fait donc office de bon, ou si une telle pièce d'écurie est émise sous réserve d'une condition. Une telle condition pourrait être, par exemple, que le Stablecoin puisse être utilisé pour être négocié sur une bourse dite Crypto-Exchange pendant un certain nombre de jours.³⁸¹ Si la condition est convenue avec effet ex nunc³⁸², la base contractuelle cessera d'exister si aucun commerce n'est exécuté dans le délai convenu. La base contractuelle est ainsi détruite et le détenteur d'un tel billet de banque aurait par conséquent un droit d'enrichissement (non contractuel) de

strictement interdits. Le fait que la remboursabilité à la valeur nominale soit un élément factuel et non une simple conséquence juridique ressort déjà de la classification dogmatique des opérations de monnaie électronique comme opérations de dépôt, qui ne sont traitées différemment des opérations de dépôt que par la fiction juridique conformément à l'article 3, paragraphe 3, de la loi bancaire et à l'article 6, paragraphe 3, de la directive sur la monnaie électronique, si des conditions particulières sont remplies.

³⁸¹ Qu'elle soit bilatérale ou multilatérale. Pour en savoir plus sur ce terme vague, qui recouvre différents modèles d'entreprise, voir *Schopper/Raschner*, Die Aufsichtsrechtliche Einordnung von Krypto-Börsen in Österreich, ÖBA 4/2019, p. 249 (251).

³⁸² En cas d'effet ex tunc, des intérêts légaux de 5 % pa seraient perçus conformément au § 1000 ABGB. Dans le cas d'une condition suspensive, le contrat serait provisoirement sans effet au moment de sa survenance.

récupérer le cours légal avec lequel il a acquis le billet de banque.³⁸³ Ainsi, la performance et la considération doivent être reportées. Le droit de rachat en vertu du droit de la condamnation représente un droit légal de recouvrement³⁸⁴ et ne constitue pas une demande contractuelle de remboursement inconditionnel, qui constituerait une opération de dépôt, puisque les demandes en vertu du droit de l'enrichissement sans cause sont fondées sur des obligations légales. Il incombe au secteur privé de convenir d'un droit de structuration permettant de détruire la base contractuelle.³⁸⁵ Si une condition résolutoire dans le sens ci-dessus est stipulée, il n'y a pas de demande contractuelle de remboursement (inconditionnel) des fonds ou de toute autre contrepartie, mais une demande en vertu de la loi sur l'enrichissement sans cause.³⁸⁶

³⁸³ La demande ne vise donc également que l'achat de biens au sens de jetons en tant que contenu numérique ou monnaie virtuelle et non une somme d'argent, ce qui exclut à la fois le commerce de dépôt et le commerce de monnaie électronique.

³⁸⁴ *Condictio causa finita* selon le § 1435 ABGB - cessation ultérieure de la base juridique (avec effet *ex nunc* ; en cas de *condictio sine causa* selon le § 877 ABGB ou de *condictio indebiti* selon le § 1431 ABGB, la base juridique doit toutefois être inversée *ex tunc*).

³⁸⁵ Une option envisageable serait un droit d'arrangement qui combine une condition potestative et une condition résolutoire de telle sorte que, par exemple, une personne qui a acquis un tel billet de banque représentant une créance avec de l'argent fictif ait le droit de détruire la base contractuelle, à condition que les billets de banque n'aient pas été utilisés pour négocier sur une certaine plateforme de négociation dans un certain délai.

³⁸⁶ Voir, par exemple, *Laurer/Kammel* dans *Laurer/Schütz/Kammel/Ratka* (éd.), article 1 BWG, marge n° 5, qui stipule que "*les activités bancaires* [dans ce cas, les activités de dépôt] *ne sont exercées que par ceux qui sont débiteurs en vertu du contrat de gestion ou de dépôt de l'argent d'autrui [...]*" et donc - ce qui semble banal en principe - ne concerne que les obligations contractuelles. La même situation

Cela doit s'appliquer d'autant plus aux jetons qui représentent des contenus numériques selon la FAGG ou des monnaies virtuelles selon³⁸⁷ la 5e directive GW, pour lesquels un droit de retrait selon le KSchG ou la FAGG peut être invoqué.³⁸⁸

Le point de vue de l'entreprise de dépôt coïncide avec la doctrine allemande du KWG. *"Le pivot de l'activité de dépôt est la promesse de remboursement en laquelle le déposant a confiance."*³⁸⁹ Pour qu'une opération de dépôt existe, le remboursement doit donc faire partie de l'accord contractuel conclu sur une base commerciale, sur la base duquel l'argent est transféré ; l'opérateur d'une opération de dépôt s'engage donc à rembourser les fonds transférés par le déposant. L'opération sur titre peut être un prêt d'argent ou un dépôt irrégulier, ou bien il peut s'agir d'autres types de contrats dans lesquels un accord de remboursement

se présente pour les transactions de monnaie électronique. *Haghofer*, Émission et remboursabilité de la monnaie électronique à *Vonkilch* (Hrsg), Commentaire de la loi de 2010 sur la monnaie électronique, § 17, note en marge 1 (p. 224), indique que *"ils [c'est-à-dire l'émission et la remboursabilité de la monnaie électronique conformément aux §§ 17 à 20 öEKG] réglementent les conditions contractuelles pour l'émission et la remboursabilité de la monnaie électronique [...]"*. Par conséquent, l'accord sur un droit de structure, tel qu'une condition résolutoire, exclut également l'existence d'une créance contractuelle et donc le champ d'application de l'EEGG. En outre, on peut également faire valoir ici qu'une pièce aussi stable ne représente qu'une créance pour l'achat d'autres jetons au sens de monnaies virtuelles, mais pas une créance faite d'argent.

³⁸⁷ Selon les considérants 8 et 10 de la 5e directive LAB, la qualification exclut d'emblée l'existence de monnaie électronique - voir les chapitres II.2.7 et II.2.9 plus de détails.

³⁸⁸ Voir titre I. Chapitre I.6.

³⁸⁹ *Demmelmair/Reschke* in *Beck/Samm/Kokemoor*, KWG avec CRR, § 1 par. 1 S 2 n° 1 KWG, Rz 109.

est inhérent.³⁹⁰ *“Une opération juridique, en revanche, ne présente pas la caractéristique de la remboursabilité au sens d’une opération de dépôt, si la demande, comme la demande de remboursement du prix d’achat en cas d’échec du contrat d’achat, n’est qu’une obligation contractuelle secondaire due au retrait de l’acheteur du contrat d’achat.”*³⁹¹

- 221 La question se pose alors de savoir si une pièce de monnaie stable, qui représente une créance sous forme de monnaie à l'encontre de l'émetteur, ne constitue pas de la monnaie électronique soumise à autorisation en raison d'une exception de la loi sur la monnaie électronique (par

³⁹⁰ Demmelmair/Reschke in Beck/Samm/Kokemoor, KWG avec CRR, § 1 par. 1 S 2 n° 1 KWG, Rz 110 f.

³⁹¹ Demmelmair/Reschke in Beck/Samm/Kokemoor, KWG avec CRR, section 1 (1) phrase 2 n° 1 KWG, Rz 110b ; cf. BaFin Merkblatt Einlagengeschäft du 11 mars 2014 : *“L’argent est remboursable s’il existe un droit civil à son remboursement ou si le créancier semble au moins avoir un tel droit. [...] La classification des fonds comme “remboursables” en vertu du droit de la surveillance bancaire ne dépend pas d’accords contractuels spécifiques de droit civil ou de la classification de la transaction sous-jacente en droit civil comme appartenant à un type de contrat spécifique, tel qu’un contrat de prêt [...]. C’est plutôt le contenu réel du transfert de fonds qui est déterminant. [...] Le remboursement fait cependant défaut si la demande de remboursement ne survient que dans le cadre d’une annulation initialement imprévue du contrat, par exemple sous la forme d’une demande de dommages-intérêts.* Dans le cas d'une résiliation en vertu du droit de la condamnation dans l'exemple décrit ci-dessus, il n'y a plus de base pour le contrat. La contre-passation et donc la demande de remboursement sont également imprévisibles dans un premier temps si le transfert de fonds ne sert pas à l'exécution d'une opération de dépôt, mais un jeton doit être utilisé, par exemple, principalement pour le commerce sur un Crypto-Exchange et sert donc de synallagme "livraison contre paiement" dans le cadre de l'exécution du contrat. L'émission d'un tel jeton peut avoir un sens pour l'opérateur d'un crypto-échange, d'autant plus que d'innombrables jetons sont basés sur différents protocoles de chaînes de blocs et ne peuvent donc pas être échangés directement les uns contre les autres en raison de l'incompatibilité technique des différents protocoles de réseau.

exemple, les réseaux limités) et ne peut donc pas constituer une opération de dépôt, peut représenter un instrument financier (instrument de créance qui affecte le passif du bilan), à condition que la créance représentée dans la pièce stable soit due ou remboursée avec intérêt après une certaine durée ou échéance et ne soit pas un instrument de paiement.³⁹² Une pièce d'écurie, qui représente une créance qui ne constitue pas un droit de remboursement inconditionnel, n'est pas un dépôt dû à une fiction juridique, mais peut être une obligation (à court terme) ou un instrument du marché monétaire.³⁹³ Toutefois, en vertu de la législation du Liechtenstein, cela doit être exclu si un tel jeton représente un

³⁹² Les critères de normalisation, de transférabilité et de négociabilité sont supposés (voir chapitre II.2.3.1). Outre une obligation au sens d'une obligation obligataire, il peut également y avoir une obligation à coupon zéro ou une obligation à coupon zéro dans laquelle l'intérêt sur toute la durée est exprimé exclusivement par la différence entre un prix d'émission (inférieur) et un prix de remboursement (supérieur) (ou un instrument du marché monétaire au sens d'une obligation à court terme).

³⁹³ Par exemple, la XCHF émise en Suisse, qui représente une obligation à court terme (instrument du marché monétaire) avec un taux d'intérêt de 0 % et une reconduction automatique, <https://www.swisscryptotokens.ch/wp-content/uploads/2019/06/Prospectus-XCHF-2019-07-v1.0-1.pdf>, consulté le 15.09.2019 <https://www.swisscryptotokens.ch/wp-content/uploads/2019/06/Prospectus-XCHF-2019-07-v1.0-1.pdf> 16:59 ; selon le droit du Liechtenstein, l'existence d'un instrument financier en rapport avec la monnaie électronique ou les instruments de paiement n'est concevable que si aucun instrument de paiement n'est présent. Dans ce cas, un instrument financier tel qu'une obligation peut exister. En revanche, au Liechtenstein, contrairement à l'Allemagne, la monnaie électronique ne constitue pas un instrument financier (cf. article 1, paragraphe 11, n° 7 de la loi sur les banques - "unités de compte"). En Allemagne (contrairement au Liechtenstein, cf. chapitre II.2.7), le commerce de monnaie électronique pour compte propre constitue donc un ser-

instrument de paiement pour l'achat de biens et/ou de services (comme un bon d'achat), mais qui ne nécessite pas de licence en vertu de la DSP II en raison d'une exception (par exemple l'exception des réseaux limités).

- 222 Pour la mise en œuvre d'une pièce stable interne au sens décrit, qui peut être acquise au moyen d'un moyen de paiement légal et qui représente une créance (en espèces ou en biens et/ou services), il est donc essentiel de s'éloigner précisément de cette caractéristique de créance, vers le stablecoin en tant que jeton indépendant (au sens de logiciel en tant que marchandise et donc en tant que contenu numérique ou monnaie virtuelle) afin d'éviter à la fois le dépôt et l'activité de monnaie électronique et l'existence d'un instrument financier dans tous les cas, sans avoir à recourir à une exception au titre de la DSP II - à condition que l'objectif soit d'être aussi peu réglementé que possible dans le cadre de ces régimes.³⁹⁴ Cela est possible à condition que le jeton stable représente une valeur propre et constitue ainsi, dans le cadre d'une relation synallagmatique, la contrepartie réelle qui est reçue étape par étape. Il est³⁹⁵ possible de convenir d'un droit de rétractation convivial, illimité,

vice financier (la contrepartie liechtensteinoise étant les services d'investissement). Voir *Terlau* dans *Casper/Terlau* (Hrsg), ZAG : Das Aufsichtsrecht des Zahlungsverkehrs und des E-Money, §1a ZAG, Rz 111.

³⁹⁴ Toutefois, en termes de droit fiscal, cela peut entraîner une charge d'impôt sur le revenu d'une part et de taxe sur la valeur ajoutée d'autre part si un jeton ou une pièce de monnaie stable est traité comme une marchandise.

³⁹⁵ À cet égard, un Stablecoin devrait être classé comme un ensemble de données ou un logiciel et donc, en fin de compte, comme une marchandise ayant une valeur indépendante. Dans ce cas, l'art. 2, al. 3, en liaison avec l'art. 10, al. 2, let. b, de la LGE, permet de faire valoir que le titulaire du droit transfère les fonds au vendeur de la pièce de monnaie stable dans le cadre d'un contrat de

perpétuel et à effet ex nunc pour les pièces de monnaie de valeur, le droit de rétractation devant être inversé en vertu du droit de la condamnation. En effet, il est possible de créer un jeton stable interne, substituant le cours légal, qui³⁹⁶ représente un jeton indépendant avec une valeur intrinsèque, qui peut être échangé à nouveau en cours légal à tout moment lors de l'exercice d'un droit de retrait fondé sur des revendications en vertu du droit de l'enrichissement (la prestation et la contrepartie doivent être différées ; le jeton en tant que jeton indépendant, qui ne représente pas une revendication, ne peut pas être simplement détruit ; ou il reste également possible de racheter le jeton - en particulier dans le cas des échanges cryptographiques structurés de manière multilatérale dans lesquels la partie émettrice/vendeuse n'est plus la contrepartie lors de la négociation ultérieure -, les jetons ainsi acquis apparaissant alors également dans les livres - et non comme une créance, car celle-ci serait remboursée au moment du rachat - en tant qu'actifs et pouvant déclencher un éventuel événement contrôlable ; En

service et que, par conséquent, l'une des exceptions à l'activité de dépôt de l'art. 1a, al. 2, let. a, de la LBVM, définies de manière définitive - à l'exception de l'exception relative à l'activité de monnaie électronique - entre en vigueur (octroi ou vente de droits d'utilisation ; vente de copies d'œuvres). L'exception à la définition des dépôts dans l'ordonnance bancaire est identique à l'art. 3a al. 3 lit a de l'ordonnance bancaire suisse. Selon la circulaire 2008/3 de la FINMA, Dépôts du public auprès de non-banques, 20.11.2008, modifiée en dernier lieu le 26.06.2019, <https://www.finma.ch/de/dokumentation/rundschreiben/archiv/archiv-2008/> note en marge 10 f, la chBankV part du principe "*que tous les engagements ont le caractère de dépôt*". Par exemple, "*un acompte avec un contrat d'achat, une avance avec une commande, une caution de loyer, etc.*" n'ont pas le caractère de caution.

³⁹⁶ La valeur est garantie par le marché (offre et demande) - par exemple si elle peut être utilisée pour les échanges sur une plateforme de commerce crypto.

termes de droit de surveillance, la présence d'une monnaie virtuelle soulèverait également la question de savoir si une activité de bureau de change ou une activité d'un prestataire de services de change de VT est exercée par la suite). Toutefois, si un échange commercial ou une lettre de change n'est pas effectué, une contre-passation en vertu de la loi sur l'enrichissement ne constitue pas non plus une activité de bureau de change.³⁹⁷ Dans ce contexte, il semble opportun qu'en vertu du régime de la TVTG, l'échange commercial de jetons contre d'autres jetons soit également couvert par le prestataire de services d'échange VT soumis à enregistrement,³⁹⁸ car la présente demande, dans laquelle des jetons peuvent être échangés contre des pièces de monnaie stables internes, ne serait pas couverte par le droit de surveillance, même si un tel jeton stable interne représente dans une certaine mesure un substitut au cours légal, s'il remplit également une fonction au-delà de celui-ci et empêche une rupture du support (crypto-fiat) et permet le commerce de jetons à travers des chaînes de blocs.

- 223 En outre, il serait également possible de convertir en monnaie légale une pièce de monnaie stable équivalente en espèces, qui représente un jeton indépendant. Ainsi, une société peut émettre une pièce de monnaie stable contre un cours légal en tant que jeton indépendant, et non en tant que créance, et peut également accepter cette pièce de monnaie stable sur sa plateforme de négociation en référence à des jetons pour l'exécution d'ordres de négociation. Ce faisant, la personne morale pourrait également échanger bilatéralement ces pièces de monnaie stable en monnaie ayant cours légal contre son propre livre et pour son

³⁹⁷ Voir le chapitre II.2.9 pour le bureau de change.

³⁹⁸ Art 2, paragraphe 1, lit r TVTG, tel que modifié par le BuA 54/2019.

propre compte. Il s'agirait toutefois d'une activité de bureau de change soumise à l'enregistrement auprès de la FMA en vertu de l'article 2, paragraphe 1, lettre l, de la LDA en liaison avec l'article 3, paragraphe 3, lettre a, de la LDA (ou, après l'entrée en vigueur du TVTG, d'une activité de prestataire de services de change VT soumise à l'enregistrement).³⁹⁹

2.2.3 Conclusion Régularisation des dépôts et de la monnaie électronique

Alors que l'activité de dépôt est basée sur l'acceptation de dépôts ou d'autres fonds remboursables sans condition, l'activité de monnaie électronique est définie comme l'émission de monnaie électronique, qui est une valeur monétaire stockée magnétiquement ou électroniquement sous la forme d'une créance qui peut être acquise contre paiement d'une somme d'argent et sert à effectuer des opérations de paiement et est acceptée à cette fin par des personnes autres qu'un émetteur. Comme dans le cas des dépôts, les opérations de monnaie électronique impliquent l'acceptation de fonds (et de monnaie électronique elle-même) qui doivent être remboursés. D'un point de vue réglementaire, une opération de dépôt n'existe pas si les fonds sont acceptés et que de l'argent électronique est émis directement en contrepartie ; il s'agit d'une fiction juridique.

224

Il est donc essentiel, tant pour le secteur des dépôts que pour celui de la monnaie électronique, que la demande de remboursement inconditionnel de fonds ou de montants monétaires soit prise en compte. Dans

225

³⁹⁹ Cf. chapitre II.2.9 ; article 2(1)(l) du DDA tel que modifié par le BuA 2019/93.

ce contexte, la monnaie électronique est une facette de l'activité de dépôt, qui est traitée de manière privilégiée à des fins de surveillance par rapport à l'activité de dépôt. L'évaluation de la présence ou non de monnaie électronique est également pertinente en ce qui concerne les jetons ou les pièces stables. Il est essentiel de se demander si un jeton représente un jeton indépendant ayant une valeur intrinsèque et est traité comme une marchandise, par exemple comme un logiciel (contenu numérique ou monnaie virtuelle), ou si le jeton représente en fait une créance en argent. Une indication de cette dernière hypothèse serait que le jeton est détruit au moment du rachat, puisqu'un émetteur ne peut pas détenir de créance contre lui-même. À proprement parler, les monnaies virtuelles ou les contenus numériques ne sont pas émis mais vendus (offre de jetons contre vente de jetons).

226 Il convient également de noter que, en faisant valoir qu'il existe une exception au régime de la monnaie électronique, les activités de dépôt ne peuvent être relancées. Dogmatiquement, la monnaie électronique est toujours disponible ou le régime de la monnaie électronique est toujours applicable, et si une exception est faite, elle n'est soumise qu'à des exigences moins strictes dans la licence - dans certains cas, l'ASF doit être informée de l'existence d'une exception et doit en connaître les raisons. Par fiction juridique, cela ne constitue pas une opération de dépôt lors de l'émission de monnaie électronique. Même si l'émission de cette monnaie électronique ne nécessite donc pas d'agrément en tant qu'établissement de monnaie électronique, l'activité de dépôt ne peut être relancée si une exception à l'opération de monnaie électronique est justifiée. Il reste à savoir si un jeton peut représenter des dépôts ou si cela ne signifie pas toujours qu'une valeur monétaire est stockée sous forme

électromagnétique - et donc de la monnaie électronique. Il faut probablement répondre par l'affirmative, car l'activité de dépôt ne concerne que l'argent liquide et l'argent scriptural directement et ne prévoit aucune représentation de ceux-ci ; un jeton ne pourrait fonctionner que dans le cadre d'un mécanisme d'authentification pour la disposition des dépôts.

Une pièce peut donc, lorsqu'elle représente une créance faite sur de l'argent en raison de la propriété électromagnétique d'un jeton, ne représenter que de l'argent électronique, mais pas également des dépôts. Une opération de dépôt peut être exclue, détachée de la référence aux jetons, en excluant l'obligation inconditionnelle de remboursement des fonds, ce qui est effectivement le cas pour les dépôts. Cela serait concevable au moyen d'une condition résolutoire avec effet ex nunc, ou au moyen d'un arrangement selon lequel seuls des biens et/ou des services peuvent être obtenus avec l'argent donné, mais il n'y a pas de droit inconditionnel de restitution de la valeur monétaire. Dans le cas d'une condition résolutoire, la base contractuelle cesserait d'exister et devrait être annulée en vertu du droit de l'enrichissement, mais pas sur la base d'un accord contractuel. À⁴⁰⁰ cet égard, il ne semble toutefois pas absolument

⁴⁰⁰ Par la suite, cependant, un instrument financier peut à nouveau exister si ces pièces sont normalisées, transférables et négociables et ne constituent pas un instrument de paiement. Une variante concevable de la représentation d'une créance par une pièce de monnaie, évitant à la fois l'opération de dépôt et l'existence d'instruments financiers, pourrait être réalisée au moyen d'un bon non remboursable pour l'achat de biens ou de services. Une telle pièce ne peut constituer un instrument financier pour la seule raison que les instruments de paiement ne peuvent jamais constituer des valeurs mobilières au sens de l'article 4 (1) n° 44 MiFID II ; voir également BaFin, Hinweise zu Finanzinstrumente nach

nécessaire d'émettre une créance sous forme d'argent ou d'acheter des biens ou des services pour obtenir une valeur stable. Un jeton peut également être émis sous forme de logiciel en vertu d'un accord de droit de rachat favorable aux consommateurs. Un tel jeton, qui représente une marchandise, devrait également être restitué en vertu du droit de la condamnation ou le contrat devrait être annulé (*condictio causa finita*). Toutefois, un tel arrangement a parfois des conséquences en matière de taxe sur le revenu et de taxe sur la valeur ajoutée.

228 *"Le pivot de l'activité de dépôt est la promesse de remboursement sur laquelle le déposant s'appuie".*⁴⁰¹ *"En revanche, une transaction juridique ne présente pas la caractéristique de la remboursabilité au sens d'une opération de dépôt si la demande, comme la demande de remboursement du prix d'achat en cas d'échec du contrat d'achat, n'est qu'une obligation contractuelle secondaire en raison du retrait de l'acheteur du contrat d'achat."*⁴⁰² Pour qu'une opération de dépôt existe, le remboursement doit donc faire partie de l'accord contractuel en vertu duquel les fonds ont été transférés.

229 En droit liechtensteinois, un instrument financier en rapport avec la monnaie électronique ne peut exister même s'il existe une exception à l'opération de monnaie électronique, ce qui exclut également l'opération de dépôt (ce qui serait de toute façon le cas en vertu de l'art. 1a al.

§ 1 (11) Sätze 1 bis 3 KWG, 20.12.2011, modifié en dernier lieu le 26.07.2018, Punkt 2. b) cc) Ziff 4, https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_111220_finanzinstrumente.html En même temps, un bon peut être conçu de manière à ce qu'une exception au titre de la loi ZDG ou de la directive PSD II s'applique.

⁴⁰¹ *Demmelmair/Reschke in Beck/Samm/Kokemoor*, KWG avec CRR, § 1 par. 1 S 2 n° 1 KWG, Rz 109.

⁴⁰² *Demmelmair/Reschke in Beck/Samm/Kokemoor*, KWG avec CRR, § 1 Abs. 1 S 2 Nr 1 KWG, Rz 110b.

2 de l'ordonnance bancaire si les fonds étaient acceptés en rapport avec l'émission d'une obligation), car dans ce cas il existe toujours un instrument de paiement, ce qui exclut à son tour l'existence d'une valeur mobilière.

Si un titre scriptural standardisé, transférable et négociable est émis, qui n'est pas un instrument de paiement et qui doit être remboursé après une certaine durée et sur lequel des intérêts sont accordés, il existe potentiellement un jeton de sécurité qui représente une obligation. Contrairement à l'Allemagne, au Liechtenstein, les unités de compte et donc la monnaie électronique (sous forme de jetons) n'ont pas été légalisées en tant qu'instruments financiers. En vertu de la MiFID II et de la loi bancaire, le concept d'instruments financiers n'est pas compatible avec les instruments de paiement. À l'exception du concept de monnaie électronique, un instrument de dette tel qu'une obligation ne peut exister sans une exigence législative explicite. 230

Les instruments du marché monétaire ne servent pas non plus à effectuer des opérations de paiement, comme c'est le cas des instruments de paiement. Par exemple, le XCHF émis en Suisse est une obligation à court terme (un mois) avec un taux d'intérêt de 0 % et un roulement automatique (instrument du marché monétaire). Par conséquent, la négociation d'un tel instrument nécessite - selon l'interprétation du Liechtenstein - une autorisation en tant que centre de négociation réglementé ; l'exécution d'opérations de paiement ne peut être prévue, car sinon il 231

n'existe aucun instrument financier.⁴⁰³ S'il existe un instrument permettant d'effectuer des paiements (argent liquide et fiduciaire, monnaie électronique ou bons d'achat), cela exclut l'existence d'une valeur mobilière et donc d'un instrument financier.⁴⁰⁴

- 232 En termes généraux, on peut dire que les dépôts ont principalement le caractère d'une réserve de valeur ou d'un objectif d'épargne, tandis que la monnaie électronique se concentre sur l'exécution d'opérations de paiement et a donc un objectif de paiement, et que les instruments financiers ont en définitive un caractère d'investissement. Les monnaies virtuelles, en revanche, peuvent combiner un ou tous ces objectifs et des fonctionnalités encore plus étendues (par exemple, fonction d'accès, recherche de consensus, etc.)⁴⁰⁵

2.2.4 Opérations bancaires (activités de prêt)

- 233 Outre la transformation des risques - la transformation de la taille des lots et des échéances - l'activité de dépôt, qui est réservée aux banques, constitue un pont entre les principaux domaines d'activité des banques

⁴⁰³ Dieses Hintergrundes war man sich bewusst, lautet es im Prospekt zum XCHF doch wie folgt: *"Le principal objectif de la CryptoFranc est de servir d'instrument de liquidité pour l'écosystème crypto suisse. Par exemple, un trader de Bitcoin (BTC) pourrait l'utiliser pour transférer temporairement des fonds dans les Crypto-Francs ou une startup suisse pourrait l'utiliser pour lever des fonds dans sa devise de comptabilité au lieu d'utiliser des devises crypto volatiles. Il n'est pas destiné à être utilisé comme un stockage à long terme de francs suisses, ni à servir de moyen de paiement pour les transactions quotidiennes."*, <https://www.swisscryptotokens.ch/wp-content/uploads/2019/10/Prospectus-XCHF-2019-10-v1.1.pdf>

⁴⁰⁴ Art 4 (1) n° 44 MiFID II ou art 3a (1) Z 42 BankG.

⁴⁰⁵ Cf. les commentaires du considérant 10 de la 5ème directive ARC.

et l'activité de prêt, qui figure à l'actif du bilan bancaire. Au Liechtenstein, cela se définit comme le *prêt commercial de fonds extérieurs à un groupe d'emprunteurs non définis*⁴⁰⁶. Ces opérations de prêt doivent être considérées comme des opérations de prêt si, sur la base d'un contrat de prêt ou de crédit de droit civil, la date de valeur est indiquée en monnaie ayant cours légal.⁴⁰⁷ La définition, selon laquelle seul le prêt de fonds étrangers doit constituer une opération patrimoniale, semble étrange et remonte aux délibérations du Landtag du 14.05.1992.⁴⁰⁸ Selon ce dernier, l'opinion a été exprimée que le prêt de fonds propres ne constituait pas une opération bancaire au sens d'une opération de prêt, ce qui explique pourquoi la formulation initiale du BuA 1992/8 concernant l'article 3 al. 3 lit b de la BankG a⁴⁰⁹ finalement été modifiée. *"Le paragraphe 4, point b), ne fait référence qu'au "prêt de fonds à un groupe indéfini d'emprunteurs". À cet égard, il convient de dire - même si les banques gardent ici à l'esprit qu'elles prêtent naturellement non seulement leurs fonds propres mais aussi des fonds extérieurs aux emprunteurs - que cette formulation pourrait donner lieu à une interprétation erronée dans la mesure où l'on pourrait dire que le prêt commercial de fonds propres est également une opération bancaire. Et ce serait fondamentalement mauvais. Personne ne peut refuser à quiconque le droit de prêter ses propres fonds sur une base professionnelle - à l'exclusion de ses propres fonds. C'est impensable dans notre économie*

⁴⁰⁶ Art. 1a par. 1 lit b BankV.

⁴⁰⁷ *Laurer/Kammel in Laurer/Schütz/Kammel/Ratka* (Hrsg), section 1 BWG, marge n° 9 ; BaFin, fiche d'information sur les activités de crédit, datée du 08.01.2009, modifiée en dernier lieu le 02.05.2016, https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_090108_tatbestand_kreditgeschaef.html

⁴⁰⁸ Protocole du Landtag du 14.05.1992 sur la loi bancaire, p. 730.

⁴⁰⁹ A l'époque encore à l'art. 3 al. 4 lit b BankG tel que modifié par le BuA 1992/8.

libre".⁴¹⁰ L'art. 4, al. 1, n° 1, CRR définit les établissements de crédit en ce qui concerne les activités de prêt comme des entreprises qui accordent des crédits pour leur propre compte. On ne peut en déduire aucune référence au prêt de fonds extérieurs. Selon une interprétation autonome du ⁴¹¹droit européen, le prêt de capitaux propres au sens d'actifs circulants au titre de la CRR constituera également une activité de prêt au Liechtenstein ; toute autre interprétation serait intenable. Cependant, comme expliqué dans le FN 420 28.06.2019, le CRR n'est pas encore directement applicable au Liechtenstein en raison de l'absence de décision du Comité mixte de l'EEE, mais a simplement été mis en œuvre à l'avance.

- 234 En vertu de l'art. 8, al. 4, de la loi sur le crédit, les établissements de paiement peuvent également accorder des crédits, à condition que l'octroi de crédits soit une activité accessoire et que ces crédits ne soient accordés que dans le cadre d'opérations de paiement. En outre, ces prêts doivent être remboursés au plus tard dans les 12 mois suivant leur émission et ne peuvent être accordés sur des fonds qui ont été acceptés ou détenus dans l'intention de réaliser des opérations de paiement.
- 235 En ce qui concerne les plateformes logicielles, il faut veiller à ce que les prêts entre pairs (crowdlending) ne soient pas accordés sans l'autorisation appropriée. Tous les créanciers qui prêtent leur argent sur une base commerciale sont soumis à une autorisation. Sans une licence correspondante en tant que banque des prêteurs respectifs, l'opérateur d'une

⁴¹⁰ *Ritter* im LTP du 14 mai 1992 sur la loi bancaire, p. 730.

⁴¹¹ Le droit communautaire directement applicable doit être interprété de manière autonome au niveau communautaire, tandis que les directives doivent être interprétées conformément au droit communautaire.

telle plate-forme serait également potentiellement impliqué dans des activités non autorisées, à moins que les prêts ne soient simplement négociés et que l'octroi des prêts soit effectué par des banques dûment autorisées. En outre, le crédit des jetons n'est pas couvert par l'activité de crédit. Enfin, les services soumis à la loi ZDG peuvent également jouer un rôle sur ces plateformes et peuvent être soumis à autorisation.⁴¹²

Contrairement à l'Autriche, par exemple, au Liechtenstein, seule l'activité d'affacturage non authentique constitue un octroi de crédit.⁴¹³ Dans le cadre d'un véritable affacturage, une société d'affacturage achète des créances et assume également le risque de du croire (et devient ainsi un nouveau créancier).⁴¹⁴ La société (d'affacturage) qui achète les créances doit donc se préoccuper de leur recouvrement et supporter le risque de défaillance. Dans le cas de l'affacturage fictif, cependant, le facteur

⁴¹² BaFin, Crowdlending, daté du 4 janvier 2018, https://www.bafin.de/DE/Aufsicht/FinTech/Crowdfunding/Crowdlending/crowdlending_node.html

⁴¹³ § L'article 1(2)(16) de la BWG couvre "l'achat de créances résultant de la fourniture de biens ou de services, la prise en charge du risque de recouvrement de ces créances et, en relation avec cela, le recouvrement de ces créances", c'est-à-dire l'affacturage authentique et non authentique en tant que transaction bancaire.

⁴¹⁴ La créance est cédée en vertu du droit civil par voie de cession (§ 1392 ABGB). Le cédant (ancien créancier) transfère sa créance à l'encontre du cédant (débiteur) au cessionnaire (nouveau créancier). L'affacturage diffère de l'activité de recouvrement en ce sens que, dans le cas de l'affacturage, les créances sont vendues après facturation, tandis que dans le cas du recouvrement, les créances de tiers sont recouvrées au nom d'un tiers (à l'amiable).

n'assume pas ce risque de défaillance.⁴¹⁵ Le facteur agissant de cette manière fournit des liquidités au détenteur de la créance. Cet apport de liquidités est une opération de crédit réservée aux banques (art. 3 al. 3 lit. b LB).⁴¹⁶

237 En ce qui concerne les jetons, le véritable affacturage au Liechtenstein peut être intéressant pour les entrepreneurs qui veulent permettre à leurs clients d'acheter leurs biens et/ou services avec des jetons afin de créer des canaux de vente supplémentaires, même s'ils ne veulent pas nécessairement accepter eux-mêmes des jetons au lieu de payer.

238 Celle-ci peut être structurée de telle sorte qu'un commerçant et ses clients établissent une relation contractuelle pour l'achat de biens et/ou de services, dans laquelle il est stipulé que le client doit un montant de valeur libellé en monnaie légale, payable en jetons.⁴¹⁷ Le commerçant cède ensuite cette créance à un facteur en tant que nouveau créancier sans aucune formalité, le prix des biens et/ou services achetés moins une commission de service pouvant être utilisé comme prix de cession.⁴¹⁸ Le nouveau créancier supporte donc le risque de ducroire et doit s'efforcer de recouvrer la créance. Dans cette constellation, un commerçant, puis un ancien créancier, paie un consommateur ou un client en

⁴¹⁵ L'accord selon lequel le factor doit recouvrer la créance auprès du débiteur et qu'il peut faire appel au créancier précédent si le débiteur ne paie pas la créance (jonction de créances, telle que la garantie selon l'article 1346 ABGB) constitue également un affacturage non authentique.

⁴¹⁶ Cf. *Laurer/Kammel* dans *Laurer/Schütz/Kammel/Ratka* (éd.), article 1 BWG, paragraphe 24.

⁴¹⁷ Par exemple, le taux de change du cours légal des jetons utilisés pour régler la responsabilité d'un client peut être fixé au taux en vigueur au moment où les jetons sont transférés pour régler la responsabilité.

⁴¹⁸ Le débiteur doit être informé de cette cession.

tant que débiteur, qui transfère sa contrepartie, libellée en monnaie ayant cours légal, payable en jetons au facteur et au nouveau créancier à qui la créance a été cédée, étape par étape. Par la suite, le facteur doit remettre le montant dû au concessionnaire en tant que créancier de cession dans le cours légal - après un éventuel report. Le facteur peut changer les jetons en monnaie légale contre son propre livre,⁴¹⁹ ou il peut les échanger avec d'autres intermédiaires. Cette procédure peut être mise en œuvre en conséquence au moyen d'une interface technique et, selon la forme spécifique qu'elle prend, ne déclenche aucune autre exigence d'approbation en vertu du droit du Liechtenstein.

2.2.5 Conclusion Acquisition et affacturage

L'activité de prêt ou de crédit est définie comme le prêt de fonds externes à un groupe d'emprunteurs non défini. En ce qui concerne les modèles commerciaux basés sur des jetons, l'activité de prêt peut jouer un rôle en particulier dans le cadre de l'affacturage. Contrairement à l'Autriche, l'affacturage n'est pas défini en tant que tel comme une activité bancaire au Liechtenstein, et n'est donc pas réservé aux banques. Il convient plutôt de distinguer l'affacturage authentique de l'affacturage non authentique, c'est-à-dire de déterminer qui est responsable du du-croire. Si un affactureur assume professionnellement les créances ainsi que le risque de défaillance, il s'agit d'un véritable affacturage, qui n'est pas couvert par le droit de surveillance du Liechtenstein. La situation est différente pour les entreprises d'affacturage non authentiques. Le

239

⁴¹⁹ Cela constituera un bureau de change ou, après l'entrée en vigueur du TVTG, l'activité de prestataire de services d'échange de VT ; cf. chapitre II.2.9.

ducroire n'est pas transféré au facteur (comme dans le cas du recouvrement de créances) et fournit des liquidités à la personne qui le supporte. Le factor agit donc comme un prêteur et réalise les activités de prêt réservées aux banques.

2.3 Les jetons comme instruments financiers

- 240 Outre les opérations traditionnelles d'actif et de passif, la loi bancaire régleme nte également les instruments financiers et les services d'investissement connexes. Dans la mesure où les jetons représentent des instruments financiers conformément à l'annexe 2, section C, de la loi bancaire et à l'annexe I, section C, de la MiFID II, ils sont numérisés ou transformés en jetons au niveau technique, mais ces jetons de sécurité ne perdent pas pour autant leur statut d'instrument financier. Les services liés à ces jetons de sécurité sont généralement également couverts par la réglementation des marchés financiers. L'offre ou le commerce des jetons est particulièrement important, car la création ou la génération purement technique (et non professionnelle) de jetons en soi - sans autre commercialisation par l'émission de ceux-ci - n'a plus d'intérêt réglementaire.
- 241 Conformément à l'art. 1 al. 3 lit. c de la loi sur les banques, la loi sur les banques sert également à transposer et à mettre en œuvre la MiFID I. En cas d'harmonisation au sein de l'UE ou de l'EEE, la MiFID II et la MiFIR⁴²⁰, ainsi que la CRR et la CRD IV, peuvent être utilisées pour interpréter d'autres définitions du droit bancaire et du droit des marchés

⁴²⁰ Règlement UE 600/2014 du Parlement européen et du Conseil du 15.05.2014 concernant les marchés d'instruments financiers, ELI : <http://data.europa.eu/eli/reg/2014/600/oj>. C'est important pour le Liechtenstein, d'autant plus

financiers. La ⁴²¹MiFID II a été mise en œuvre à l'avance par le droit national dans la loi bancaire et d'autres législations spéciales sur les marchés des capitaux.⁴²²

L'art. 3 al. 2 en liaison avec l'al. 3 lit. d de la loi sur les banques définit 242 les services d'investissement et les services auxiliaires énumérés de manière exhaustive à l'annexe 2, sections A et B de la loi sur les banques, qui se réfèrent aux groupes d'instruments financiers également énumérés de manière exhaustive à l'annexe 2, section C de la loi sur les banques, dans la mesure où ils sont exercés à titre professionnel, comme des opérations bancaires.⁴²³ Au Liechtenstein, elles sont réservées aux banques et aux entreprises d'investissement et reposent sur des instruments financiers. Les instruments financiers conformément à

que pour la MiFIR, ainsi que pour la MiFID II, au 28.06.2019, la décision d'adoption du Comité mixte de l'EEE est encore à l'état de projet et même le règlement ne serait pas pris en compte sans une mise en œuvre nationale préalable, <https://www.efta.int/eea-lex/32014R0600> <https://www.efta.int/eea-lex/32014L0065>.

⁴²¹ Art 3a al. 2 BankG ; le statut de la CRD IV et de la CRR est également "Entrée en vigueur de la décision du comité mixte (JCD) en cours" à partir du 28.06.2019 <https://www.efta.int/eea-lex/32013R0575>, <https://www.efta.int/eea-lex/32013L0036> et ces actes juridiques n'ont été mis en œuvre au Liechtenstein qu'au niveau national à l'avance.

⁴²² BuA 2017 / 14 du 04.04.2017 et BuA 2017/72 du 26.09.2017. Au 29.03.2019, il n'y avait qu'un projet de décision du Comité mixte de l'EEE visant à intégrer la MiFID II dans l'acquis de l'EEE.

⁴²³ Cf. également l'art. 2 al. 1 de l'Ordonnance sur les banques en ce qui concerne l'activité commerciale.

l'annexe 2, section C de la BA peuvent être simplifiés en actions (instruments de capitaux propres)⁴²⁴ et en obligations (titres de créance)⁴²⁵ ou en certificats sur ces mêmes instruments (instruments du marché des capitaux), en instruments du marché monétaire⁴²⁶ et en produits dérivés⁴²⁷. Les capitaux propres sont généralement présents si le financement est mis à disposition pour une durée illimitée et a une valeur nominale à libérer,⁴²⁸ tandis que les capitaux d'emprunt sont caractérisés par une durée à l'issue de laquelle ils doivent être remboursés avec intérêts ; les deux figurent au passif du bilan (créances des associés ou des créanciers sur la société).

- 243 Les jetons qui présentent des caractéristiques d'instruments financiers ou qui représentent des droits comparables sont ensuite classés comme instruments financiers. Par conséquent, les activités relatives à ces jetons de sécurité sont également enregistrées comme nécessitant une autorisation au sens de la loi bancaire ou d'autres règlements pertinents, pour autant qu'aucune circonstance exceptionnelle ne s'applique. Il convient de noter que les services auxiliaires ne peuvent être fournis que par des personnes titulaires d'une licence les autorisant à fournir des services d'investissement.⁴²⁹

⁴²⁴ Annexe 2, section C n° 1 lit a et n° 3 de la BankG ; dans la diction du PGR, les droits d'adhésion sont également mentionnés.

⁴²⁵ Annexe 2 Section C n° 1 lit. b de la loi bancaire ; dans le dictionnaire de la PGR, également les titres de créance.

⁴²⁶ Annexe 2, section C n° 2 de la BankG.

⁴²⁷ Annexe 2 Section C n° 1 lit. c et n° 4-10 de la BankG.

⁴²⁸ Contrairement, par exemple, aux titres participatifs, voir l'article 304, paragraphe 3, du PGR.

⁴²⁹ Article 2, paragraphe 2, de l'ordonnance bancaire.

Contrairement à l'Allemagne et à l'Autriche, le Liechtenstein s'est abstenu de créer des instruments financiers supplémentaires au niveau national, tels que des investissements conformément à l'article 1, paragraphe 1, point 3 de la loi autrichienne sur le marché des capitaux de 2019 ou des investissements conformément à l'article 1, paragraphe 2 de la loi allemande sur les investissements en capitaux.⁴³⁰ Il s'agit, par exemple, de parts de patrimoine (patrimoine fiduciaire) ou d'obligations nominatives, de participations dans des sociétés en commandite, de participations tacites ou d'une participation dans une GesBR.⁴³¹ 244

2.3.1 Valeurs mobilières

Afin de protéger les investisseurs, le terme "valeur mobilière", qui est un sous-ensemble des instruments financiers, doit être interprété de manière extensive à des fins de contrôle.⁴³² Même si le catalogue des instruments financiers de l'annexe I, section C, de la MiFID II ou de l'annexe 2, section C, de la loi bancaire n'est en principe⁴³³ que de nature démonstrative, les catégories énumérées sont probablement de nature 245

⁴³⁰ BaFin, Hinweise zu Finanzinstrumente nach § 1 Abs. 11 Sätze 1 bis 3 KWG, 20.12.2011, modifié en dernier lieu le 26.07.2018.

⁴³¹ Circulaire 07/2012 de la FMA autrichienne sur les questions de la loi sur les prospectus du 4 décembre 2012, n° de marge 49 (p. 12) ; *Zivny*, KMG, Kurzkomentar, 2e édition, art. 1 n° de marge 47 et suivants.

⁴³² Cf. par exemple *Zivny*, KMG, Kurzkomentar, 2ème édition, § 1 Rz 62.

⁴³³ Bien que l'annexe 2, section C n° 1 de la loi bancaire ne définisse pas les valeurs mobilières de manière exhaustive, puisqu'il est fait référence aux valeurs mobilières telles que les instruments de capitaux propres, les instruments de dette et les instruments dérivés, l'existence d'une valeur mobilière exige également une comparabilité avec les instruments énumérés, ce qu'on appelle l'équivalence fonctionnelle. Voir *Schopper/Raschner*, Die Aufsichtsrechtliche Einordnung von Krypto-Börsen in Österreich, ÖBA 4/2019, p. 249 (253).

fiscale⁴³⁴ (l'article 4, paragraphe 1, n° 44 lit a de la MiFID II réglemente les instruments de capitaux propres, lit b de la MiFID II les instruments de dette et lit c de la MiFID II les instruments dérivés). Les⁴³⁵ jetons, qui contiennent donc un intérêt de créance similaire à celui d'un créancier de titres de créance ou un intérêt de participation similaire à celui d'un actionnaire, sont fonctionnellement équivalents aux⁴³⁶ catégories de valeurs mobilières mentionnées ci-dessus et doivent donc être également

⁴³⁴ Vgl *Hacker/Thomale*, Règlement sur la cryptologie des valeurs mobilières : ICOs, Token Sales and Cryptocurrencies under EU Financial Law, 22.11.2017, zuletzt überarbeitet am 13. Dezember 2017, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3075820, S. 25 : *"Toutefois, c'est précisément pour les nouveaux types de produits d'investissement, tels que les jetons, que la liste devient pertinente : elle offre des exemples archétypiques de titres qui montrent ce que le législateur avait à l'esprit lorsqu'il a réglementé ces entités. D'un point de vue fonctionnel, les jetons doivent au moins être comparables à ces titres typiques pour déclencher une réglementation des valeurs mobilières"*.

⁴³⁵ Cf. BaFin, Hinweise zu Finanzinstrumente nach § 1 Abs. 11 Sätze 1 bis 3 KWG, 20.12.2011, modifié en dernier lieu le 26.07.2018, selon lequel, par exemple, les parts d'actifs détenues par un émetteur en son propre nom et pour le compte d'un tiers constituent ce que l'on appelle des investissements qui sont couverts par le droit de surveillance national allemand mais ne constituent pas des instruments financiers au sens de la MiFID II. Par exemple, les certificats fiduciaires en vertu de l'article 928 du PGR ne doivent en principe pas être considérés comme des valeurs mobilières au sens d'instruments financiers, car ils ne sont que des titres de droit civil et donnent droit à la jouissance du bien fiduciaire ; seule l'équivalence fonctionnelle avec les instruments financiers devrait être examinée sur la base d'une éventuelle normalisation. Toutefois, même si ces certificats fiduciaires sont structurés de manière transférable, ils représentent une participation directe à des actifs (spécifiques), qu'aucun instrument financier selon le canon final des instruments financiers de la MiFID II ne peut établir.

⁴³⁶ Aux États-Unis, le concept d'instrument financier est lié à une attente de profit selon le "howey test". La MiFID II n'est pas fondée sur une telle attente de

traités comme de tels instruments financiers.⁴³⁷ Étant donné que la MiFID II ne lie pas le concept d'instrument financier à une quelconque attente de profit, les jetons liés aux mécanismes dits de preuve d'enjeu d'une chaîne de blocs, qui sont parfois utilisés pour la recherche de consensus, ne relèvent pas du concept d'instruments financiers. Dans ce cas, par exemple, les retours peuvent être générés à partir du réseau décentralisé, ou généralement des accords peuvent être conclus en détenant des jetons ("ge-staked"). Il s'agit toutefois d'une fonction qui garantit le fonctionnement d'une chaîne de blocs ou la création d'un consensus sur une telle chaîne de blocs et aucun revenu passif, de type dividende ou basé sur les intérêts n'est généré, mais le détenteur d'un jeton ne reçoit une telle contrepartie que pour la fourniture de services spécifiques (par exemple pour la validation des transactions sur une chaîne de blocs). En l'absence de représentation d'une participation au capital ou d'une créance (une créance sur une entité), ces mécanismes de jalonnement ou, plus généralement, les fonctions de gouvernance et de consensus des jetons dans une chaîne de blocs ne répondent pas au concept d'instrument financier.

Malgré l'exégèse intrinsèquement large des valeurs mobilières, il ne faut pas oublier que la définition prudentielle des valeurs mobilières 246

profit, mais l'attente de flux de trésorerie futurs en rapport avec une créance peut être fonctionnellement comparable ou équivalente à des valeurs mobilières et donc se qualifier comme un instrument financier. Voir *Hacker/Thomale*, *Crypto-Securities Regulation : ICOs, Token Sales and Cryptocurrencies under EU Financial Law*, 22.11.2017, dernière révision le 13 décembre 2017, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3075820 p. 26.

⁴³⁷ *Höhlein/Weiß*, *Krypto-Assets, ICO and Blockchain : Prospectus law perspective and supervisory practice*, RDF 2019, p 116 (p 119 mwN).

n'est qu'un sous-ensemble des valeurs de droit civil. En⁴³⁸ droit de l'Union, les instruments financiers sont⁴³⁹ donc définitivement réglementés dans les limites des catégories énumérées ci-dessus, mais en droit national, outre la définition des instruments financiers, d'autres produits d'investissement peuvent être soumis à certaines réglementations. Il est important de noter que les titres normalisés, transférables et négociables, mais qui sont des instruments de paiement avec lesquels des opérations de paiement peuvent être effectuées, ne sont pas des titres transférables et ne constituent donc pas des instruments financiers.⁴⁴⁰ Ainsi, les bons (symbolisés) ou l'argent électronique ne constituent pas non plus des instruments financiers au sens où l'entend le Liechtenstein.⁴⁴¹

247

⁴³⁸ *Zivny*, KMG, bref commentaire, 2e édition, § 1 Rz 62.

⁴³⁹ Vgl FCA (Autorité britannique de surveillance des marchés financiers), The Perimeter Guidance Manual (PERG release 42 September 2019), Chapitre 13, Guidance on the scope of MiFID and CRD IV, section 13.4 (S 17 ; Q28), <https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/PERG.pdf>, aufgerufen am 15.09.2019, 17:19.

⁴⁴⁰ Art. 3a al. 1 n° 42 de la loi sur les banques ; Art. 4 al. 1 n° 44 MiFID II ; BaFin, Notes sur les instruments financiers conformément à la section 1 al. 11 phrases 1 à 3 KWG, 20.12.2011, modifié en dernier lieu le 26.07.2018, point 2. b) cc) n° 4, https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_111220_finanzinstrumente.html

⁴⁴¹ La situation est différente en Allemagne, où les unités de compte sont enregistrées comme un type d'instrument financier distinct - cf. section 1 (11) n° 7 du KWG - "unités de compte". En droit allemand, la question se pose de savoir comment cela s'applique à un instrument de paiement qui représente également une unité de compte (par exemple, un bon représenté par un jeton).

Les valeurs mobilières sont définies à l'art. 3a al. 1 n° 42 de la loi sur les banques comme des catégories⁴⁴² de valeurs mobilières pouvant être négociées sur le marché des capitaux, à l'exception des instruments de paiement.⁴⁴³ Pour pouvoir être considérées comme des valeurs mobilières, il est essentiel qu'il existe des titrisations négociables, qui sont généralement fournies en grand nombre et avec un contenu équivalent. Les investisseurs acquièrent des droits identiques sans possibilité

⁴⁴² Les catégories ou classes ne sont pas définies, mais reposent sur le droit civil et sont décrites par les autorités de surveillance nationales de l'UE comme des droits fongibles, échangeables ou identiques accordés à un certain nombre d'investisseurs. Elle repose principalement sur la normalisation et l'équivalence fonctionnelle. Si un investisseur a une créance individualisée contre une entité, il ne s'agit pas d'une créance générique et il ne s'agit pas d'une normalisation. Bien qu'un tel droit soit une sûreté ou un droit d'inscription en compte au sens du droit civil, il ne s'agit pas d'un instrument financier selon l'évaluation réglementaire. Voir l'annexe 1 de l'AEMF - Qualification juridique des crypto-actifs - enquête auprès des ANC, janvier 2019, AEMF50-157-1384, note en marge 16, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-157-1384_annex.pdf. L'accent mis sur les droits justifiables indique également clairement qu'un document en vertu de la législation sur les valeurs mobilières n'est pas nécessairement nécessaire pour l'existence d'un instrument financier.

⁴⁴³ Cf. article 4, paragraphe 1, n° 44 de la MIF II ; il convient de noter que les instruments du marché des capitaux, qui constituent avec les instruments du marché monétaire des instruments du marché financier, diffèrent des instruments de paiement en ce que les premiers servent à des fins d'investissement et les seconds à des fins d'opérations de paiement. Les instruments financiers et les instruments de paiement s'excluent mutuellement ; cependant, les jetons ont parfois le caractère de placements et ont également une fonction de paiement - ces monnaies virtuelles ne remplissent donc ni la notion d'instrument financier ni celle d'instrument de paiement. Voir l'annexe 1 de l'AEMF, Qualification juridique des crypto-immobilisations - enquête auprès des ANC, janvier 2019, AEMF50-157-1384, n° de marge 38 et suivants, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-157-1384_annex.pdf.

d'individualiser ces droits, qui sont liés à l'instrument sous-jacent, ou sans possibilité d'individualiser le processus d'acquisition.⁴⁴⁴

248 La nature des valeurs mobilières en tant qu'instruments financiers, qui est liée⁴⁴⁵ à l'applicabilité de lois spéciales dans le cadre du droit des marchés des capitaux et qui est donc nécessaire, doit être fondée sur toutes les catégories de valeurs mobilières qui peuvent être négociées sur le marché des capitaux, à l'exception des espèces.⁴⁴⁶ La définition des valeurs mobilières contient donc trois éléments positifs interdépendants : Tout d'abord, la transférabilité, qui est la condition de la deuxième caractéristique, la négociabilité (sur le marché des capitaux), et enfin, la normalisation. La normalisation des titres est essentiellement basée sur le terme générique général. Cela concerne les droits identiques fongibles, échangeables ou émis en masse ; il n'est pas nécessaire pour l'existence d'un instrument financier qu'un certificat physique ait été effectivement émis - les titres dématérialisés peuvent également remplir la notion de valeurs mobilières et donc d'instruments financiers.

249 Conformément à l'article 4 (1) n° 17 de la MiFID II, les instruments du marché monétaire sont également similaires⁴⁴⁷ aux valeurs mobilières dans les caractéristiques nécessaires et sont définis comme "*les catégories d'instruments normalement négociés sur le marché monétaire, tels que les*

⁴⁴⁴ Zivny, KMG, bref commentaire, 2e édition, § 1 Rz 61.

⁴⁴⁵ Par exemple la BankG, WPPG, VVG, AIFMG, etc.

⁴⁴⁶ Article 3a, paragraphe 1, ligne 42 de la loi bancaire.

⁴⁴⁷ Assmann in Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg), loi sur le commerce des valeurs mobilières, section 2 WpHG, n° de marge 40 et suivants ; cf. également Reschke in Beck/Samm/Kokemoor (Hrsg), loi allemande sur les banques avec CRR, section 1 KWG, n° de marge 1031.

bons du Trésor, les certificats de dépôt et les billets de trésorerie, à l'exception des instruments de paiement". Le règlement Del sur la MiFID II⁴⁴⁸ prévoit également à l'article 11 que les instruments du marché monétaire sont intrinsèques aux instruments du marché monétaire, que leur valeur peut être déterminée à tout moment, qu'ils ne sont pas des dérivés et que leur échéance à l'émission est de 397 jours au maximum.⁴⁴⁹

a. Normalisation

Le concept de genre doit être évalué en vertu du droit civil et non du droit de surveillance. Le genre est basé sur des droits justifiables, donc différents, mais similaires et donc remplaçables (genre dette - l'un remplace l'autre). L'ABGB ne fait pas réellement la distinction entre les biens fongibles et non fongibles, mais distingue les biens consommables et non consommables.⁴⁵⁰ Les choses raisonnables, c'est-à-dire fongibles, ne peuvent être distinguées les unes des autres faute de caractéristiques individuelles utiles - contrairement aux choses injustifiables qui ne peuvent être décrites en termes de genre - et sont donc interchangeables à volonté. Dans les transactions juridiques, les objets

250

⁴⁴⁸ Del Règlement 2017/565, ELI : http://data.europa.eu/eli/reg_del/2017/565/oj.

⁴⁴⁹ Pour une définition similaire, voir également l'article 2, paragraphe 1, point a), de la directive sur les OPCVM, ainsi que l'article 50, paragraphe 1, points a), b), c) et h), de la directive sur les OPCVM et le considérant 36 de la directive sur les OPCVM ; voir également l'article 10, paragraphe 1, point a), du règlement 2017/1131 sur les fonds du marché monétaire, ELI : <http://data.europa.eu/eli/reg/2017/1131/oj>.

⁴⁵⁰ Le § 301 öABGB ; l'art. 20 SR ou le fondement de la prescription art. 641 ZGB ne définissent pas du tout la matière. Elle stipule seulement que "*quiconque est propriétaire d'une chose peut en disposer à sa guise dans les limites du système juridique*".

fongibles sont déterminés par leur mesure, leur nombre et leur poids. Alors que la fongibilité des biens fongibles repose sur l'opinion du commerce, la dette du genre ou de l'espèce est déterminée par la volonté et l'accord des parties, selon que l'objet de la prestation est défini en fonction de caractéristiques générales ou individuelles. Bien qu'⁴⁵¹au Liechtenstein la partie de l'ABGB relative au droit de la propriété ait été remplacée par des dispositions légales autonomes, le droit de la propriété du Liechtenstein dans la section sur l'usufruit des articles 232 et 244 SR ainsi que le PGR à l'article 681 al. 3 PGR en ce qui concerne la société ordinaire connaît des objets fongibles ou consommables et les explications autrichiennes peuvent être utilisées *ceteris paribus*.⁴⁵²

- 251 La normalisation est donc une condition préalable si une catégorie de titres ou des titres intermédiés de droits comparables sont titrisés ou, dans le cas des titres intermédiés, sont représentés (par exemple au moyen d'un jeton). Cela peut être supposé si les droits incorporés dans un document ou les droits de propriété dématérialisés sans documents⁴⁵³ peuvent être échangés à volonté, par exemple, dans le but de les faire valoir, ces droits représentés dans des instruments acquérant ainsi une fongibilité et une capacité de circulation. En conséquence, les valeurs mobilières ou les titres sans certificat peuvent être négociés selon le type et le nombre de parts, les droits ne pouvant être individualisés à la demande d'un investisseur ou modifiés d'une autre manière

⁴⁵¹ *Helmich* dans *Kletečka/Schauer*, ABGB-ON 1.04, § 301, Rz 5 et 6.

⁴⁵² Cf. également *Opilio*, Arbeitskommentar zum Liechtensteinischen Sachenrecht, Vol. 1, Art 216, n° de marge 008, concernant le terme générique.

⁴⁵³ Les droits de valeur, qui sont représentés par des jetons, par exemple.

(droits identiques).⁴⁵⁴ En outre, les échanges basés sur la normalisation doivent être basés uniquement sur le prix et aucune condition individualisée ne doit être attachée à la conclusion de l'échange (processus d'acquisition identique).⁴⁵⁵

b. La négociabilité sur le marché des capitaux

La négociabilité requise comme caractéristique des valeurs mobilières repose sur la négociabilité sur le marché des capitaux.⁴⁵⁶ Cela suppose également que les titres puissent être négociés sur des plates-formes de négociation qui transportent régulièrement des positions de masse de l'offre et de la demande de ces titres par des myriades potentielles de parties intéressées. Outre les marchés réglementés, les MTF⁴⁵⁷ et les OTF, le⁴⁵⁸ concept de plateforme de négociation, qui n'est ni défini techniquement ni juridiquement, inclut les internalisateurs systématiques, c'est-à-dire les échanges en bourse et de gré à gré. Ce qui compte, ce n'est⁴⁵⁹ pas la négociation effective des titres, mais simplement la possibilité de base de les offrir ou de les demander en grand nombre. Par

252

⁴⁵⁴ Cf. également le Titre I. Chapitre I.1.2 sur la normalisation par équivalence fonctionnelle dans le cas du depositum irregulare.

⁴⁵⁵ *Seggermann in Brandl/Saria, WAG, 2e édition, § 1, note en marge 56.*

⁴⁵⁶ Le Del-VO 2017/568 sur la MiFID II, ELI : http://data.europa.eu/eli/reg_del/2017/568/oj, fournit dans son article 1 une définition de la libre négociabilité. Par conséquent, les valeurs mobilières sont considérées comme librement négociables si *elles peuvent être échangées entre les parties à une transaction et transférées par la suite et si toutes les valeurs appartenant à la même catégorie que la valeur en question sont fongibles.*

⁴⁵⁷ Système de commerce multilatéral / Multilateral Trading Facility ; MHS.

⁴⁵⁸ Organised Trading Facility / Système de commerce organisé ; SST.

⁴⁵⁹ Commerce OTC ; de gré à gré.

conséquent, il est indispensable de disposer dès le départ d'un dossier suffisamment volumineux. Toutefois, contrairement aux marchés réglementés, il n'y a pas d'exigence de flottement libre.⁴⁶⁰

253 Pour le critère de négociabilité, il est indifférent que le marché des capitaux soit organisé, c'est-à-dire qu'il s'agisse d'un marché réglementé et surveillé par l'État, ou non, puisque la négociabilité est basée sur tous les marchés des capitaux. Le marché des capitaux n'est pas explicitement défini juridiquement, mais en général il comprend non seulement les marchés publics réglementés ("bourses"), mais aussi les marchés de capitaux privés tels que les MTF et OTF mentionnés ci-dessus, ainsi que les marchés de gré à gré. À ce titre, les bourses décentralisées (DEX) font également⁴⁶¹ partie des marchés financiers et des capitaux. Comme expliqué ci-dessus, il n'est pas important que les titres ou les titres inscrits en compte soient effectivement négociés, mais il

⁴⁶⁰ *Seggermann in Brandl/Saria, WAG, 2ème édition, § 1, n° de marge 54.*

⁴⁶¹ Les protocoles décentralisés basés sur la technologie du registre distribué, comme la chaîne de blocs, qui n'ont pas d'opérateur central et sont de facto exploités par la somme de leurs utilisateurs en tant que collectif, c'est-à-dire le réseau lui-même. Si des instruments financiers sont négociés sur ces réseaux peer-to-peer, également appelés organisations autonomes décentralisées (OAD), qui permettent la transmission ("radiodiffusion") sans compromis et sans corruption des États (par opposition aux réseaux de torrents, également décentralisés), la réglementation des marchés financiers doit également être prise en compte. Une caractéristique fréquemment rencontrée de ces DEX, par opposition aux marchés de capitaux avec intermédiaire central, est qu'ils combinent l'appariement ainsi que la compensation et le règlement, du moins tant que le règlement n'a pas cours légal, mais exclusivement sous forme de jetons. En termes de droit des sociétés, la question se pose de savoir si ces réseaux décentralisés ou DAO sont des sociétés sans personnalité (communautés de droit personnel) comme une simple société de personnes au sens des articles 649 et suivants ou des articles 680 et suivants de la PGR.

suffit que la négociation de ces produits d'investissement soit possible.⁴⁶²

En outre, l'élément de négociabilité n'exige pas la libre négociabilité. 254 Conformément à l'article 51, paragraphe 1, de la directive MIF II, la libre négociabilité⁴⁶³ n'est requise que pour la négociation sur les marchés réglementés. Même les instruments dont la transférabilité est limitée peuvent en principe constituer des valeurs mobilières. La limite est fixée par les dispositions du droit des sociétés. Par exemple, la négociabilité ne peut être supposée dans le cas de parts d'une GmbH, car celles-ci sont soumises à des règles de transfert spéciales.⁴⁶⁴⁴⁶⁵ Même dans le cas de titres nominatifs, il⁴⁶⁶ convient d'examiner au cas par cas s'ils sont négociables au sens précité. Il découle de l'article 35, paragraphe 2, de la MiFID-DVO⁴⁶⁷ que même les titres qui ne sont pas librement négociables peuvent être classés comme des valeurs mobilières. Toutefois, comme expliqué ci-dessus, la négociabilité limitée exclut l'admission à la négociation sur un marché réglementé.

⁴⁶² BaFin, Hinweise zu Finanzinstrumente nach § 1 Abs. 11 Sätze 1 bis 3 KWG, 20.12.2011, modifié en dernier lieu le 26.07.2018.

⁴⁶³ Art 40, paragraphe 1, deuxième alinéa, de la MiFID I ; cf. art. 55b, paragraphe 5, du règlement bancaire.

⁴⁶⁴ Obligation d'avoir un acte notarié en Autriche conformément à l'article 76, paragraphe 2 GmbHG ; obligation d'une authentification publique au registre du commerce d'une cession de parts dans une société conformément à l'article 403, paragraphe 4 PGR.

⁴⁶⁵ *Seggermann in Brandl/Saria, WAG*, 2ème édition, § 1, n° de marge 54.

⁴⁶⁶ Alors que dans le cas des titres au porteur, seul le détenteur d'un titre peut faire valoir les droits qu'il atteste, dans le cas des titres nominatifs, seule la personne au nom de laquelle le titre est enregistré peut faire valoir les droits qu'il atteste.

⁴⁶⁷ Règlement 1287/2006, ELI : <http://data.europa.eu/eli/reg/2006/1287/oj>.

c. Transférabilité

255 La négociabilité sur le marché des capitaux présuppose une possibilité fréquente de circulation, c'est pourquoi on ne peut attacher une importance particulière à l'élément de transférabilité en tant que tel. La négociabilité en vertu du droit des marchés de capitaux exige davantage que la simple possibilité de cession. En ce qui concerne la transférabilité, la négociabilité doit être prise en compte en conséquence. Si la négociabilité sur le marché des capitaux est donnée, la transférabilité doit également être supposée.⁴⁶⁸

2.3.2 Titres de participation, titres assimilables à des actions et titres non assimilables à des actions

256 Les valeurs mobilières visées à l'annexe 2, section C, de la loi bancaire peuvent être structurées de différentes manières. D'une part, les instruments de capitaux propres tels que les actions ou parts de sociétés (de personnes) ou les instruments similaires (capitaux propres), ainsi que les certificats (certificats représentatifs d'actions ou certificats représentatifs d'actions) de ces titres (assimilables à des actions, tels que les ETF) sont⁴⁶⁹⁴⁷⁰inclus, et d'autre part, les instruments autres que des capitaux propres tels que les instruments de dette et les produits dérivés ou les produits financiers structurés sont également inclus.⁴⁷¹ Les titres de

⁴⁶⁸ *Seggermann in Brandl/Saria*, WAG, 2ème édition, § 1, Rz 55.

⁴⁶⁹ Fonds négociés en bourse.

⁴⁷⁰ Annexe 2 Section C n° 1 lit a de la BankG.

⁴⁷¹ Cf. concernant la terminologie *Seggermann* dans *Brandl/Saria*, WAG, 2ème édition, § 1, Rz 58.

créance sont définis comme des obligations ou des titres de créance (titrisés), y compris les certificats y afférents.⁴⁷² Toutefois, compte tenu de la définition des valeurs mobilières, l'absence de titrisation ne peut pas entraîner le retrait du statut d'instrument financier.⁴⁷³

Les certificats représentatifs d'actions ou d'ETF sont des certificats négociables représentant la propriété d'actions ou d'ETF et⁴⁷⁴ sont cotés et négociés dans la devise du marché sur lequel ils sont négociés. L'idée qui sous-tend les certificats de dépôt est de faciliter l'achat, la détention ou la vente de titres par les investisseurs en dehors de leur marché national, facilitant ainsi la négociation (indirecte) entre juridictions des instruments financiers sous-jacents aux certificats. Le Sous-jacent représenté par les Certificats est déposé auprès d'une banque dépositaire agissant en qualité de dépositaire. Un certificat titrise donc ou représente le dépôt du droit à un instrument financier et est donc un instrument du droit des obligations (position d'actionnaire du droit des obligations et donc similaire à des capitaux propres).⁴⁷⁵ 257

La définition figurant à l'annexe 2, section C n° 1 lit c de la loi bancaire - toutes les autres valeurs mobilières qui donnent droit à l'achat ou à la vente de titres ou qui donnent lieu à un paiement en espèces - couvre les formes de 258

⁴⁷² Annexe 2 Section C n° 1 lit b de la BankG ; une distinction entre les titres de capital (instruments de capitaux propres) et les titres autres que de capital (instruments de créance) est également courante.

⁴⁷³ Seggermann in Brandl/Saria, WAG, 2ème édition, § 1, n° de marge 58.

⁴⁷⁴ Ou par exemple des obligations. Dans ce cas, il ne s'agit naturellement plus d'un instrument assimilable à des actions, mais d'un instrument non assimilable à des actions ou même d'un instrument de dette plus spécifique.

⁴⁷⁵ Seggermann in Brandl/Saria, WAG, 2e édition, § 1, Rz 93 et 99 en relation avec l'article 2, paragraphe 1, n° 27 de la MiFIR.

financement mezzanine ou les produits financiers structurés.⁴⁷⁶ Les produits financiers structurés sont des instruments qui reposent sur un ou plusieurs instruments sous-jacents et qui ont également une composante dérivée (combinaison d'un instrument au comptant avec un instrument dérivé pour former une unité économique et juridique). La⁴⁷⁷ MiFIR définit les produits financiers structurés comme des *titres créés pour garantir et transférer le risque de crédit associé à un ensemble d'actifs financiers et qui donnent au détenteur des titres le droit de recevoir des paiements réguliers qui dépendent du flux de trésorerie des actifs sous-jacents*. Il s'⁴⁷⁸agit notamment de la titrisation de créances en titres adossés à des actifs (ABS), qui est généralement effectuée⁴⁷⁹ avec la participation de véhicules de titrisation à vocation spéciale. Les autres titres compren-

⁴⁷⁶ Art 2 (1) n° 29 MiFIR en liaison avec l'art 4 (1) n° 44 lit c MiFID II.

⁴⁷⁷ BaFin, Circulaire 08/2017 (VA) - Instruments financiers dérivés et produits structurés du 30.08.2017, https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Rundschreiben/2017/rs_1708_derivate_finanzinstrumente_va.html.

⁴⁷⁸ Art 2 (1) n° 28 de la MiFIR. Les produits structurés sont généralement des instruments financiers dérivés composés de plusieurs éléments. Par exemple, les produits de protection du capital, les produits d'amélioration du rendement, les produits de participation ou les produits à effet de levier. Cf. Association des banquiers du Liechtenstein, Brochure d'information sur les types et les risques des instruments financiers, 3e édition, édition électronique n° B9808d, <https://www.bankfrick.li/Portals/0/06-downloads/diverse/risiken-im-effektenhandel.pdf> p 25 et suiv.

⁴⁷⁹ Véhicule à usage spécial de titrisation (SSPV). Pour ces SSPV, le règlement sur la titrisation ou règlement STS (simple, transparent et standardisé) sera pertinent à l'avenir, ELI : <http://data.europa.eu/eli/reg/2017/2402/oj> (Statut en 2019 pour l'EEE : acte adopté sous examen par l'EEE/AELE, <https://www.efta.int/eea-lex/32017R2402>, consulté le 15.09.2019 <https://www.efta.int/eea-lex/32017R2402> 17:24).

nent également toutes les options standardisées qui représentent matériellement des obligations avec des droits d'option, de⁴⁸⁰⁴⁸¹ conversion ou d'échange supplémentaires⁴⁸² sur des instruments de capitaux propres, des warrants (options titrisées) ou des instruments qui donnent lieu à des paiements en espèces.⁴⁸³

Les instruments de capitaux propres représentent une position de propriété ainsi qu'une participation aux bénéfices et aux pertes (distribution de bénéfices sous forme de dividendes) et généralement assortis de droits de vote, ne sont pas limités dans le temps et ont une valeur nominale (participation au capital de type actionnarial). Les détenteurs de titres de créance, en revanche, assument une position de créancier et n'ont donc pas droit à une participation aux bénéfices mais plutôt au remboursement de la dette et au paiement des intérêts (intérêts de la dette).⁴⁸⁴ En outre, elles sont limitées par une durée. 259

⁴⁸⁰ Un warrant bond est une obligation assortie d'un droit d'option pour l'achat d'actions de l'émetteur. L'obligation continue d'exister après l'exercice de l'option. Le droit d'option peut être négocié séparément sur une bourse.

⁴⁸¹ Les obligations échangeables sont des obligations ayant le droit d'être converties en actions d'une société tierce.

⁴⁸² Une obligation convertible est une obligation avec le droit d'échanger l'obligation contre des actions de la société émettrice, l'obligation cessant d'exister après la conversion.

⁴⁸³ BaFin, Hinweise zu Finanzinstrumente nach § 1 Abs. 11 Sätze 1 bis 3 KWG, 20.12.2011, modifié en dernier lieu le 26.07.2018.

⁴⁸⁴ Les obligations à coupon zéro ou dites obligations zéro sont une forme spéciale d'obligation dans laquelle aucun intérêt courant n'est couru ou payé. L'intérêt sur toute la durée du contrat est payé exclusivement sur la différence entre le prix (inférieur) à l'émission et le prix de rachat (supérieur). En d'autres termes, une obligation à coupon zéro est une obligation sans coupon d'intérêt.

2.3.3 Opérations sur produits dérivés

260 En plus de l'annexe 2, section C n° 1 lit c de la loi bancaire, les instruments financiers dérivés sont également définis dans les lois n° 4 à 10 cit.⁴⁸⁵ Par conséquent, les produits dérivés sont des instruments financiers qui tirent leur valeur de la performance d'un actif sous-jacent (sous-jacent). Comme il y a une position de compensation pour chaque position, les produits dérivés sont un jeu à somme nulle, puisque les paiements des deux ensemble s'élèvent à zéro. Une distinction est faite entre les opérations à terme conditionnelles ou asymétriques (options) et les opérations à terme inconditionnelles ou symétriques (futures, forwards et swaps).⁴⁸⁶

261 Contrairement aux opérations à terme inconditionnelles, les options offrent la possibilité d'exécuter ou non la transaction à la date d'échéance. Une seule partie contractante contracte une obligation, tandis que l'autre partie a un droit, une option.⁴⁸⁷ On distingue les options américaines (droit à exécution dans un certain délai) et les options européennes (exécution à la date prévue), les deux formes d'options se retrouvant en Europe et en Amérique, quel que soit le nom qu'on leur donne. L'acheteur d'une option paie une prime au vendeur pour ce droit. Le vendeur est tenu d'exécuter la transaction lorsque l'acheteur

⁴⁸⁵ Basé sur l'article 2, paragraphe 1, n° 29 de la MiFIR en liaison avec l'article 4, paragraphe 1, n° 44, lettre c, et l'annexe I, section C, points 4 à 10, de la MiFID II ; voir également l'article 2, n° 5 de la REMI.

⁴⁸⁶ Cf. *Seggermann* dans *Brandl/Saria*, WAG, 2ème édition, § 1, note en marge 63.

⁴⁸⁷ Voir également les paires de définitions "long call" (droit d'achat) et "short call" (obligation de vente), ainsi que "long put" (droit de vente) et "short put" (obligation d'achat). La position longue correspond au propriétaire et la position courte à l'écrivain.

exerce l'option. La perte potentielle de l'acheteur s'élève à la prime d'option, tandis que le vendeur est exposé à une perte potentielle théoriquement illimitée avec un potentiel de profit limité. Des exemples d'options sont les plafonds, les planchers, les obligations de liaison de crédit ou les swaps de défaut de crédit.⁴⁸⁸

Toutefois, dans le cas de dérivés inconditionnels ou symétriques, des droits et obligations équivalents existent au moment de la conclusion du contrat. Le risque est également réparti symétriquement en conséquence. Si le prix de l'actif sous-jacent change, cela se reflète en conséquence dans le profil des profits et des pertes de l'acheteur ou du vendeur. Les prestations convenues par contrat doivent être remplies sans autres conditions. Les forwards et les futures sont standardisés et négociés sur des marchés à terme, tandis que les forwards sont des contrats privés sans normalisation correspondante et⁴⁸⁹sont négociés de gré à gré, c'est-à-dire de gré à gré. Les swaps, en revanche, sont des transactions (standardisées) de gré à gré qui visent à échanger des flux de trésorerie futurs (deux parties échangent les flux de trésorerie de l'instrument financier d'une partie contre ceux de l'instrument financier de l'autre partie).⁴⁹⁰ 262

Les contrats dérivés sont caractérisés comme des transactions à terme, qui diffèrent des transactions sur le marché au comptant en ce que la 263

⁴⁸⁸ Cf. *Seggermann* dans *Brandl/Saria*, WAG, 2ème édition, § 1, note en marge 63.

⁴⁸⁹ Les produits dérivés OTC sont des contrats dérivés qui, selon l'article 2 n° 7 EMIR, ne sont pas exécutés sur des marchés réglementés au sens de l'article 4 (1) n° 14 MiFID I. Comparer la contrepartie des produits dérivés négociés en bourse à l'article 2, article 1, n° 32 de la MiFIR.

⁴⁹⁰ *Seggermann* in *Brandl/Saria*, WAG, 2e édition, § 1, note en marge 63.

conclusion et l'exécution d'une transaction ne coïncident pas. Plus précisément, la date de conclusion pertinente pour le prix et la date de règlement pertinente pour la valeur s'effritent avec le temps, la valeur dépendant de la performance d'une variable de référence, le sous-jacent, qui sert de base. Cela signifie que la conclusion et l'exécution du contrat sont distinctes et que le règlement n'intervient qu'ultérieurement.⁴⁹¹

264 Les produits dérivés sont utilisés à la fois pour la couverture (opérations de couverture par rapport à un prix afin de couvrir certains risques), la réalisation de profits sans risque en exécutant simultanément des opérations de compensation sur différents marchés (arbitrage ; exploitation des inefficacités du marché), et la spéculation (paris) sur l'évolution future d'un prix (variable de marché). Il⁴⁹²convient de noter que les contrats dérivés standardisés sont parfois soumis à une obligation de négociation sur un marché réglementé, un MTF ou un OTF, à condition qu'ils soient soumis à une obligation de compensation,

⁴⁹¹ *Seggermann in Brandl/Saria*, WAG, 2e édition, § 1, Rz 62.

⁴⁹² *Seggermann in Brandl/Saria*, WAG, 2e édition, § 1, note en marge 63.

⁴⁹³ Art 28 MiFIR.

d'⁴⁹⁴admission à la négociation sur une plateforme de négociation et de liquidité suffisante.⁴⁹⁶

En ce qui concerne les jetons, la question se pose notamment de savoir 265 s'il existe un contrat dérivé lorsqu'un jeton est émis en tant que placeholder, par exemple dans la norme ERC-20 sur la chaîne de blocs Ethereum, et doit ensuite être "échangé" contre la pièce native d'une chaîne de blocs spécialement développée. Toutefois, si ces jetons ne sont émis

⁴⁹⁴ L'article 4 EMIR (European Market Infrastructure Regulation), ELI ; <http://data.europa.eu/eli/reg/2012/648/oj>, prévoit l'obligation de compenser les contrats de produits dérivés de gré à gré entre contreparties financières (Financial Counterparty ; FC) conformément à l'article 2 (8) du règlement UE 648/2012 et/ou entre contreparties non financières conformément à l'article 10 (1) lit b leg cit (Non-Financial Counterparty Plus ; NFC+).

⁴⁹⁵ Test du lieu.

⁴⁹⁶ Test de liquidité ; article 32 paragraphes 1 et 3 MiFIR en liaison avec l'article 5 paragraphes 2 et 4 EMIR en liaison avec DelVo 2016/2020, ELI ; http://data.europa.eu/eli/reg_del/2016/2020/oj. En outre, ces parties doivent évaluer quotidiennement les produits dérivés OTC en circulation (article 11, paragraphe 2, du règlement EMIR en liaison avec les articles 16 et 17 de la DelVO 149/2013, ELI ; http://data.europa.eu/eli/reg_del/2013/149/oj) et échanger des garanties pour les produits dérivés OTC (bilatéraux) non compensés de manière centrale (article 11, paragraphe 3, du règlement EMIR en liaison avec la DelVO 2016/2251, ELI ; http://data.europa.eu/eli/reg_del/2016/2251/oj). L'obligation de fournir une garantie existe à la fois pour une marge de variation (fluctuation quotidienne du marché) et une marge initiale (garantie à soumettre à la chambre de compensation lors de l'ouverture d'une position sur un contrat dérivé). En revanche, l'obligation de déclaration en vertu de l'article 9 de la directive EMIR à un référentiel central (personne morale en vertu de l'article 2 n° 2 de la directive EMIR) s'applique à toutes les transactions, modifications ou résiliations de contrats sur produits dérivés (produits dérivés à déclarer en vertu de l'annexe I section C n° 4-10 de la directive MiFID II) de la FC, de la NFC+, de la NFC et des CCP (contreparties centrales en vertu de l'article 2 n° 1 de la directive EMIR).

dans le cadre d'une collecte de fonds qu'à titre d'étape intermédiaire au cours de la mise en œuvre technique afin d'être échangés ou remboursés ultérieurement dans un rapport de 1:1 contre la pièce de monnaie native de la chaîne de blocs propre, il n'y a pas de produit dérivé et donc pas d'instrument financier, puisque dans ce cas, le moment de la conclusion pertinent pour le prix ne diffère pas du moment de la réalisation pertinent pour la valeur. En raison d'un taux de change fixe, il n'est pas non plus possible de spéculer sur l'évolution du prix ou de la valeur. D'un point de vue économique et technique, ces jetons doivent également être échangés, faute de quoi ils ne pourraient jamais remplir leur fonction prévue et seraient effectivement sans valeur.

a. Produits dérivés des matières premières

266 Enfin, la MiFID II a étendu son champ d'application pour inclure les dérivés sur matières premières. Il s'agit d'instruments financiers conformément à l'annexe I section C n° 5, 6, 7 et 10 de la MiFID II.⁴⁹⁷ Ils comprennent tous les contrats d'options, de contrats à terme, de swaps et autres contrats dérivés relatifs aux produits de base, ce qui doit être compris comme signifiant qu'un dérivé doit être lié au prix d'un produit de base. Ces marchandises ne comprennent pas les services, les moyens de paiement légaux, la propriété intellectuelle ou d'autres droits.⁴⁹⁸

267 La notion de biens est dérivée du règlement délégué à la MiFID II, selon lequel les biens de nature fongible doivent être compris comme des

⁴⁹⁷ Art 2 (1) n° 30 de la MiFIR.

⁴⁹⁸ *Seggermann in Brandl/Saria*, WAG, 2e édition, § 1, Rz 70.

biens qui peuvent être livrés. Per verba legalia, cela comprend notamment les métaux ainsi que les minerais et les divers alliages nécessaires à cette fin, les produits agricoles et l'énergie sous forme d'électricité.⁴⁹⁹ Cette définition est basée sur le règlement d'application de la MiFID I. Le⁵⁰⁰ considérant 22 de ce règlement d'application indique que le droit de l'Union prévoit diverses exceptions au champ d'application du régime de la MiFID pour les dérivés sur matières premières en tant qu'instruments financiers. Cette exception a finalement été confirmée à l'article 2 (1) (j) de la MiFID II.⁵⁰¹

En conséquence, la MiFID II ne s'applique pas aux "personnes⁵⁰² *négo-* 268
ciant pour compte propre des instruments dérivés sur produits de base ou des certificats d'émission ou des dérivés de ces produits, y compris les teneurs de marché mais à l'exclusion des personnes négociant pour compte propre lors de l'exécution des ordres de clients, ou des personnes fournissant des services d'investissement autres que la négociation pour compte propre pour des clients ou des fournisseurs de leur activité principale sur des instruments dérivés sur produits de base ou des certificats d'émission ou des dérivés de ces produits, sauf si" des techniques de négociation algorithmique à haute fréquence sont utilisées à cette fin, il ne s'agit que d'une activité secondaire, le service principal ne peut être la fourniture de services bancaires, de ser-

⁴⁹⁹ Art 2 No 6 Del Règlement 2017/565, ELI : http://data.europa.eu/eli/reg_del/2017/565/oj.

⁵⁰⁰ Article 2 n° 1 du règlement 1287/2006, ELI : <http://data.europa.eu/eli/reg/2006/1287/oj>.

⁵⁰¹ *Seggermann in Brandl/Saria, WAG, 2e édition, § 1, note en marge 69.*

⁵⁰² Art 2 (1) lit j MiFID II.

vices d'investissement ou de services de tenue de marché, et cette exception est signalée chaque année à l'autorité de surveillance compétente.

- 269 Les dérivés sur matières premières sont différenciés en dérivés qui concernent des matières premières (i) qui doivent être réglées en espèces ou peuvent être réglées en espèces à la demande d'une partie (annexe 2 section C n° 5 de la loi bancaire), (ii) qui peuvent être physiquement livrées à condition que ces matières premières soient négociées sur un marché réglementé, un MTF ou un OTF (n° 6 leg cit), (iii) qui peuvent être physiquement livrées mais ne sont pas listées dans le n° 6 leg cit et servent à des fins non commerciales (n° 7 leg cit).

b. Différence par rapport aux documents traditionnels ou relatifs aux marchandises (droit civil)

- 270 Les dérivés sur matières premières, qui tirent leur valeur des produits de base, ne doivent pas être confondus avec les produits de base ou les titres traditionnels. Les documents traditionnels du droit commercial tels que les connaissements, les bons de stockage ou de chargement⁵⁰³ certifient le droit à la remise d'un objet réel et représentent l'objet de telle manière que, par le biais d'une disposition d'un tel document traditionnel, l'objet représenté est simultanément disposé en termes de droit de propriété.⁵⁰⁴ En règle générale, ces papiers commerciaux ne constituent pas des instruments financiers, sauf s'ils sont normalisés.

⁵⁰³ Cf. art. 374 al. 1 ADHGB et art. 387 et art. 504 SR.

⁵⁰⁴ BaFin, Merkblatt Depotgeschäft, 06.01.2009, modifiée en dernier lieu le 17.02.2014 ; circulaire BaFin 6/1998 - Erläuterungen zur Grosskredit- und Millionenkreditverordnung, 05.05.1998

Cette idée de base a également été prise en compte lors de l'établissement d'une réglementation civile distincte en matière de radiodiffusion au sein du TVTG⁵⁰⁵ et les jetons représentent parfois les mêmes titres de droit civil ou, en l'absence de titrisation dans un document, des droits de valeur ou des droits de propriété. Les titres de droit civil ne peuvent être assimilés à la notion réglementaire ou de droit public de valeurs mobilières et donc d'instruments financiers. Ces derniers ne constituent qu'un sous-ensemble des titres (de droit civil). On peut laisser ouverte la question de savoir si, selon les dispositions du droit de la propriété, la demande de restitution et donc la propriété peut être "distillée" ou abstraite comme un droit à part entière d'un objet lui-même - à l'exception des marchandises qui ont été remises à un transporteur ou à un entrepôt⁵⁰⁶ - du tout, puisqu'il doit être réglé par une loi spéciale à l'art. 7, al. 1 TVTG que la disposition du jeton a également l'effet de la disposition du droit représenté par le jeton. Ainsi, il est possible de symboliser le droit de propriété de toutes les choses imaginables. Si cette synchronisation de l'effet juridique entre la cession d'un jeton et le droit qui y est représenté n'a pas lieu automatiquement, la personne obligée par la cession du jeton doit assurer cet effet. En⁵⁰⁷ outre, conformément à l'article 81a de la division finale du PGR, tel que modifié par le Journal officiel fédéral 2019/93, il est possible de représenter tous les droits dans un droit d'inscription en compte.⁵⁰⁸

⁵⁰⁵ Cf. art. 1 al. 1 lit a et titre II du TVTG tel que modifié par le BuA 2019/93.

⁵⁰⁶ Art 504 SR.

⁵⁰⁷ Article 7, paragraphe 2, du TVTG.

⁵⁰⁸ Cf. les documents législatifs BuA 2019/54, p 111.

272 Même s'il faut s'assurer en principe qu'au moment du transfert du jeton, aucune autre disposition d'un objet sur lequel le jeton représente le droit de propriété n'est effectuée, il est possible, en vertu d'une application analogue du droit de propriété (qui est généralement appelée dans le TVTG "application fonctionnellement adéquate"), qu'une personne acquière de bonne foi le jeton ou le droit de disposition sur celui-ci, tandis qu'une autre acquiert l'objet représenté par ce jeton avec la même bonne foi. Ici aussi, il faut appliquer par analogie que l'acquéreur de bonne foi de l'objet prime sur celui du jeton.⁵⁰⁹

2.3.4 Parts d'organismes de placement collectif

273 L'annexe I, section C n° 3 de la MiFID II définit les parts d'organismes de placement collectif comme des instruments financiers. Il s'agit des parts de tous les organismes de placement collectif, ce qui a été clarifié par le droit national dans l'annexe 2, section C n° 3 de la loi bancaire. Selon ce texte, les parts d'organismes de placement collectif en valeurs mobilières (appelés OPCVM selon l'OPCVMG⁵¹⁰), les parts d'organismes de placement⁵¹¹ et les parts de fonds d'investissement alternatifs (FIA)⁵¹² sont couvertes.

274

⁵⁰⁹ Art 504 al. 2 SR.

⁵¹⁰ Art 3, paragraphe 1, première ligne, de la loi sur les organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM) (loi sur les organismes de placement collectif en valeurs mobilières basée sur la directive OPCVM 2009/65/CE, ELI : <http://data.europa.eu/eli/dir/2009/65/oj>).

⁵¹¹ Article 3, paragraphe 1, point a), de l'IUG.

⁵¹² Art 4 par. 1 n° 1 AIFMG.

Un fonds dans le cadre de l'OPCVMG est un organisme de⁵¹³ placement collectif dont le seul but est d'investir les fonds des investisseurs (appelés le public) pour compte collectif dans des titres et/ou des actifs financiers liquides conformément aux principes de répartition des risques et de payer ou de racheter des parts à la demande des détenteurs respectifs ; les OPCVM sont donc toujours des fonds ouverts et ne conviennent qu'aux fonds de placement alternatif de type fermé.⁵¹⁴ L'OPCVMG prévoit donc une réglementation des produits et ne peut être investie dans des actions ou des titres de membres équivalents, des titres de créance et d'autres titres négociables.⁵¹⁵ Si les parts de fonds d'un OPCVM peuvent donc être émises sous forme de jetons de sécurité, il n'est pas possible d'investir dans des monnaies crypto classiques telles que la BTC ou l'ETH.⁵¹⁶ Toutefois, si les titres autorisés à partir desquels les actifs d'un OPCVM peuvent être constitués ont été émis sous forme de jetons, il est parfois possible d'investir dans des jetons de sécurité.

⁵¹³ En ce qui concerne une chaîne de blocs, sur laquelle, par exemple, des frais de transaction sont payés aux détenteurs de jetons dans le cadre d'un mécanisme de preuve de mise en jeu, on pourrait également supposer qu'il s'agit d'un organisme. Le même argument pourrait également être avancé en ce qui concerne Bitcoin, puisque la puissance de calcul (ou du moins l'électricité requise pour celle-ci) est mise à disposition dans le cadre du mécanisme de preuve du travail et pourrait donc représenter une mise en commun de capitaux. Le réseau décentralisé pourrait être considéré comme une simple entreprise ou coopérative et donc comme un organisme. Cependant, il sera pratiquement impossible de trouver un régulateur dans les technologies décentralisées.

⁵¹⁴ Cf. article 1, paragraphe 2, point b, de la directive UCITSD ; cf. également *Volhard/Jang* dans *Weitnauer/Boxberger/Anders*, KAGB, § 1 KAGB, Rz 39.

⁵¹⁵ Art 3 al. 1 n° 1 en relation avec le n° 16 et l'art 51 UCITSG.

⁵¹⁶ Ces fonds, appelés "crypto-fonds", ne peuvent être constitués que sous forme de fonds alternatifs.

- 275 L'AIFMG, en revanche, n'est pas une réglementation de produit mais une réglementation de gestionnaire et les investissements ne sont pas limités, mais sont possibles dans tous les actifs ou catégories d'actifs. Il existe une mise en commun des capitaux qui sont investis conformément à une stratégie d'investissement définie au profit des investisseurs. En outre,⁵¹⁷ il n'y a pas de restriction des catégories d'investissement dans les AIFMG ou dans la directive AIFM⁵¹⁸. La définition du capital doit être interprétée de manière très complète et extensive. La collecte de crypto-monnaies au sens de jetons de protocole tels que BTC ou ETH peut également ouvrir le champ d'application de l'AIFMG, à condition que les autres éléments constitutifs soient donnés. En plus d'investir dans des crypto-monnaies, il est également possible d'émettre les parts de fonds sous forme de jetons de sécurité.⁵¹⁹
- 276 Les fonds ou organismes de placement relevant de l'IUA, en⁵²⁰ revanche, sont tous des organismes de placement collectif (c'est-à-dire des organismes de placement collectif) qui ne sont ni des OPCVM ni

⁵¹⁷ Art 4 par. 1 n° 1 AIFMG.

⁵¹⁸ Directive 2011/61/UE, ELI : <http://data.europa.eu/eli/dir/2011/61/oj>.

⁵¹⁹ Il convient de noter que la commercialisation des parts ou actions d'un fonds alternatif est harmonisée pour les investisseurs professionnels uniquement (cf. article 43, paragraphe 1, deuxième alinéa, de la directive sur les fonds alternatifs). Le Liechtenstein a fait usage de la clause d'ouverture conformément à l'article 43, paragraphe 1, premier alinéa, de la directive sur les fonds alternatifs et, conformément aux articles 129 et suivants de la directive sur les fonds alternatifs, il est possible de commercialiser des fonds alternatifs auprès d'investisseurs de détail au Liechtenstein. Toutefois, ces FIA ne sont pas admissibles à l'obtention d'un passeport.

⁵²⁰ Egalement UGI 2015 ; LGBI n° 2016.045.

des fonds alternatifs et qui s'adressent exclusivement à des investisseurs qualifiés et ne collectent pas de capitaux. Le⁵²¹ capital à investir n'est pas collecté en premier lieu, mais une réserve de risque est constituée entre les investisseurs qui décident d'investir les actifs qu'ils détiennent ou ont détenus dans un organisme de placement collectif.⁵²²

Conformément à l'article 15 de la loi sur les fonds alternatifs, les parts 277 ou unités d'un fonds alternatif sont considérées comme des valeurs mobilières si elles sont normalisées et négociables conformément aux documents constitutifs du fonds et si leur transférabilité n'est pas restreinte. Cela signifie que les caractéristiques des valeurs mobilières sont également prises en compte en ce qui concerne les parts d'un fonds. Les valeurs mobilières peuvent généralement être représentées au moyen de jetons, la symbolisation n'étant mise en œuvre qu'à un niveau technique sans interférer avec les caractéristiques ou les particularités des valeurs mobilières ou d'autres instruments financiers. En conséquence, il est possible de faire usage du passeport européen en ce qui concerne les parts de fonds ainsi que les valeurs mobilières ou autres instruments financiers au moyen de la procédure de notification ("passeport") des prospectus de valeurs mobilières approuvés en ce qui concerne les jetons de titres afin d'offrir les parts ou les instruments financiers symbolisés au public dans l'espace de l'UE ou de l'EEE en général ou de les admettre à la négociation sur un marché réglementé.⁵²³

⁵²¹ Article 3, paragraphe 1, point a), de l'IUG.

⁵²² BuA 2015/89, 25 f.

⁵²³ Pour plus de détails, voir les considérations relatives au droit des prospectus de valeurs mobilières au chapitre II.2.6 ; voir également la communication 2019/1 de la FMA, <https://www.fma-li.li/files/list/fma-mitteilung-2019-01.pdf> p. 2, sur la symbolique des parts de fonds.

2.3.5 Conclusion sur la perspective de supervision de la symbolisation

278 Dans le sens d'un conteneur, les jetons peuvent contenir tous les droits spécifiés par la MiFID II ou la loi bancaire qui sont titrisés par des instruments financiers et peuvent donc également représenter des instruments financiers - non pas comme des titres physiques, mais comme des droits dématérialisés à la valeur ou à des actifs. Il convient de noter que les jetons ne forment qu'une couche technique et ne constituent pas un type d'instrument financier distinct. Une conclusion différente concernant la possibilité de tokenisation des instruments financiers serait fatale et d'une portée bien plus grande et, de plus, serait malavisée pour des raisons de protection des investisseurs, car dans ce cas, tous les jetons de sécurité devraient se voir refuser le statut d'instruments financiers et bourdonneraient sur le marché financier sans aucune réglementation, bien qu'ils représentent en fin de compte des instruments financiers.

279 Le FMA Liechtenstein a également déclaré ce qui suit en ce qui concerne les parts de fonds : *"Les parts d'un fonds doivent généralement répondre aux exigences en matière de valeurs mobilières. En principe, la transférabilité des titres est évaluée sur la base des trois critères suivants : transférabilité, normalisation et négociabilité. En revanche, la délivrance d'un certificat physique n'est pas requise [...], ce qui permet de supposer que la loi est technologiquement neutre (la substance prime sur la forme). À cet égard,*

*la symbolisation ne doit pas être considérée comme une forme juridique distincte ou nouvelle, mais elle entraîne l'obligation de respecter des obligations supplémentaires.*⁵²⁴

La négociabilité requise des valeurs mobilières doit, en principe, être 280
prévue dans les conditions d'émission au moment de l'émission des jetons. Un obstacle pratique est qu'il n'existe pas au Liechtenstein de centres commerciaux organisés qui négocient des instruments financiers symboliques. Dans l'UE ou l'EEE également, il n'existe pas encore de MTF ou d'OTF qui négocient des jetons de sécurité ; un obstacle supplémentaire à cet égard est que les chambres de compensation (CCP) et les dépositaires centraux de titres (DCT) devraient également convertir leurs systèmes pour les instruments financiers à jetons. Toutefois, de tels systèmes sont susceptibles de s'établir dans un avenir prévisible et il n'y a donc pas de restriction fondamentale à la négociabilité. La composante subjective de la volonté d'un émetteur moyen consiste à concevoir les jetons comme étant transférables et négociables sur le marché des capitaux, indépendamment du fait qu'il existe déjà des lieux de négociation correspondants. Dans le cas contraire, il en résulterait un résultat mordant, à savoir qu'à partir d'un moment encore incertain dans l'avenir, des exigences d'approbation seraient déclenchées (à partir de la possibilité de facto que les jetons soient négociables sur une plateforme de négociation à approuver en premier), auquel cas l'autorité de surveillance nationale respective ne serait pas en mesure d'exercer sa

⁵²⁴ Communication FMA 2019/1 - Obligations supplémentaires concernant l'émission et le rachat ainsi que la tenue du registre des actions pour les jetons de fonds du 03.09.2019, <https://www.fma-li.li/files/list/fma-mitteilung-2019-01.pdf>, p. 2.

fonction de surveillance dans la mesure appropriée en raison des asymétries d'information concernant le statut soudain d'un jeton en tant qu'instrument financier.

2.4 Marchés réglementés, MTF & OTF, SI

281 En référence à l'annexe 2, section A, paragraphe 1, lignes 8 et 9 de la loi bancaire, l'exploitation d'un système de négociation multilatérale (MHS) et d'un système de négociation organisée (OHS) sont tous deux classés comme des services d'investissement nécessitant une licence.⁵²⁵ Ces deux systèmes de droit privé sont classés sous le terme générique de lieu de négociation, en plus du marché réglementé de droit public (bourse, négociation officielle).⁵²⁶ Un MTF peut être exploité par des banques, des entreprises d'investissement ou un opérateur de marché.⁵²⁷ Un FTO peut également être géré comme un service d'investissement par ces personnes. En ce qui concerne les entreprises d'investissement, l'accent est mis sur l'agrément complet en tant qu'entreprise d'investissement et non sur les entreprises investies d'une autorité administrative.⁵²⁸

⁵²⁵ Art 30t BankG.

⁵²⁶ Art 3a al. 1 n° 5 de la loi bancaire ou art 4 n° 24 MiFID II.

⁵²⁷ Administrateur et/ou opérateur d'un marché réglementé conformément à l'art. 3a al. 1 n° 12 de la loi sur les banques.

⁵²⁸ Cf. pour la définition des entreprises d'investissement et des services d'investissement, y compris leurs exceptions, l'art. 3 al. 2 de la loi sur les banques et l'art. 15 de la loi sur les banques en liaison avec l'art. 2 de l'ordonnance sur les banques. Alternativement, l'article 28, paragraphe 2, en liaison avec l'article 29 CRD IV peut également être utilisé. Ces dernières dispositions portent sur les exigences minimales de capital des différents types d'entreprises d'investissement, en fonction des services d'investissement qu'elles fournissent. Alors que

Dans ce contexte, un marché réglementé est "un système multilatéral exploité et/ou géré par un opérateur de marché qui rassemble, dans le cadre du système, conformément à des règles non discrétionnaires, les intérêts d'un grand nombre de tiers pour l'achat et la vente d'instruments financiers admis à la négociation selon les règles du système en vue de la conclusion d'un contrat".⁵²⁹ 282

Un système multilatéral est défini comme "un système ou un mécanisme qui rassemble les intérêts multiples d'achat et de vente d'instruments financiers de tiers au sein du système" (c'est-à-dire l'appariement des ordres d'appariement d'instruments financiers, les lieux de négociation visant également l'appariement aux fins de la conclusion de contrats).⁵³⁰ Multilatéral dans ce sens signifie qu'une personne peut interagir avec au moins deux autres dans son intention commerciale.⁵³¹ 283

En ce qui concerne les marchés réglementés, il convient de souligner que l'accès à ces marchés est traité de manière très restrictive au niveau juridique. Seules les banques et les entreprises d'investissement ainsi que d'autres personnes peuvent être admises comme membres ou participants à des marchés réglementés, à condition qu'elles jouissent 284

l'art. 3a al. 1 lit. 6b de la loi sur les banques indique explicitement quelles personnes peuvent exploiter un fonds de garantie des dépôts, ce n'est pas le cas en droit national à l'art. 3a al. 1 lit. 6b de la loi sur les banques en ce qui concerne un fonds de garantie des dépôts. Le considérant 121 de la MiFID II précise toutefois que les opérateurs du marché peuvent également exploiter un FTO.

⁵²⁹ Article 3 bis, paragraphe 1, ligne 6 BankG.

⁵³⁰ Article 3a, paragraphe 1, ligne 6a de la loi bancaire.

⁵³¹ Müller/Meljnik in Wohlschlägl-Aschberger (Hrsg), MiFID II, 2.2 Le FTO en tant que mécanisme de négociation multilatéral.

d'une honorabilité suffisante, qu'elles possèdent des compétences suffisantes en matière de négociation, qu'elles possèdent la structure organisationnelle nécessaire et qu'elles disposent de ressources financières suffisantes pour exercer leurs fonctions.⁵³² On peut se passer d'une discussion plus approfondie sur les marchés réglementés, d'autant plus que le Liechtenstein ne dispose même pas d'une loi sur les bourses distincte, ce qui rend une discussion plus approfondie largement impossible.

285 Par conséquent, il est essentiel pour les systèmes multilatéraux qu'un contrat d'achat ou de vente d'instruments financiers soit conclu ou que les intérêts mutuels soient rassemblés sur un système - il peut s'agir d'une plateforme logicielle ou d'un autre ensemble de règles (neutralité technologique). La compensation et le règlement sont généralement effectués par des chambres de compensation centrales et des dépositaires centraux de titres, faute de quoi d'autres autorisations peuvent être nécessaires.⁵³³ En outre, l'accent mis sur les instruments financiers est particulièrement remarquable. Par conséquent, les centres commerciaux multilatéraux sont utilisés pour le commerce des instruments financiers

⁵³² Article 55d, paragraphe 1, de l'ordonnance bancaire. Cf. al. 2 *leg cit*, selon lequel les membres et les participants ne sont pas tenus de respecter les obligations des art. 8a à 8h LB, selon lesquelles ces obligations, qui s'adressent aux banques et aux entreprises d'investissement, doivent en tout état de cause être respectées vis-à-vis de leurs clients. Par conséquent, il est également clair que seuls les intermédiaires financiers agréés peuvent participer à ces centres de négoce.

⁵³³ Par exemple, les flux de trésorerie résultant du règlement d'une transaction avec des instruments financiers représenteraient la fourniture de services de paiement nécessitant une autorisation. L'obligation de compensation pour les contrats dérivés OTC standardisés conformément à l'article 4 du règlement EMIR doit également être respectée.

et non pour le commerce des matières premières. Par conséquent, il convient de noter que les jetons et les crypto-monnaies ne peuvent jamais être négociés dans toute leur diversité sur un marché réglementé par le droit des marchés financiers. Seuls les jetons représentant des instruments financiers peuvent être négociés sur ces marchés.⁵³⁴ Il convient de noter que la loi bancaire allemande considère non seulement les valeurs mobilières au sens de la MiFID II, mais aussi les unités de compte comme des instruments financiers au sens du droit national.⁵³⁵ Les jetons, qui - selon la législation liechtensteinoise - ne représentent pas des instruments financiers (et pas non plus de monnaie électronique ; comme les monnaies virtuelles BTC ou ETH), ne peuvent pas et ne peuvent pas être négociés au Liechtenstein sur une place de marché telle qu'un MTF en raison de l'absence de classification en tant qu'instruments financiers. En Allemagne, par contre, une bourse de crypto qui a une structure multilatérale et concerne les jetons qui représentent des contenus numériques ou des monnaies virtuelles selon l'accord du Liechtenstein, et qui combine des intérêts d'achat et de vente concernant ces jetons, doit également demander et obtenir une licence d'entreprise d'investissement auprès d'un MTF ou OTF.⁵³⁶

Seuls les participants qualifiés peuvent participer au marché réglementé. La participation à un système de négociation multilatérale 286

⁵³⁴ Voir *Seiffert*, Börsen und andere Handelssysteme in *Kümpel/Wittig* (Hrsg), Bank- und Kapitalmarktrecht, 4e édition, 2011, Rz 4.65.

⁵³⁵ § Section 1 (11) (7) KWG - "Unités de compte".

⁵³⁶ Voir *Patz*, Plateformes de négociation pour les Cryptodevises et les Cryptoassets, BKR 2019, S 435.

(MTF) est calquée sur ce régime.⁵³⁷ Conformément au droit communautaire, l'accès à un MTF est réglementé aussi strictement que l'accès aux marchés réglementés. Dans le droit national du Liechtenstein, cela résulte de l'art. 55m al. 2 LB en relation avec l'art. 55l al. 1 lit. no. 3 LB en relation avec l'art. 55d al. 1 LB.⁵³⁸ Tant pour les MTF que pour les OTF, l'accès aux systèmes de négociation doit être fondé sur des critères transparents, objectifs et non discriminatoires.⁵³⁹ Les FTO ne devraient pas exiger de leurs membres ou clients qu'ils soient membres compensateurs directs d'une contrepartie centrale (CCP).⁵⁴⁰

287 Les entreprises d'investissement sont tenues de négocier les actions sur les marchés réglementés, les MTF, les OTF, les SI ou des lieux de négociation tiers équivalents. Cette exigence peut⁵⁴¹ effectivement interdire aux entreprises d'investissement de négocier en dehors de ces lieux d'exécution, tels qu'une bourse décentralisée (DEX), à moins que cette

⁵³⁷ Article 18, paragraphe 3, en liaison avec l'article 19, paragraphe 2, en liaison avec l'article 53, paragraphe 3, de la MiFID II ou article 14, paragraphe 4, en liaison avec l'article 42, paragraphe 3, de la MiFID I, ELI : <http://data.europa.eu/eli/dir/2004/39/oj>.

⁵³⁸ Les clients de détail ou les investisseurs non professionnels ne peuvent donc pas participer à un MTF. Seuls les investisseurs professionnels ou institutionnels (contreparties éligibles) peuvent participer en tant que membres négociants. Celles-ci sont définies à l'annexe II de la MiFID II et à l'annexe 1 de la loi bancaire.

⁵³⁹ Voir les articles 35 et 36 de la MiFIR.

⁵⁴⁰ ESMA Questions et réponses ESMA70-872942901-38 du 12.07.2019, Multilatéral

et les systèmes bilatéraux (dernière mise à jour le 02.04.2019), Question 3, dernière mise à jour le 07.07.2017 (p 36 f), https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-872942901-38_qas_markets_structures_issues.pdf.

⁵⁴¹ Cela s'applique également à un teneur de marché de gré à gré.

négociation d'actions (y compris sous forme de jetons) ne soit pas systématique, irrégulière, ad hoc et peu fréquente⁵⁴² ou qu'elle soit conclue entre des contreparties éligibles et/ou professionnelles.⁵⁴³

Les marchés réglementés et les MTF couvrent tous deux le commerce 288 organisé, à l'exclusion des systèmes bilatéraux. Dans les systèmes bilatéraux, une entreprise d'investissement ou un opérateur de marché effectue des transactions pour son propre compte (négociation pour compte propre). Une entreprise d'investissement qui négocie pour son propre compte n'agit pas en tant qu'intermédiaire sans risque entre l'acheteur et le vendeur, comme c'est le cas sur les lieux de négociation où s'effectue la confrontation des intérêts (et donc la négociation pour compte propre par opposition à la négociation pour compte propre)⁵⁴⁴ (relation multilatérale).

Le terme "système" utilisé dans les dispositions relatives aux marchés 289 réglementés et aux MTF, et à partir de la MiFID II également dans les dispositions relatives aux FTO, doit être considéré comme neutre sur le plan technologique et couvre à la fois les marchés qui ne sont mis en œuvre que sur la base d'un ensemble de règles et de réglementations et les marchés qui comprennent un ensemble de règles et de réglementations ainsi qu'une plate-forme de négociation. Aucun système de nature technique ne doit être utilisé pour réunir les intérêts et, en fin de

⁵⁴² Contrepartie partiellement équivalente des critères pour les internalisateurs systématiques.

⁵⁴³ Art 23 (1) MiFIR ; les transactions commerciales avec certains contrats dérivés sont également soumises à une obligation de négociation, Art 32 (1) en liaison avec l'Art 28 (1) MiFIR.

⁵⁴⁴ Cf. le chapitre II.2.4.5 concernant les différences entre les opérations pour compte propre et pour compte d'autrui.

compte, les ordres. Un tel système est défini comme un ensemble de règles et de règlements qui fixent les conditions d'adhésion, les échanges entre les membres, les instruments financiers négociables, les obligations de déclaration et, le cas échéant, les obligations de transparence.⁵⁴⁵

- 290 Un MTF peut négocier un large éventail d'instruments financiers, en particulier des instruments de capitaux propres ; ce n'est pas le cas d'un OTF. Contrairement aux marchés réglementés, il n'y a pas d'obligation de contracter pour les MTF et les OTF.⁵⁴⁶
- 291 La caractéristique qui vise à réunir les intérêts d'achat et de vente doit être interprétée de manière extensive et comprend non seulement les ordres et les devis mais aussi les pures expressions d'intérêt. En ce qui concerne la suffisance des manifestations d'intérêt et l'interprétation générale et large, l'existence d'un lieu de négociation organisé ne manquera pas régulièrement à cet élément. Il est important de noter que les intérêts sont rassemblés sur la base des règles du système déterminées ou selon les protocoles du système et les procédures d'exploitation internes de l'opérateur. Contrairement aux FTO, ces règles ne doivent pas laisser de marge de manœuvre en ce qui concerne les interférences concevables entre les intérêts et sont donc non discrétionnaires. Selon la définition juridique, la mise en commun des intérêts doit être telle qu'elle aboutisse à la conclusion d'un contrat. Les FTO, d'autre part, peuvent fonctionner en partie selon certaines règles discrétionnaires

⁵⁴⁵ Voir le considérant 6 de la MIF I.

⁵⁴⁶ La situation est différente pour les marchés réglementés ; voir la littérature autrichienne de *Seiffert*, Börsen und andere Handelssysteme dans *Kümpel/Wittig* (Hrsg), Bank- und Kapitalmarktrecht, 4e édition, 2011, Rz 4.59.

établies, qui sont spécifiées dans les conditions générales ou des conditions comparables.⁵⁴⁷

Enfin, il convient de noter que les instruments financiers symboliques négociés sur les marchés réglementés, les MTF ou les OTF sont également soumis au règlement DCT et doivent donc - même si cela peut parfois contredire la nature décentralisée de la technologie - être déposés auprès d'un DCT.⁵⁴⁸ 292

2.4.1 Mécanisme de négociation multilatérale (MTF)

Un MTF est un système multilatéral dans lequel un contrat est conclu en appariant des instruments financiers au sein du système selon des règles non discrétionnaires.⁵⁴⁹ En vertu des règles non discrétionnaires, les accords de droit privé doivent être considérés comme libres de tout pouvoir discrétionnaire, ce qui diffère des règles de négociation non discrétionnaires de droit public ou statutaire pour les marchés réglementés. En conséquence, l'opérateur d'un MTF ne peut pas conclure de transactions à sa discrétion et ne peut pas intervenir de manière discrétionnaire, par exemple en appariant les ordres des clients dans le sens d'une négociation pour compte propre. 293

⁵⁴⁷ Voir le considérant 6 de la MIF I.

⁵⁴⁸ Article 3(2) CSDR (Règlement sur les dépositaires centraux de titres, Règlement UE 909/2014), ELI ; <http://data.europa.eu/eli/reg/2014/909/oj>. En vertu de l'art. 76 al. 2 CSDR, la détention de valeurs mobilières admises à la négociation sur des places de marché n'est applicable qu'aux valeurs mobilières émises après le 1er janvier 2023 au moyen d'un transfert par inscription en compte, ou à toutes les valeurs mobilières à partir du 1er janvier 2025.

⁵⁴⁹ Article 3 bis, paragraphe 1, ligne 6b de la BankG.

- 294 Les MTF ne peuvent pas négocier pour leur propre compte ou contre leur propre livre et doivent avoir au moins trois membres.⁵⁵⁰ Les MTF sont soumis à des exigences moins strictes que les marchés réglementés. Cela a un impact particulier sur l'autorisation.⁵⁵¹ Les opérateurs de MTF doivent en particulier prendre des précautions pour s'assurer que la limitation des risques, telle que la diversification des risques, est mise en œuvre. En outre, des mécanismes efficaces pour un commerce sans friction doivent être mis en œuvre et des ressources financières suffisantes doivent être disponibles à tout moment.⁵⁵²
- 295 L'inscription ou l'admission à la négociation sur un MTF entraîne également des obligations post-admission pour les émetteurs d'instruments financiers. Par exemple, ils doivent également se conformer à⁵⁵³ l'obligation de publicité ad hoc et aux autres dispositions de la MAR⁵⁵⁴

⁵⁵⁰ Voir l'article 18, paragraphe 7, et l'article 19, paragraphe 5, de la directive MiFID II.

⁵⁵¹ Cf. le régime d'agrément distinct pour les marchés réglementés au titre III (art. 44 et suivants) de la MIF II et celui pour les entreprises d'investissement au titre II (art. 5 et suivants) de la MIF II.

⁵⁵² Article 19 (3) MiFID II.

⁵⁵³ Publication d'informations privilégiées conformément à l'article 17 de l'OAMM.

⁵⁵⁴ Règlement sur les abus de marché UE 596/2014, également MMVO (Market Abuse Regulation), ELI : <http://data.europa.eu/eli/reg/2014/596/oj>.

ou de la MAD.⁵⁵⁵⁵⁵⁶ En général, l'opérateur d'un MTF doit accepter l'accès au système avec les règles d'accès des marchés réglementés. En ce qui concerne les règles d'organisation, les différences entre les deux lieux de négociation - MTF et marché réglementé - sont minimales. Il⁵⁵⁷ convient de noter que les dispositions relatives à la protection des investisseurs concernant les transactions effectuées par une entreprise d'investissement en sa qualité d'opérateur d'un MTF ne sont pas prises en compte.⁵⁵⁸

Pour les MTF, outre la structure traditionnelle, il existe également la 296
possibilité de s'enregistrer en tant que marché de croissance des PME.
Les⁵⁵⁹ exigences pour ces marchés sont les suivantes : au moins 50 % des
émetteurs sont des petites et moyennes entreprises, des critères appropriés pour l'admission des instruments financiers des émetteurs sont définis, des informations suffisantes sur l'admission primordiale sont mises à disposition pour permettre des décisions d'investissement en

⁵⁵⁵ Directive sur les abus de marché 2014/57/UE, ELI : <http://data.europa.eu/eli/dir/2014/57/oj>. Veuillez noter que ni le MAR ni le MAD ne sont applicables au Liechtenstein. La loi sur les abus de marché et l'ordonnance sur les abus de marché du Liechtenstein sont toujours basées sur la directive 2003/6/CE ELI : <http://data.europa.eu/eli/dir/2003/6/oj>. En l'absence d'une décision du Comité mixte de l'EEE, l'OAVM n'est pas non plus directement applicable au Liechtenstein.

⁵⁵⁶ L'article 31, paragraphe 1, de la MiFID II s'applique également aux MTF et aux OTF.

⁵⁵⁷ Atz 19 (2) en liaison avec l'article 18 (3) en liaison avec l'article 53 (3) MiFID II.

⁵⁵⁸ Art 19 (4) en liaison avec les articles 24, 25, 27, 28 de la MiFID II. Les membres ou participants d'un MTF doivent toutefois respecter ces dispositions vis-à-vis de leurs clients s'ils exécutent leurs ordres.

⁵⁵⁹ Article 33 MiFID II et article 30t (6) de la loi bancaire.

connaissance de cause, les dispositions de l'ordonnance sur les abus de marché, y compris la prévention des abus de marché, sont respectées et l'émetteur communique en permanence des rapports financiers. Sur les marchés de croissance des PME, les intérêts de la confiance des investisseurs des PME vis-à-vis de ceux de la charge administrative des émetteurs sont en tension.

- 297 Les services de compensation et de conservation résultant d'une transaction sur un MTF doivent être fournis par des institutions habilitées à ces tâches (contrepartie centrale ou CCP pour la compensation des produits dérivés - qui peuvent également être représentés par un jeton de titres - et un dépositaire central de titres ou DCT pour le règlement des opérations sur les instruments financiers détenus dans le virement de titres).
- 298 Pour les instruments financiers tels que définis par la MiFID II, la⁵⁶⁰ MiFIR s'applique, ce qui signifie qu'un MTF doit satisfaire aux exigences de transparence pré et post-négociation. Cela signifie, par exemple, que les cours acheteurs et vendeurs actuels et les intérêts commerciaux ainsi que le prix, le volume et le calendrier des transactions doivent être publiés (articles 3 à 10 de la MiFIR).
- 299 Un MTF a intérêt à travailler avec une CCP car, d'une part, une CCP est placée entre l'acheteur et le vendeur (contrepartie centrale), ce qui entraîne un exusus de risque moins complexe, et, d'autre part, les risques

⁵⁶⁰ Elles ouvrent également le champ d'application de la législation sur les abus de marché et exigent des participants aux MTF qu'ils se conforment aux dispositions contre les opérations d'initiés et les abus de marché.

de règlement (risque de défaillance de la contrepartie dans le règlement) sont réduits lors de la compensation des transactions entre plusieurs contreparties (netting) en exigeant une garantie.⁵⁶¹

Les produits dérivés négociés sur un marché réglementé doivent être compensés par une contrepartie centrale. En outre, les⁵⁶² transactions sur les produits dérivés doivent être déclarées à un référentiel commercial enregistré ou reconnu.⁵⁶³ 300

Les jetons qui sont considérés comme des instruments financiers et qui sont admis et négociés sur une plateforme de négociation doivent être émis sous forme dématérialisée à partir du 01.01.2023 et du 01.01.2025 respectivement, et doivent être enregistrés et conservés sous forme d'inscription en compte (dans le compte courant de titres) par un dépositaire central de titres.⁵⁶⁴ 301

Conformément au droit communautaire, l'accès non discriminatoire à la fois à une CCP et à⁵⁶⁵ une DLC⁵⁶⁶ doit être accordé. Cela signifie qu'il existe un droit légal d'accès à ces installations, mais il faut tenir compte 302

⁵⁶¹ Voir, par exemple, le considérant 66 EMIR.

⁵⁶² Art 2 (1) n° 29 en liaison avec l'article 29 (1) de la MiFIR. Arg e contrario, les transactions avec des instruments financiers qui ne sont pas des produits dérivés ne sont pas soumises à la compensation. Il découle de l'art. 55q al. 1 de l'ordonnance sur les banques qu'un MTF peut également conclure des accords sur la compensation et/ou le règlement de transactions au sein du système avec une contrepartie centrale ou une chambre de compensation (CCP) et un système de règlement (DCT) d'un autre État membre de l'EEE.

⁵⁶³ Art 9 en liaison avec l'Art 55 ou l'Art 77 EMIR.

⁵⁶⁴ Art 3 Abs 1 iVm Art 76 Abs 2 CSDR (Central Securities Depository Regulation), ELI : <http://data.europa.eu/eli/reg/2014/909/oj>.

⁵⁶⁵ Art 37 EMIR.

⁵⁶⁶ Art 33 CSDR.

du fait que la plupart des institutions existantes doivent d'abord mettre en place une interface technique avec la chaîne de blocs afin de pouvoir effectivement alimenter en jetons de sécurité, qui représentent des instruments financiers, ces systèmes de négociation réglementés.

- 303 Il convient également de noter qu'un opérateur d'un MTF peut fournir des services auxiliaires conformément à l'annexe 2, section B, de la loi bancaire et à l'annexe I, section B, de la MiFID II, ainsi que des services auxiliaires non réglementés.⁵⁶⁷ Il n'y a pas de conflit avec l'article 19 (5) de la MIF II, car l'exécution des ordres de clients ou la négociation pour compte propre au sens de la MIF II concerne toujours des instruments financiers (annexe I, section A, n° 2 et 3 de la MIF II). Il convient de noter que les services auxiliaires réglementés et non réglementés ne peuvent pas être notifiés seuls dans le cadre du système de passeport de l'UE.⁵⁶⁸

⁵⁶⁷ FCA, The Perimeter Guidance manual (PERG), Release 42 September 2019, Section 13.3, Investment Services and Activities, S 15 f (Q26), <https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/PERG.pdf> consulté le 15 septembre 2019.2019, 17:39 - "*une entreprise d'investissement [...] peut demander des droits de passeport qui incluent des services auxiliaires [...] si les services auxiliaires sont [fournis] en même temps qu'un ou plusieurs services et activités d'investissement ; et lorsque le service auxiliaire est également une activité réglementée [...]*", arg e contrario, il doit également être possible pour une entreprise d'investissement exploitant une MTF de fournir des services auxiliaires ordinaires qui ne constituent pas des services d'investissement au sens de l'annexe I, section B, de la MIF II et qui ne sont donc pas soumis au régime de passeport.

⁵⁶⁸ FCA, The Perimeter Guidance manual (PERG), Release 42 September 2019, Section 13.3, Investment Services and Activities, S 15 f (Q26), <https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/PERG.pdf> consulté le 15 septembre 2019.2019, 17:39 ; cf. également Schopper/Raschner, Die Aufsichtsrechtliche Einordnung von Krypto-Börsen in Österreich, ÖBA 4/2019, p. 249 (264 f),

2.4.2 Conclusion MTF

Dans ce qui suit, le schéma abstrait ci-dessus est utilisé pour montrer sous une forme simplifiée comment une opération de négociation spécifique est généralement exécutée sur un MTF :

où une séparation organisationnelle doit être réalisée, car un MTF est un système multilatéral qui réunit des intérêts d'achat et de vente en relation avec des instruments financiers dans le but de conclure un contrat. C'est-à-dire que les jetons représentant des instruments financiers et les jetons ne représentant pas des instruments financiers ne peuvent pas être détenus sur le même lieu de négociation. Une distinction claire est faite dans ESMA Advice, Initial Coin Offerings and Crypto-Assets, 9 janvier 2019 | ESMA50-157-1391, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-157-1391_crypto_advice.pdf, Rz 179 (p. 39 f), en revanche, implique que les jetons représentant des instruments financiers et les jetons ne représentant pas des instruments financiers peuvent être négociés sur le même lieu de négociation (*"les investisseurs peuvent ne pas distinguer facilement les crypto-actifs qui relèvent du champ d'application des règles de l'UE sur les services financiers de ceux qui n'en relèvent pas, surtout lorsqu'ils sont disponibles pour être négociés sur les mêmes lieux"*). Même si un seul et même opérateur propose la négociation d'instruments financiers et de jetons, qui ne sont ni des instruments financiers ni de la monnaie électronique, il ne s'agit pas de la même plateforme ou du même lieu de négociation. Toutefois, l'opérateur d'un MTF peut également exploiter une plateforme de négociation pour les jetons non réglementés, indépendamment du MTF (sur lequel les jetons représentant des instruments financiers sont cotés). On peut également soutenir que cela est également le cas, par exemple, d'autres lois sur les marchés financiers telles que l'article 24 (1) VersAG. Cette disposition interdit aux compagnies d'assurance d'exercer des activités qui ne sont pas liées à l'assurance. Cela suit le raisonnement selon lequel le fonds d'assurance serait autrement attaqué. La MiFID II et la loi bancaire ne contiennent pas de telos similaire ou de disposition comparable, ce qui plaide également en faveur de l'autorisation de l'exécution de services auxiliaires non réglementaires par un intermédiaire financier tel qu'une entreprise d'investissement, à condition qu'une séparation organisationnelle ait lieu.

1. Une transaction de négociation est conclue entre deux membres négociateurs (intermédiaires financiers agréés) d'un MTF via la plateforme de négociation du MTF ; le cas échéant, dans le but d'exécuter un ordre sous-jacent d'un client final (acheteur ou vendeur économique) ;
2. La transaction (les intérêts mis en commun) est transmise par le MTF à la chambre de compensation (contrepartie centrale ; CCP) ;⁵⁶⁹
3. La compensation a lieu entre la chambre de compensation et les membres de la chambre de compensation ;
4. Un rapprochement entre les membres compensateurs et les membres négociants a lieu (détermination des créances réciproques) ;
5. La chambre de compensation (CCP) transmet les instructions à l'agent de règlement pour le règlement (dépositaire central de titres ; DCT) ;
6. La plate-forme de règlement (CSD) effectue ensuite le transfert effectif des instruments financiers en question et assure également le transfert effectif des fonds correspondants ; le règlement est effectué par inscription en compte ;
7. En fin de compte, la réconciliation entre les membres du CSD et les membres de la chambre de compensation a lieu.

2.4.3 Systèmes de négociation organisés (OTF)

⁵⁶⁹ L'objectif de la compensation est d'assurer un règlement ultérieur sans erreur et donc le transfert de propriété.

Les systèmes de négociation organisés diffèrent des MTF principalement en ce que la confrontation des intérêts est limitée aux instruments autres que des actions, à savoir les obligations, les produits financiers structurés, les certificats d'émission ou les dérivés,⁵⁷⁰ et que cette confrontation peut également être effectuée selon des règles fixes, donc discrétionnaires, à condition que les exigences de transparence pré-négociation soient respectées et que la meilleure exécution soit assurée.⁵⁷¹ Cela signifie qu'un opérateur du FTO est libre de décider dans quelle mesure les commandes des clients sont spécifiquement assorties dans le système. Les FTO ne peuvent en principe pas exécuter les ordres de leurs clients en utilisant des fonds propres et ne peuvent pas exécuter des ordres sur leur propre livre, à l'exception des obligations d'État. Par conséquent⁵⁷², les FTO n'ont pas de participants à la négociation, mais des clients, car ils ne peuvent agir bilatéralement que dans une mesure limitée (ils négocient pour leur propre compte et n'appartiennent donc pas les ordres des clients).⁵⁷³ 305

Dans ce contexte, il existe une différence frappante entre un FTO et un MTF ou un marché réglementé. Les FTO sont libres de décider d'être autorisés ou non à participer à leur système, tandis que les MTF et les marchés réglementés ont des règles claires sur les personnes qui peuvent participer à ces systèmes. Les FTO n'ont pas de participants mais 306

⁵⁷⁰ A l'exception des produits dérivés qui sont soumis à l'obligation de compensation conformément à l'art. 5 LMEI (art. 55n al. 3 de l'ordonnance sur les banques).

⁵⁷¹ Article 3a, paragraphe 1, ligne 6c de la loi bancaire.

⁵⁷² Les titres de la dette publique pour lesquels il n'existe pas de marché liquide conformément à l'art. 55n al. 1 et 5 de l'Ordonnance sur les banques.

⁵⁷³ Article 20, paragraphes 1 à 6, de la directive MiFID II

des clients dans certains cas (en ce qui concerne les obligations d'État) en raison de la possibilité légale d'une apparition bilatérale limitée dans les transactions juridiques, car ils peuvent agir non seulement comme des intermédiaires sans risque mais aussi comme des contreparties bilatérales en plus de la mise en commun des intérêts. Les paramètres d'admission mentionnés peuvent, par exemple, se rapporter à des exigences minimales de latence. Néanmoins, ces règles doivent également être transparentes et non discriminatoires pour les FTO. Les FTO sont donc moins limités dans l'admission de clients ou l'exécution d'ordres provenant d'utilisateurs de plateformes que les MTF ou les marchés réglementés. Toutefois, la FTO peut exécuter l'ordre d'un client lorsqu'elle le décide, mais elle ne peut pas s'écarter unilatéralement des instructions du client concernant l'achat ou l'exécution.⁵⁷⁴

307 Les dispositions relatives à la transparence pré et post-négociation et à la meilleure exécution ne peuvent être appliquées à un FTO qu'en cas d'exécution de la négociation pour compte propre. Pour une MTF, ces normes s'appliquent à l'ensemble du territoire, car la MTF ne peut pas fonctionner de manière bilatérale.⁵⁷⁵

308 L'exercice du pouvoir discrétionnaire mentionné au début de cette section concerne la décision de placer ou de retirer des ordres sur un OTF (pouvoir discrétionnaire d'ordre)⁵⁷⁶ et la décision de faire correspondre

⁵⁷⁴ Considérant 14 MIF II.

⁵⁷⁵ Voir l'article 24 et suivants de la MiFID II ; l'article 8e de la BankG.

⁵⁷⁶ L'art. 55n al. 8 de la LBV ne s'applique que dans la mesure où il n'y a pas de conflit avec les instructions du client. Il serait concevable que l'opérateur d'un FTO exécute un ordre partiellement sur une plateforme de négociation et transmette ensuite l'ordre restant à une autre plateforme de négociation, ou qu'un

ou non un ordre spécifique avec ceux qui sont déjà dans le système (à un moment donné) (pouvoir discrétionnaire d'exécution)⁵⁷⁷. Des règles transparentes pour l'exercice du pouvoir discrétionnaire sont requises et des règles de protection des investisseurs s'appliquent à l'exécution des ordres.⁵⁷⁸

Enfin, il convient de noter que la FTO et les Internalisateurs systématiques (IS) ne sont pas gérés par la même entité juridique. Il ne doit pas non plus y avoir de liens entre une FTO et une IS ou une autre FTO.⁵⁷⁹ 309

2.4.4 Internalisateurs systématiques (SI)

310

ordre déjà passé soit totalement annulé, puisqu'un meilleur résultat peut être obtenu sur une autre plateforme de négociation.

⁵⁷⁷ Art. 55n al. 8 lit. b de l'ordonnance sur les banques ; si, par exemple, un ordre portant sur 1000 unités d'un instrument financier est compensé du côté de l'offre par deux ordres correspondants du côté de la demande, un opérateur de FTO peut décider si, dans quelle mesure et comment exécuter l'ordre (sur un FTO, toutefois, l'exécution de l'ordre serait organisée sans aucune discrétion). Ce pouvoir discrétionnaire doit être conforme aux instructions du client et à la politique de meilleure exécution.

⁵⁷⁸ Obligations d'information en vertu de l'article 24 de la MiFID II ; évaluation de l'adéquation et de l'opportunité en vertu de l'article 25 de la MiFID II ; obligation d'exécuter les ordres de la manière la plus favorable pour le client (obligation de meilleure exécution) en vertu de l'article 27 de la MiFID II et des règles de traitement des ordres des clients (article 28 de la MiFID II).

⁵⁷⁹ Article 20 (4) MiFID II ; article 55n (6) du règlement bancaire ; voir également le considérant 17 de l'ordonnance DelVO 2017/565 sur la MiFID II, ELI ; http://data.europa.eu/eli/reg_del/2017/565/oj.

Les internalisateurs systématiques sont des entreprises d'investissement (ou, en vertu du droit national, des banques)⁵⁸⁰ qui⁵⁸¹, lorsqu'elles exécutent les ordres de leurs clients sans recourir à un système multilatéral, négocient fréquemment et dans une large mesure pour leur propre compte de manière organisée et systématique. Les⁵⁸² IS⁵⁸³ sont donc des infrastructures semblables à celles du marché, mais n'interviennent que dans le cadre d'échanges bilatéraux.

- 311 La MiFID II ne définit pas l'élément constitutif du régime bilatéral et n'autorise donc qu'une définition négative. La distinction ne se fonde pas sur les modalités d'exécution des ordres, mais sur la fonction que remplit un opérateur de la place de négociation. Une distinction est faite entre la position intermédiaire neutre et sans risque, d'une part, et la contrepartie bilatérale qui exécute les ordres par rapport à ses propres positions de négociation, d'autre part. Comme nous l'avons expliqué, la FTO franchit déjà la ligne de démarcation précise entre les deux systèmes. Un opérateur de plateforme de négociation qui accepterait des ordres contre ses propres positions serait en principe soumis à un conflit d'intérêts, car la neutralité n'est plus garantie.

⁵⁸⁰ Article 3a, paragraphe 1, ligne 34 de la loi bancaire.

⁵⁸¹ La négociation pour compte propre au sens de l'article 4 (1) n° 2 de la MiFID II n'est pas considérée comme une négociation pour compte propre si une *entreprise d'investissement participe, dans le but ou avec pour effet d'effectuer de facto des transactions adossées sans risque sur un instrument financier en dehors d'une plateforme de négociation, à des systèmes de combinaison qu'elle a mis en place avec des entités n'appartenant pas à son propre groupe.* (Art 16a du règlement Del 2017/2294 modifiant le règlement Del 2017/565, ELI : http://data.europa.eu/eli/reg_del/2017/2294/oj).

⁵⁸² Art 4 (1) n° 20 MiFID II.

⁵⁸³ Cf. le concept de lieu d'exécution conformément à l'article 64, paragraphe 1, dernière phrase, de la directive MIF II

Dans le cadre du régime de la MIF, la négociation pour compte propre est définie comme la *négociation utilisant des capitaux propres, qui conduit à la conclusion de transactions avec un ou plusieurs instruments financiers*.⁵⁸⁴ Selon l'annexe I, section A n° 3 de la MIF I et II, la négociation pour compte propre constitue un service d'investissement. Dans l'annexe 2, section A, alinéa 1, n° 3 de la loi bancaire, les opérations pour compte propre ont été définies comme suit, sur la base de trois cas différents : *Négociation d'instruments financiers pour compte propre si et dans la mesure où [1er cas] elle est effectuée par des banques et des entreprises d'investissement ou [2ème cas] en tant que tenue de marché ou si [3ème cas] elle est fréquemment négociée pour compte propre en dehors d'un marché réglementé ou d'un système multilatéral de négociation de manière organisée et systématique en exploitant un système accessible aux tiers qui sert à conclure des contrats portant sur des instruments financiers*. Cette définition est basée sur le considérant 8 ou l'article 2, paragraphe 1, point d), de la MiFID I. 312

La définition figurant à l'annexe 2, section A de la loi sur les banques a été introduite au Liechtenstein sur la base de la MiFID I⁵⁸⁵ et la définition n'est apparemment plus harmonisée avec l'article 3a, paragraphe 1, point 34 de la loi sur les banques, car la première oublie dans une large mesure l'élément de commerce. L'article 4 (1) (20) du deuxième paragraphe de la MiFID II définit directement que "de manière systématique et fréquente" se réfère au nombre de transactions de gré à gré portant sur un instrument financier, tandis que l'"étendue substantielle" est mesurée par le pourcentage que la négociation de gré à gré pour compte propre occupe par rapport au volume total de négociation 313

⁵⁸⁴ Art 4 (1) (6) MiFID I et II, cf. la référence à l'art 2 (1) (5) MiFIR.

⁵⁸⁵ LGBl 2007/261 du 20.09.2007, en vigueur depuis le 01.11.2007

d'une entreprise d'investissement ou au volume de négociation dans l'Union européenne en ce qui concerne un instrument financier.⁵⁸⁶ Les éléments d'un échange fréquent et systématique doivent être cumulatifs.⁵⁸⁷ Une entreprise d'investissement peut également décider consciemment d'être soumise aux règles d'un internalisateur systématique. Toutefois,⁵⁸⁸ si les seuils établis par l'AEMF sont atteints afin d'établir le statut d'internalisateur systématique, les obligations de transparence, de meilleure exécution et de déclaration doivent être respectées.⁵⁸⁹ Par exemple, les acteurs qui opèrent sur un DEX (bourse décentralisée) en ce qui concerne les instruments financiers (jetons de sécurité) et qui dépassent les seuils mentionnés ci-dessus peuvent parfois être qualifiés d'internalisateurs systématiques.⁵⁹⁰

314 En outre, l'activité d'un internalisateur systématique doit être exercée par du personnel ou au moyen d'un système technique automatisé

⁵⁸⁶ Voir les critères de référence de l'AEMF par rapport auxquels une entreprise d'investissement doit calculer si elle se qualifie comme internalisateur systématique, <https://www.esma.europa.eu/data-systematic-internaliser-calculations>, consulté le 15.09.2019, 17:42

⁵⁸⁷ Cf. les informations de la BaFin sur les faits relatifs aux opérations pour compte propre et aux opérations pour compte d'autrui du 22 mars 2011, modifiées en dernier lieu le 15 mai 2018, chapitre 1. b), https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_110322_eigenhandel_ei-gengeschaeft_neu.html

⁵⁸⁸ <https://www.esma.europa.eu/data-systematic-internaliser-calculations>.

⁵⁸⁹ Cf. article 21 (3) du règlement d'application de la MiFID I, ELI : <http://data.europa.eu/eli/reg/2006/1287/oj>.

⁵⁹⁰ Voir le chapitre II.2.5.

prévu à cet effet. Il n'est pas nécessaire que le personnel soit exclusivement dédié à cette fin ou que le système soit exclusivement adapté à cette fin.⁵⁹¹

Il est intéressant dans ce contexte que le concept de système technologiquement neutre ne soit pas utilisé ici, car il est inhérent au système multilatéral de la MiFID II et repose généralement sur un ensemble de règles.⁵⁹² Toutefois, il ressort inévitablement du libellé du règlement d'application qu'il n'est pas nécessaire que l'entreprise d'investissement exploite elle-même ce système ; ce libellé est formulé d'une manière qui n'est pas claire en droit national. Il est dit ici que dans le cas d'échanges pour compte propre en relation avec des internalisateurs systématiques, un *système accessible à des tiers est exploité*⁵⁹³. En plus des obligations générales telles que la meilleure exécution,⁵⁹⁴ l'ordonnance bancaire réglemente d'autres obligations pour les internalisateurs systématiques. Dans ce contexte, les internalisateurs systématiques doivent, par exemple, exécuter les ordres relatifs aux instruments financiers au prix offert au moment de la réception de l'ordre. En outre, des

⁵⁹¹ Art 21 (1) lit b DVO-MiFID I (EC/1287/2006) ; cf. a Art 12 à 17 du Règlement des délégués EU 2017/565, ELI : http://data.europa.eu/eli/reg_del/2017/565/oj, selon lequel un certain pourcentage de transactions doit être effectué dans certaines périodes.

⁵⁹² Il convient de noter qu'un internalisateur systématique n'utilise pas un système multilatéral.

⁵⁹³ Annexe 2, section A, paragraphe 1, point 3, de la loi bancaire.

⁵⁹⁴ Art 24 et 25 MiFID II en conjonction avec l'art 64 du règlement délégué EU 2017/565, ELI : http://data.europa.eu/eli/reg_del/2017/565/oj ; cf. en général le chapitre III du règlement Del concernant les obligations des entreprises d'investissement.

⁵⁹⁵ Annexe 7.4 Section V. Bst C basée sur l'article 14 de la MiFIR.

rapports trimestriels sur la qualité de l'exécution doivent être préparés et des données de référence sur les produits⁵⁹⁶ dérivés de gré à gré doivent être soumises aux autorités compétentes. Le résultat global est que, bien que les internalisateurs systématiques soient soumis à une réglementation stricte, ils ne peuvent pas combiner les intérêts d'achat et de vente de tiers.

- 316 La classification en tant qu'internalisateur systématique a pour conséquence qu'une entreprise d'investissement doit déclarer ses activités aux autorités compétentes, au Liechtenstein à la FMA, qui contrôle par conséquent les obligations découlant de ce statut. En outre, les obligations de transparence pré-négociation doivent être respectées à la fois pour les instruments de capitaux propres et de quasi-capitaux propres et pour les instruments autres que de capitaux propres. En outre, il existe également des obligations de transparence post-négociation et des obligations relatives à l'exécution des transactions.
- 317 Les teneurs de marché sont également actifs dans le commerce bilatéral pour leur propre compte. Les teneurs de marché sont des personnes qui⁵⁹⁷ indiquent en permanence leur volonté de négocier sur un ou plusieurs marchés financiers en achetant et en vendant des instruments financiers en utilisant leurs propres capitaux pour leur propre compte à des prix qu'elles fixent. Les teneurs de marché sont des acteurs du marché financier qui sont en permanence à la disposition des autres participants du marché financier en tant que contreparties pour les intérêts des transactions. En ce sens, les teneurs de marché agissent en tant que

⁵⁹⁶ Voir l'article 2 RTS 23, Del-VO 2017/585, ELI : http://data.europa.eu/eli/reg_del/2017/585/oj.

⁵⁹⁷ Donc, échange et/ou vente libre.

fournisseurs de liquidités sur un marché pour certains instruments financiers.⁵⁹⁸

2.4.5 Aperçu des lieux de négociation organisés

Les systèmes de négociation mentionnés, MTF et OTF, servent à regrouper les intérêts appariés dans des instruments financiers dans le but de conclure un contrat (à ne pas confondre avec l'appariement des ordres des clients ou la négociation pour compte propre).⁵⁹⁹ L'étymologie du concept de "Matched Principal Trading" (négociation en contrepartie d'un ordre) remonte au fait que l'acheteur et le vendeur agissent tous deux en tant que mandants en ce qui concerne leur ordre. 318

L'appariement ou la fusion d'intérêts en matière d'instruments financiers suppose trois éléments : le premier critère est qu'un intermédiaire (par exemple l'opérateur d'un MTF ou d'un OTF) agisse en tant qu'intermédiaire entre l'acheteur et le vendeur. Cet intermédiaire est intermédié de manière à ne pas être exposé aux risques de marché à tout moment pendant l'exécution de la transaction (aucun ordre n'est exécuté) ; l'intermédiaire agit donc comme un intermédiaire sans risque (composante de risque basée sur le statut d'intermédiaire multilatéral). 319

La deuxième caractéristique repose sur un élément temporaire, selon lequel les deux transactions - les ordres d'achat et de vente - sont exécutées simultanément l'une contre l'autre. En ce qui concerne le troisième et dernier élément, la transaction doit être conclue par l'intermédiaire de telle sorte que, en dehors d'une commission ou d'un honoraire d'exécution communiqué de manière transparente, aucun profit ou

⁵⁹⁸ Article 4 (1) (7) MiFID II ; article 3a (1) (50) de la loi bancaire.

⁵⁹⁹ Cf. la version anglaise de l'article 4 (1) (38) de la MiFID II.

perte ne soit réalisé sur la transaction elle-même (élément de rémunération).⁶⁰⁰

- 320 L'opérateur d'une plateforme sur laquelle les ordres des clients correspondants sont mis en commun doit donc être agréé par l'AMF en tant qu'entreprise d'investissement et pour exploiter un MTF et/ou un OTF. L'exploitation d'un MTF et/ou d'un OTF est soumise à une licence distincte délivrée par le FMA.⁶⁰¹ Il convient de noter que l'entreprise d'investissement exploitant une MTF ne peut pas être simultanément membre ou participant à cette MTF aux fins de négociation pour compte propre ou de négociation pour compte propre apparié (appariement des ordres de clients). L'entreprise d'investissement ne peut s'engager dans la négociation pour compte propre que sur son propre MTF, car des mécanismes efficaces doivent être mis en place pour garantir qu'aucun conflit d'intérêts ne se produise. Étant donné qu'il est interdit à une entreprise d'investissement exploitant un MTF de négocier sur son propre portefeuille⁶⁰², aucun ordre de client ne peut être exécuté et donc aucune négociation pour compte propre apparié (combinaison de deux ordres de client appariés agissant pour compte propre et donc en tant que contrepartiste). Une entreprise d'investissement exploitant un MTF agit plutôt comme un intermédiaire sans risque qui se contente de rassembler les intérêts, mais pas les ordres des clients, relatifs aux instruments financiers ; cela conduit à la conclusion de contrats pour des instruments financiers, mais pas à l'exécution de ces contrats.

⁶⁰⁰ Art 4 (1) n° 38 MiFID II.

⁶⁰¹ Art 15 en liaison avec l'annexe 2, section A, al. 1, point 3 en liaison avec le point 8 et/ou 9 de la loi sur les banques ; annexe 1, section A, n° 1 lit o et p FMAG.

⁶⁰² Cela entraînerait inévitablement des conflits d'intérêts.

Un MTF ou une entreprise d'investissement qui en exploite un et un courtier en agence⁶⁰³ (agent) doivent être des personnes distinctes. La négociation pour le compte d'une agence a donc lieu sur un MTF. Les intermédiaires financiers participants, tels que les gestionnaires d'actifs ou les entreprises d'investissement (ayant une autorité administrative), agissent en tant qu'agents (courtiers en agence). Sur un MTF, les ordres de ces membres négociateurs (contractants) sont ensuite fusionnés (côté achat et côté vente).⁶⁰⁴

2.4.6 Conclusion Lieux de négociation organisés

Il découle de ce qui précède qu'une autorisation de l'Autorité des marchés financiers du Liechtenstein est requise pour l'exploitation d'un MTF ou d'un OTF conformément à l'article 15 de la loi sur les banques, à condition que les éléments suivants soient cumulativement à la disposition du futur exploitant du centre de négoce⁶⁰⁵:

- Un système de négociation d'instruments financiers est une condition préalable à la mise en place d'un lieu de négociation.

⁶⁰³ Les agences de courtage agissent en tant qu'intermédiaires pour exécuter les ordres de leurs clients sur un lieu de négociation. Les courtiers d'agence doivent respecter les règles de meilleure exécution. Un Agency Broker exécute les ordres de ses clients, tandis qu'un Broker-Dealer négocie des titres pour son propre compte ou pour le compte de ses clients.

⁶⁰⁴ Art 19 (5) MiFID II ; ESMA Q&A on MiFID II and MiFIR market structures topics, ESMA70-872942901-38, 02.04.2019, sections 5 et 5.1 Multilateral and bilateral systems, Q&A 1 dernière mise à jour le 31.01.2017, p. 35.

⁶⁰⁵ Cf. la brochure de la BaFin sur le système commercial multilatéral du 07.12.2009, modifiée en dernier lieu le 25.07.2013, https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_091208_tatbestand_multilaterales_handelssystem.html

- La terminologie du système doit être comprise de manière neutre sur le plan technologique et couvre donc généralement des ensembles de règles. Le commerce vocal, par exemple, relève également du concept de système ;
- Le système doit nécessairement être multilatéral par nature (mise en commun des intérêts relatifs aux instruments financiers des acheteurs et des vendeurs par un intermédiaire - mais pas la mise en commun des ordres correspondants) ;
 - Il est nécessaire que ce système serve l'exécution des intérêts des parties négociantes ou, en dernier ressort, la conclusion d'ordres de clients (toutefois, l'opérateur d'un MTF en particulier n'est pas autorisé à effectuer des transactions en son propre nom et pour son propre compte et n'a donc pas de clients, raison pour laquelle il ne peut pas combiner les ordres de clients au sens de la négociation pour compte propre ; sur un MTF, seule la négociation pour compte d'autrui est possible) ;
 - En raison de la correspondance des intérêts ou des ordres des participants à la négociation, il n'est pas possible de conclure des transactions avec des contreparties spécifiques au cas par cas ou de sélectionner la partie contractante ;
 - Le contrat est conclu au sein du système ou de la plate-forme et non en dehors (la conclusion du contrat doit être séparée de l'exécution - la compensation et par conséquent le règlement). Si le contrat est conclu en dehors du système, il s'agit parfois

d'un simple système d'information ou d'un tableau d'affichage ;⁶⁰⁶

- En fin de compte, le système doit être conçu pour rassembler les intérêts d'un grand nombre de participants à la négociation et non pas simplement pour servir à conclure des transactions commerciales individuelles. En vertu de l'article 18, paragraphe 7, de la directive MIF II, les MTF ou les OTF doivent avoir au moins trois membres ou utilisateurs qui peuvent interagir entre eux à des fins de tarification.

2.4.7 Reproduction d'une PCC pour les jetons d'utilité et les avantages de la chaîne de blocs

Le système de la contrepartie centrale (chambres de compensation), que l'on rencontre fréquemment dans le droit des marchés financiers, peut également être imité dans le cadre de la correspondance de jetons qui ne sont ni des instruments financiers ni de la monnaie électronique ("utility tokens" ou "commodity tokens" au sens de contenus numériques ou de monnaies virtuelles).⁶⁰⁷ Afin de représenter un processus compréhensible et significatif, on part du principe qu'un utilisateur A veut acquérir des CTB auprès de l'ETH sur une plateforme de négociation de jetons, tandis qu'un utilisateur B veut acquérir le montant correspondant dans l'ETH au moyen de CTB ou vendre des CTB contre

322

⁶⁰⁶ Cf. *Seiffert*, Börsen und andere Handelssysteme in *Kümpel/Wittig* (Hrsg), Bank- und Kapitalmarktrecht, 4e édition, n° de marge 4.64 ; selon la forme spécifique, l'acceptation et la transmission des ordres sont toutefois envisageables (annexe 2, section A, al. 1, ligne 1 de la loi sur les banques) ; cf. également chapitre II.2.5.

⁶⁰⁷ Cela peut également être intéressant en relation avec le jeton interne d'un crypto-échange, comme mentionné au chapitre II.2.2.2

l'ETH. Les paragraphes suivants montrent comment cette mise en correspondance peut être effectuée :

- Les utilisateurs A et B s'inscrivent sur une plateforme de négociation pour des jetons qui ne représentent ni des instruments financiers ni de la monnaie électronique ;
- L'utilisateur A souhaite acquérir la CTB avec son ETH ;
- L'utilisateur B veut vendre la CTB (contre l'ETH) ;
- Ensuite, deux étapes sont exécutées en synchronisme :
 - L'utilisateur A transfère l'ETH à l'exploitant de la plateforme de négociation pour les jetons, la raison juridique du transfert étant l'acquisition de CTB auprès de l'exploitant de la plate-forme de négociation en tant que contrepartie centrale conformément à un accord contractuel (par exemple avec un report de paiement d'une seconde légale) ;
 - L'utilisateur B transfère la CTB à l'opérateur de la plateforme de négociation de jetons. Dans ce cas, la raison juridique du transfert est la vente de BTC à l'opérateur de la plateforme de négociation en tant que contrepartie centrale conformément à un accord contractuel.
- L'opérateur de la plate-forme d'échange de jetons a ensuite acquis ETH auprès de l'utilisateur A pour au moins une seconde légale et doit à l'utilisateur A une CTB pour cela. Dans le même temps, l'opérateur de la plate-forme de négociation a acquis la CTB auprès de l'utilisateur B pour au moins une seconde légale et doit en contrepartie l'ETH à l'utilisateur A ;

- L'opérateur de la plate-forme d'échange de jetons remplit son obligation envers l'utilisateur A avec les CTB acquises par l'utilisateur B. En même temps, l'exploitant de la plate-forme d'échange de jetons remplit sa responsabilité envers l'utilisateur B avec les jetons ETH achetés par l'utilisateur A.

Le charme de l'utilisation de la technologie des chaînes de blocs ou des 323
contrats intelligents pour l'exécution concrète au sens ci-dessus réside dans le fait que l'opérateur de la plateforme de négociation des jetons en tant que contrepartie centrale détient les jetons respectifs pendant au moins une seconde légale. Cependant, en raison des exigences technologiques, une telle transaction est exécutée et traitée automatiquement presque en temps réel et par le biais d'un contrat intelligent (conclusion et exécution d'un contrat). En conséquence, le risque de contrepartie (risque de défaut) est de facto complètement éliminé, ce qui représente un énorme potentiel pour le marché financier. Si la technologie des chaînes de blocs est pleinement mise en œuvre à l'avenir, les marchés hautement réglementés tels que les centres de négociation multilatéraux pourraient fonctionner de manière beaucoup plus efficace et économique. De ce point de vue, la technologie des chaînes de blocs et les technologies connexes peuvent⁶⁰⁸ être considérées comme un signe

⁶⁰⁸ D'un point de vue macroéconomique, ces marchés ne nécessiteraient aucune réglementation ou du moins une réglementation moindre pour atteindre l'efficacité de Pareto. De plus, une distribution asymétrique de l'information due à un conflit mandant-mandataire peut être mieux combattue par la publicité et la transparence de la technologie que par la réglementation. En économie, la distribution asymétrique de l'information est l'une des quatre défaillances du marché, outre les externalités, le pouvoir de marché - monopole/monopsonne et les

avant-coureur de l'efficacité de Pareto.⁶⁰⁹ Les technologies des grands livres distribués peuvent remplacer au moins partiellement la charge réglementaire existante par une technologie permettant d'éviter les défaillances du marché. *"Sur le plan positif, il convient de noter que la concurrence des Fintechs avec les banques universelles entraîne une baisse des prix, une amélioration des produits ou une augmentation de la variété des offres. Le fait qu'à long terme, une part considérable des bénéfices de l'activité bancaire standardisée soit susceptible d'être reprise par Fintechs est également inoffensif en termes de droit de la concurrence".*⁶¹⁰

324 Dabei darf aber nicht übersehen werden, dass die Kryptomärkte bislang wirtschaftlich betrachtet ineffiziente Märkte sind, welche Arbitrage-Handel und auch Marktmanipulation ermöglichen ; hierzu ein Auszug : *"En cartographiant les chaînes de blocs de Bitcoin et de Tether, nous sommes en mesure d'établir que les entités associées à la bourse Bitfinex utilisent Tether pour acheter des Bitcoin lorsque les prix baissent. Ces activités de soutien des prix sont fructueuses, car les prix des Bitcoins augmentent après*

biens publics. La réglementation vise à prévenir et à contrecarrer les défaillances du marché, mais elle est un facteur de coût indépendant, ce qui explique pourquoi l'efficacité parfaite n'est pas atteinte. Cette situation pourrait être abordée au moyen de la technologie des chaînes de blocs. Dans ce contexte, voir également le problème du contrôle et les coûts des agences, *Jensen/Meckling, Theory of the Firm : Comportement des gestionnaires, coûts des agences et structure de propriété*, p. 45 et suivantes.

⁶⁰⁹ Voir BuA 2019/54, p. 80 et suiv. en ce qui concerne la nécessité d'éviter une réglementation excessive.

⁶¹⁰ Müller, *Europarechtliche Aspekte von Fintechs*, in *Krimphove* (Hrsg), *Fintechs*, p 83 (p 92) ; du point de vue du droit de la concurrence, il ne faut pas oublier que le droit de la concurrence n'assure pas la protection de la concurrence.

*les périodes d'intervention. Ces effets ne sont présents qu'après des rendements négatifs et des périodes suivant l'impression de Tether. En effet, même moins de 1% de l'échange extrême de tether contre Bitcoin a des effets globaux substantiels sur les prix. [...] Dans l'ensemble, nos conclusions apportent un soutien substantiel à l'opinion selon laquelle la manipulation des prix peut être à l'origine d'effets de distorsion importants dans les cryptocurrencies. Ces résultats suggèrent qu'une surveillance et un contrôle externes du marché des capitaux peuvent être nécessaires pour obtenir un marché véritablement libre. Plus généralement, nos conclusions soutiennent le récit historique selon lequel les activités douteuses ne sont pas seulement un sous-produit de l'appréciation des prix, mais peuvent contribuer de manière substantielle aux distorsions de prix et à la mauvaise allocation du capital".*⁶¹¹

Toutefois, l'interdiction générale de négocier des crypto-monnaies se- 325
rait contraire aux droits fondamentaux dans l'UE et l'EEE, conformément à la liberté d'entreprise prévue à l'article 16 de la Charte des droits fondamentaux (CDF), à la liberté de propriété prévue à l'article 17 de la CDF et au principe d'égalité prévu à l'article 20 de la CDF, qui prévoit une revendication de neutralité en matière de concurrence et de technologie. Des restrictions individuelles seraient toutefois autorisées en principe si elles sont justifiées (par exemple pour des raisons de protection des consommateurs, pour lesquelles les dispositions de protection des investisseurs de la MiFID II peuvent également être appliquées de

⁶¹¹ Griffin/Shams, *Is Bitcoin Really Un-Tethered ?*, 13.06.2018, S 33, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3195066https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3195066.

manière analogue en ce qui concerne les instruments financiers).⁶¹² Toutefois, l'évaluation de la Balance au regard du droit de la concurrence, compte tenu de l'interdiction des abus prévue à l'article 102 du TFUE, semble plus problématique. Une telle exploitation abusive d'une position dominante dans le marché intérieur pourrait être vue spécifiquement dans le fait qu'une position dominante de Facebook dans le domaine des médias sociaux est utilisée pour atteindre une position tout aussi dominante dans le domaine des services de paiement (monopolisation des données).

2.5 DEX comme lieu de négociation et autres services d'investissement

326 Une bourse décentralisée (DEX) est une place de marché décentralisée basée sur la technologie des grands livres distribués ou des chaînes de blocs. La conception du logiciel varie, mais dans la plupart des cas, un système de mise en relation est directement intégré au réseau décentralisé et ces systèmes logiciels fournissent régulièrement des mécanismes pour la conclusion et l'exécution de contrats relatifs aux jetons ou aux droits représentés par des jetons. Des exemples pratiques bien connus de places commerciales décentralisées sont EtherDelta⁶¹³, IDEX⁶¹⁴,

⁶¹² En ce qui concerne la Balance, voir également les commentaires sur le régime de la monnaie électronique dans la note de marge 396.

⁶¹³ <https://etherdelta.com/> consulté le 15 septembre 2019, 17:46.

⁶¹⁴ <https://idex.market/eth/idex> appelé le 15/09/2019, 17:46.

Token Store,⁶¹⁵OasisDex⁶¹⁶ ou le Stellar DEX⁶¹⁷. Sur ces systèmes, il est possible de négocier des jetons décentralisés, c'est-à-dire des jetons de type "peer-to-peer" (P2P), qui représentent parfois des instruments financiers. Une caractéristique de ces systèmes est que les deux carnets d'ordres, y compris la garde, l'appariement et le règlement, sont exécutés en chaîne - parfois en utilisant des contrats intelligents.⁶¹⁸

En ce qui concerne les critères élaborés au chapitre 2.4 et résumés en 327 particulier au chapitre 2.4.6 l'élément constitutif du système de négociation des instruments financiers est donc fondamentalement rempli. Le système technologique d'un DEX répond aux exigences d'un système représentant un ensemble de règles selon lesquelles les instruments financiers peuvent être négociés. Toutefois, un problème se pose ici, à savoir que les transactions sur les systèmes de négociation organisés dans le cadre du régime de la MIF concernent exclusivement les instruments financiers. Toutefois, il s'agirait simplement d'une mise en œuvre incorrecte sur un DEX et l'existence d'un marché réglementé ne peut pas encore être exclue, simplement parce que des jetons y sont négociés qui ne représentent pas des instruments financiers aussi bien que

⁶¹⁵ <https://token.store/eth/portfolio> appelé le 15/09/2019, 17:46.

⁶¹⁶ <https://eth2dai.com/exchange/WETH/DAI> appelé le 15.09.2019, 17:46. ; avec le protocole Oasis, le carnet de commandes est tenu à la chaîne et l'appariement et le règlement sont également effectués à la chaîne, c'est pourquoi ce protocole est complètement décentralisé. Oasis est un protocole d'échange P2P décentralisé, public, non privatif, sur lequel les ordres relatifs aux jetons basés sur l'ERC-20 sont exécutés selon la logique des Smart Contracts sans permission.

⁶¹⁷ <https://stellarterm.com/> appelé le 15/09/2019, 17:46.

⁶¹⁸ Des exceptions confirment la règle - EtherDelta, par exemple, ne prévoit pas de correspondance. Le carnet de commandes et la mise en correspondance sont conservés ou effectués hors chaîne chez IDEX.

ceux qui en représentent. Si le régime des lieux de négociation devait s'appliquer à un DEX, cela signifierait que seuls les instruments financiers pourraient y être négociés.

328 Toutefois, le deuxième critère émergent des systèmes de négociation organisés, l'existence obligatoire de systèmes multilatéraux, pose déjà de grandes difficultés. Et ce, pour deux raisons : D'une part, un DEX ne dispose pas d'un intermédiaire central pour faire fonctionner le système, mais le système technique est pratiquement autosuffisant. D'autre part, le commerce bilatéral est possible sur ces systèmes, alors que le commerce multilatéral n'est pas nécessairement requis. Toutefois, si un tel système multilatéral est intégré, il sera en principe exécuté par une instance technologique du système lui-même. L'exécution des intérêts des parties ou la conclusion d'ordres de clients par un ensemble de règles repose également sur un intermédiaire central (client ou participant), qui n'est toutefois pas disponible dans un réseau décentralisé ou dans un Smart Contract de celui-ci, en raison du manque de subjectivité juridique de ce dernier.⁶¹⁹

329 Il convient de noter que les commentaires ci-dessus sont généralement formulés de manière généralisée et sans discussion technique détaillée des plates-formes décentralisées spécifiques. Pour une évaluation con-

⁶¹⁹ Il convient de noter que l'opérateur d'une interface logicielle (au sens d'un tableau d'affichage) sur un DEX pourrait également être considéré comme un intermédiaire sans risque qui combine les intérêts de tiers en ce qui concerne certains jetons. Toutefois, il faut tenir compte du fait qu'il existe régulièrement une plate-forme d'information beaucoup plus pure, qui est fournie par un prestataire de services techniques, et que la conclusion (et pas seulement l'exécution) a lieu en dehors du système.

crète, les différents processus et procédures techniques doivent toujours être analysés. Toutefois, en résumé, un DEX ne peut pas être un lieu de négociation réglementé ou un acteur du marché financier. Cela est déjà dû au fait qu'il manque une entité juridique capable de régler, d'autant plus que la technologie elle-même ne peut être soumise à une surveillance. Toutefois, l'interaction avec un DEX par les entités centrales doit être évaluée séparément. En ce qui concerne les jetons, qui représentent des instruments financiers, des services d'investissement peuvent parfois être fournis. Il convient donc de distinguer entre un DEX en tant que "backend" et une interface avec le DEX en tant que "front-end" (également tableau d'affichage).

Une telle interface au sens d'une API⁶²⁰ peut, par exemple, être caracté- 330
risée par le fait que les informations relatives aux offres d'achat et de vente de certains jetons sur une chaîne de blocs, qui représentent des instruments financiers, sont rendues accessibles sous une forme préparée graphiquement, les informations de base pouvant être consultées directement sur la chaîne de blocs même sans interface. Un tel pont logiciel peut viser à faciliter l'acquisition d'informations ou l'échange d'informations concernant les offres d'achat et de vente d'autres utilisateurs d'une chaîne de blocs, puisque ces données sont présentées sous forme de traitement graphique (plate-forme d'information, "bulletin board"). Une telle plate-forme d'information faciliterait l'inspection et la communication des offres de transaction concernant certains jetons d'une chaîne de blocs. Selon la conception de l'interface, il est également possible que de nouvelles offres d'achat ou de vente soient répertoriées sur une chaîne de blocs via une plateforme frontale. En conséquence,

⁶²⁰ Interface de programmation d'applications.

une telle plate-forme logicielle permettrait aux utilisateurs de visualiser et d'évaluer les offres d'achat et de vente d'autres utilisateurs concernant certains jetons représentant des instruments financiers et actuellement transportés dans une chaîne de blocs de manière simplifiée et traitée graphiquement ; en outre, en utilisant une telle interface, les offres concernant des instruments financiers sous forme de jetons pourraient être créées directement sur la chaîne de blocs.

- 331 Si une telle plateforme permet aux clients de négocier des instruments financiers en facilitant l'obtention, par les utilisateurs en amont, d'informations sur des instruments financiers symboliques, qui peuvent ensuite être utilisées pour initier la conclusion d'un contrat, la question se pose de savoir si un système de négociation multilatérale est exploité ou si un autre service d'investissement est fourni. Cela dépend si le système est conçu pour réunir les intérêts des utilisateurs d'un tel logiciel frontal selon certaines règles définies à l'avance. En règle générale, toutefois, une telle plateforme ne sera pas conçue pour effectuer des opérations d'agence ou des opérations pour compte propre. Les prestataires de services offrant un pont logiciel vers un DEX agiront plutôt comme des prestataires de services d'information technique et des prestataires de services (au sens de "logiciel en tant que service") pour les personnes intéressées par la négociation d'instruments financiers symboliques en fournissant une plate-forme logicielle avec une fonction de

babillard ou un tableau d'affichage⁶²¹ (c'est-à-dire une plate-forme d'information pure).⁶²²

Si une telle plate-forme sert uniquement à identifier les parties intéressées en ce qui concerne l'achat ou la vente d'instruments financiers à valeur symbolique et n'offre pas la possibilité de conclure un contrat pour des instruments financiers ou d'autres contenus sur une telle plate-forme et n'a donc aucune obligation d'exécuter un contrat via la plate-forme, il ne peut y avoir de plate-forme de négociation multilatérale telle qu'un MTF ou un OTF ou tout autre acteur du marché financier tel qu'une SI.⁶²³ Si une telle interface logicielle est conçue de manière

⁶²¹ Le rapport de l'AEMF 50-164-2430 du 12.07.2019, Licensing of FinTech business models, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-164-2430_licensing_of_fintech.pdf marge n° 92, indique à cet égard que les autorités de surveillance nationales ont classé ces plateformes de comparaison ou tableaux d'affichage comme étant fondamentalement non réglementés, un examen au cas par cas devant être effectué afin de pouvoir évaluer toute activité nécessitant une autorisation en fonction de l'étendue concrète des fonctions de ces plateformes.

⁶²² Dans la pratique, il existe un grand nombre de ces plates-formes logicielles, de sorte qu'il n'est pas toujours facile de comprendre en détail comment elles fonctionnent ou de savoir si une interface vers un DEX est disponible ou un DEX lui-même. Cf. le projet DSTOQ, qui utilise le Stellar DEX - <https://dstoq.com/> ; DStoq (DSQ Token) : Licensed Decentralized Stock & Crypto Exchange ?, 04.08.2018, <https://bitcoinexchangeguide.com/dstoq-dsq-token/> et First Blockchain Security Token Exchange - Built on Stellar (XLM), 31.07.2018, <https://cryptocoinspy.com/first-blockchain-security-token-exchange-built-on-stellar-xlm/>, tous appelés le 15.09.2019, 17:57.

⁶²³ D'autres entreprises d'investissement sont également envisageables ; cf. chapitre II.2.4.4 En cas de négociation systématique et substantielle pour compte propre sur un DEX avec des jetons représentant des instruments financiers, il faut vérifier la présence d'un internalisateur systématique. Cf. pour les seuils

à ce que les utilisateurs puissent exercer leur libre discrétion pour accepter ou non une certaine offre liée à des instruments financiers à jetons, ou si les utilisateurs sont libres de choisir où ils exécutent ou exécutent un éventuel contrat conclu, l'opérateur d'une telle interface logicielle sur un DEX fournit simplement un service technique non réglementé. Le facteur décisif ici est que tant la conclusion et la négociation du contrat que son exécution et sa réalisation sont finalement réalisées hors du pont côté logiciel⁶²⁴ vers un DEX sur lequel il est possible de négocier des instruments financiers symboliques.

- 333 Une telle activité ne constitue pas une situation qui nécessiterait une autorisation en vertu de l'annexe 2, section A, paragraphe 1, lignes 6 à 9, en liaison avec l'article 15 de la loi sur les banques, étant donné qu'il n'y a ni exploitation d'un MTF ou d'un OTF ni placement d'instruments financiers avec ou sans obligation de reprise ferme, pour autant qu'un prestataire de services techniques, en tant qu'exploitant d'une interface avec un DEX, ne fournisse pas une combinaison d'intérêts correspondants en ce qui concerne les instruments financiers symbolisés et n'effectue donc pas de compensation ou de règlement, mais la conclusion et l'exécution ont lieu bilatéralement entre l'acheteur et le vendeur sur

d'échange permettant de calculer si un tel internalisateur doit être supposé <https://www.esma.europa.eu/data-systematic-internaliser-calculations>. Un teneur de marché OTC pourrait également agir sur un DEX. Il convient toutefois de noter que certains instruments financiers sont soumis à une obligation de négociation, voir chapitre II.2.4, note de marge 287.

⁶²⁴ Les termes "plate-forme logicielle", "interface", "pont", "frontend", "plate-forme d'information", "plate-forme de dénomination", etc. sont utilisés ici comme synonymes pour tous les programmes côté logiciel, qui permettent d'accéder à un DEX, sur lequel des instruments financiers symboliques peuvent être négociés de temps à autre.

un DEX et donc directement sur une chaîne de blocs (ou un contrat intelligent sur lequel la chaîne de blocs est appariée) et donc seules les informations ou données publiquement visibles de la chaîne de blocs sont évaluées ou traitées. L'opérateur de la plate-forme n'effectue pas non plus d'activité de placement ou d'émission, puisqu'il ne vend pas d'instruments financiers. Ces opérations reposent sur la vente d'instruments financiers au nom d'un tiers pour le compte d'un tiers dans le cadre d'un contrat de placement sans engagement ferme de souscription (opération de placement) ou d'une émission avec un contrat de placement avec⁶²⁵ engagement ferme de souscription (engagement ferme de souscription ; accord pour reprendre les instruments financiers émis dans son propre portefeuille et ainsi assumer le risque de vente ; opération d'émission).⁶²⁶ Toutefois, une telle interface pourrait être utilisée principalement pour l'acceptation et la transmission d'ordres relatifs à

⁶²⁵ Une émission est l'émission d'instruments financiers à un large éventail de bénéficiaires, tandis qu'un placement est destiné à un groupe limité d'acheteurs dans le but de vendre des instruments financiers (également placement privé), cf. *Seggermann* dans *Brandl/Saria*, WAG, 2^{ème} édition, § 1, note en marge 33.

⁶²⁶ BaFin Merkblatt Platzierungsgeschäft, 10.12.2009, modifié en dernier lieu le 25.07.2013, https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_091211_tatbestand_platzierungsgeschaeft.html ; BaFin Merkblatt Emissionsgeschäft, 07.01.2009, modifié en dernier lieu le 24.07.2013, https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_090107_tatbestand_emissionsgeschaeft.html Le placement et l'émission représentent une forme d'émission loro, car les instruments financiers sont placés dans le public au nom et pour le compte d'un tiers et ne sont pas vendus au nom du public comme c'est le cas pour les émissions nostro. Voir également *Seggermann* dans *Brandl/Saria*, WAG, 2^e édition, § 1, note en marge 33 et suivantes.

un ou plusieurs instruments financiers (courtage commercial conformément à l'annexe 2, section A, paragraphe 1, ligne 1, de la loi sur les banques).

2.5.1 Courtage d'acquisition

334 Pour la fourniture de services d'investissement de réception et de transmission d'ordres relatifs à des instruments financiers, il est essentiel qu'un prestataire de services réunisse les intérêts des clients pour une transaction future, la transaction spécifique étant effectuée après la fusion et étant généralement exécutée hors bourse.⁶²⁷

335 La caractéristique essentielle de la médiation de conclusion est la médiation de la possibilité d'une conclusion concrète et non purement abstraite d'une transaction pour les clients.⁶²⁸ La médiation de la conclusion d'une transaction présuppose donc que les détails clés concrets d'une future transaction potentielle soient transmis par l'intermédiaire à ses clients du côté acheteur et vendeur et que, sans cette médiation, une conclusion ne pourrait pas être conclue.

336 Les services pertinents, qui peuvent être assimilés à du courtage de contrats, sont fournis par la personne qui agit en tant que messenger et transmet la déclaration d'intention d'un client dans le but de rendre possible la possibilité concrète d'une transaction relative à l'achat ou à la vente d'instruments financiers en nommant le client. À cet égard, il doit toutefois s'agir en tout état de cause d'une telle déclaration d'intention du

⁶²⁷ *Zahradnik in Brandl/Saria, WAG, 2ème édition, 2018, § 3 Rz 6.*

⁶²⁸ *Kalss/Oppitz/Zollner, loi sur le marché des capitaux, 2e édition 2015, Rz 4/10.*

client, qui est transmise aux partenaires contractuels potentiels et permet la conclusion concrète d'un contrat.⁶²⁹

Toutefois, si une interface logicielle sur un DEX fonctionne uniquement 337
comme une plate-forme d'information sur les intérêts ou les offres d'acquisition ou de vente existants et si le client a la possibilité de conclure un contrat et d'effectuer une transaction sans une telle plate-forme d'information, cela ne constitue pas un courtage de contrats. En effet, une simple présentation (graphique) des informations publiques relatives aux offres de prix d'instruments financiers symboliques sur un DEX peut en faciliter la consultation, la plate-forme d'information est en fin de compte mais non pas une condition sine qua non pour la disponibilité des détails concrets de la transaction et donc non causale pour l'exécution et donc en fin de compte pour le courtage d'une transaction concrète, puisque les informations de l'offre sur les instruments financiers symbolisés peuvent également être consultées directement sur la chaîne de blocs ou le DEX, ce qui peut conduire directement à la conclusion du contrat, y compris l'exécution.

Comme nous l'avons déjà expliqué, l'acceptation et la transmission des 338
ordres comprennent le rapprochement des investisseurs, ce qui permet de conclure des transactions entre eux.⁶³⁰ Une fusion ne peut avoir lieu que si les parties à l'opération ne se rencontrent pas autrement, c'est-à-

⁶²⁹ BaFin, brochure sur le courtage en investissements du 17 mai 2011, modifiée en dernier lieu le 13 juillet 2017, https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_091204_tatbestand_anlagevermittlung.html

⁶³⁰ *Seggermann* in *Brandl/Saria*, WAG, 2ème édition 2018, § 1 Rz 16 avec référence au considérant 20 de la MiFID I.

dire sans fusion. À cet égard, le service de médiation de conclusion doit représenter la condition causale sans laquelle la conclusion de la transaction n'aurait pas eu lieu. Ce ne serait le cas que si les offres de transaction pouvaient être consultées exclusivement via une interface logicielle vers un DEX (basé sur une chaîne de blocs), mais pas via la chaîne de blocs elle-même, même si elles étaient finalement exécutées sur celle-ci. Toutefois, si les offres sur des instruments financiers symboliques sont de toute façon visibles sur la chaîne de blocs, indépendamment d'une telle plateforme, et si les investisseurs peuvent se rencontrer directement et conclure une transaction même sans cette plateforme, une telle plateforme n'est pas une condition sine qua non pour réunir d'éventuels partenaires commerciaux et permettre la conclusion d'une transaction, y compris l'exécution de la transaction. Par conséquent, il existerait une pure plate-forme d'information qui rendrait accessibles certaines informations sur des instruments financiers symboliques sur une chaîne de blocs, ce qui ne nécessiterait pas d'autorisation en vertu de l'art. 15 en liaison avec l'annexe 2, section A, al. 1, ligne 1 de la loi sur les banques, d'autant plus que la simple reproduction d'informations ou la présentation d'informations qui sont de toute façon publiquement et généralement accessibles et disponibles ne constitue pas un courtage de transactions.

2.5.2 Gestion de portefeuille, conseil en investissement et analyse financière

339 En exploitant une interface avec un DEX, il est possible de réaliser d'autres activités potentiellement pertinentes en vertu de la législation sur les marchés financiers. Ainsi, la question se pose de savoir si la gestion de portefeuille (individuelle), le conseil en investissement ou les

services auxiliaires tels que l'analyse financière et des valeurs mobilières ou d'autres formes de recommandations générales liées à des instruments financiers (symboliques), qui servent à soutenir les clients, peuvent être réalisés par ce biais.

La gestion de portefeuille est *la gestion de portefeuilles sur la base d'un client individuel avec des pouvoirs discrétionnaires dans le cadre d'un mandat du client, à condition que ces portefeuilles contiennent un ou plusieurs instruments financiers*.⁶³¹ Par gestion, on entend l'investissement et le contrôle continus des actifs. Cela suggère une certaine permanence sur la ligne du temps. La gestion des investissements sur une base individuelle sépare la gestion de portefeuille de la gestion collective de portefeuille ou de la gestion d'actifs (fonds). Une autre caractéristique de la gestion de portefeuille est que la procuration du client stipule nécessairement aussi la discrétion dans la gestion des actifs, ce qui pose la limite de l'exécution non discrétionnaire des ordres pour le compte des clients. Il⁶³² convient de noter à cet égard que les instructions individuelles ou les directives d'investissement ne sont pas préjudiciables à la gestion du portefeuille.⁶³³ 340

Si une plate-forme logicielle ne fait que créer un accès techniquement traité à un réseau décentralisé déjà public, cela n'inclut pas la gestion de portefeuille (individuel) conformément à l'annexe 2, section A, paragraphe 1, point 4 de la loi sur les banques. 341

342

⁶³¹ Article 4, paragraphe 1, alinéa 2 de la LCA.

⁶³² Annexe 2, section A, paragraphe 1, n° 2 de la loi bancaire.

⁶³³ Seggermann in Brandl/Saria, 2ème édition, 2018, § 1 Rz 26 mwN.

Le conseil en investissement constitue "*la fourniture de recommandations personnelles à un client, soit à sa demande, soit à l'initiative d'une société de gestion de portefeuille, concernant une ou plusieurs transactions sur des instruments financiers*".⁶³⁴

343 Le conseil en investissement est divisé en deux rayons d'action : le conseil sur des instruments financiers spécifiques et la structuration d'actifs par le biais de conseils liés à un portefeuille spécifique. Ainsi, le conseil en investissement couvre toutes les informations et évaluations ainsi que les attentes concernant les instruments financiers, mais aussi le conseil sur des opérations de trading spécifiques pour promouvoir un portefeuille. Le conseil en investissement nécessite une recommandation individualisée et personnelle. Les informations générales sur les instruments financiers ou les attentes générales du marché ne sont généralement pas considérées comme des conseils en investissement, car la situation personnelle d'un investisseur doit toujours être prise en compte lors de la fourniture de conseils en investissement. À cet égard, le conseil en investissement concerne certains instruments financiers ou certaines transactions commerciales, qui doivent être adaptés à la situation respective d'un client de manière appropriée, le conseil en investissement indiquant une individualisation. Sinon, il peut exister une recommandation d'investissement, qui représente un service auxiliaire.⁶³⁵

344 En ce qui concerne une interface sur un DEX, selon la conception spécifique, le conseil en investissement échouera régulièrement en raison de l'individualisation, car seules des informations générales accessibles au public sont affichées sur les différents types d'instruments financiers

⁶³⁴ Article 4, paragraphe 1, point 3, de la LCA.

⁶³⁵ *Seggermann in Brandl/Saria*, 2e édition, 2018, § 1 Rz 28 et suivants.

symbolisés, ce qui exclut l'applicabilité de l'annexe 2, section A, paragraphe 1, point 5 de la loi sur les banques.⁶³⁶

Outre ces commentaires sur le conseil en investissement, il convient d'examiner plus en détail le service auxiliaire de la recommandation d'investissement concernant les transactions avec des instruments financiers ou des titres et l'analyse financière conformément à l'annexe 2, section B n° 5 de la loi sur les banques.⁶³⁷ 345

En Autriche, la définition des recommandations d'investissement a été complétée par les termes "production", "diffusion" ou "transmission". Toutefois, il s'agit simplement d'une spécification linguistique du contenu de la norme afin de préciser qu'elle empêche toute forme de communication relative aux instruments financiers de constituer une recommandation d'investissement au sens d'un service auxiliaire.⁶³⁸ 346

La préparation d'une recommandation d'investissement signifie qu'elle a été élaborée ou considérablement modifiée. La diffusion fait référence à la fourniture prévue ou effective d'une recommandation d'investissement à un nombre de personnes inférieur à la définition publique. Le dernier des trois critères, la diffusion, fait référence à la communication 347

⁶³⁶ Selon le considérant 79 de la directive 2006/73/CE (MIF-DRL), les conseils relatifs aux instruments financiers donnés dans les journaux, magazines, revues ou autres médias touchant un large public, tels qu'Internet, la télévision ou la radio, ne sont pas considérés comme une recommandation personnalisée comme l'exige le conseil en investissement, ELI : <http://data.europa.eu/eli/dir/2006/73/oj>.

⁶³⁷ Article 3, paragraphe 1, point b), paragraphe 1, de la loi sur les véhicules à moteur (VVG).

⁶³⁸ *Seggermann* in *Brandl/Saria*, WAG, 2ème édition § 1 Rz 49.

de toute nature par laquelle des informations de tiers sont mises à la disposition d'un tiers.⁶³⁹

348 Là encore, ces trois critères devront être exclus pour une interface vers un DEX, sur lequel des instruments financiers symboliques peuvent être négociés, selon la conception concrète. Cette création est à annuler, puisqu'une offre est déjà inscrite sur le DEX lui-même et qu'une image de cette information d'offre ne peut constituer en soi la création d'une recommandation d'investissement sans autre modification du contenu ou une recommandation concrète. Si aucune recommandation d'investissement n'est disponible, elle ne peut pas être distribuée ou transmise du tout, bien que cela soit impossible dans le cas d'une information qui est publique en soi. À cet égard, une recommandation d'investissement en vertu de l'annexe 2, section B n° 5 de la loi sur les banques sera également régulièrement exclue.

2.5.3 Conclusion Frontend et Backend d'un DEX, Market Making et SI

349 Un DEX est une plateforme de négociation décentralisée sur laquelle les ordres relatifs à des instruments financiers symboliques sont placés, conclus et exécutés en mode "peer-to-peer" sur la chaîne de blocs. Le carnet d'ordres, y compris la garde, l'appariement et le règlement, est régulièrement exécuté en chaîne - généralement de manière entièrement automatisée au moyen de contrats intelligents.

350 Sur cette base, un DEX est un système de négociation d'instruments financiers et fournit un ensemble concret de règles selon lesquelles les instruments financiers symbolisés peuvent être négociés. Toutefois, un

⁶³⁹ *Seggermann in Brandl/Saria, WAG, 2ème édition § 1 Rz 49.*

DEX ne doit pas être classé comme une plateforme de négociation organisée comme un MTF ou un OTF, car la nature décentralisée d'une telle plateforme de négociation signifie qu'il n'y a pas d'entité juridique capable de réglementer, c'est-à-dire un opérateur. En outre, il n'y a souvent que des échanges bilatéraux et non multilatéraux sur un DEX ; l'intermédiaire, par ailleurs sans risque, est remplacé par une entité technologique. Par conséquent, un DEX ne doit pas être considéré comme un lieu de négociation soumis à autorisation.

Bien qu'un tel DEX représente techniquement le backend, il existe également des interfaces logicielles ou des interfaces qui représentent un frontend à un DEX et permettent d'accéder aux informations de celui-ci. En général, une telle interface permet à l'utilisateur de visualiser sous forme graphique les informations accessibles au public concernant les jetons et les commandes sur un DEX. Ces interfaces sont souvent appelées tableaux d'affichage ou babillards et représentent un système d'information, qui peut constituer un service technique non réglementé, même si des jetons représentant des instruments financiers sont négociés sur le DEX. Il est essentiel que la conclusion et l'exécution du contrat se fassent directement sur le DEX et non sur l'interface.⁶⁴⁰ 351

⁶⁴⁰ Si une interface logicielle ne permet que la visualisation et la communication d'offres de transaction via des jetons spécifiques sur une chaîne de blocs, aucune activité nécessitant une licence n'est exercée en vertu du droit liechtensteinois ; cela ne s'applique pas non plus si de nouveaux ordres d'achat ou de vente peuvent être passés directement sur la chaîne de blocs via une telle interface - à condition que l'opérateur d'une telle plate-forme d'information ne participe pas à l'appariement, à la compensation et au règlement des intérêts d'achat ou de vente correspondants. Le fonctionnement d'un système qui n'est

352 Toutefois, la question se pose notamment de savoir si l'opérateur d'une telle interface effectue un courtage commercial en rapport avec des instruments financiers symboliques. Si, toutefois, une plate-forme d'information est conçue de telle sorte que seul un traitement graphique des informations accessibles au public relatives aux jetons et aux ordres via des jetons⁶⁴¹ représentant des instruments financiers est effectué, un tel front-end n'est pas une condition sine qua non pour mettre à disposition les détails concrets des transactions ; sur la base des informations accessibles au public, une conclusion est également possible sans un tel système d'information et aucune transaction concrète n'est négociée.

2.5.4 TVTG et DEX

353 Dans le Journal officiel du budget fédéral 2019/54 (BuA) sur la TVTG, les échanges décentralisés (DEX) sont mentionnés en rapport avec les modifications du DDA.⁶⁴² L'article 2, paragraphe 1, lit zquater, du SPG tel que modifié en 2019/54 et lit zter tel que modifié en 2019/93 couvre les opérateurs de plateformes de négociation de devises et de jetons virtuels dans le cadre du TVTG. Elle ne couvre pas explicitement les opérateurs d'interfaces qui facilitent l'utilisation d'un DEX pour les profanes techniques en affichant des informations sur certains jetons et des

pas conçu pour regrouper les intérêts des utilisateurs selon des règles spécifiques et prédéfinies, mais qui est simplement conçu comme un fournisseur d'informations techniques et de services pour les personnes intéressées par la négociation d'instruments financiers - c'est-à-dire comme une interface de pure information - et l'interface ne permet donc que de nommer les personnes intéressées par l'achat ou la vente d'instruments financiers, n'est pas réglementé par la législation sur les marchés financiers.

⁶⁴¹ Habituellement, les opérateurs d'interface offrent également la possibilité à un utilisateur de créer de nouvelles commandes directement sur le DEX.

⁶⁴² BuA 2019/54, p 305.

offres relatives à ces jetons sous forme graphique sur un site web (billards). Il ne fait aucun doute que cette disposition du DDA est destinée à être une disposition fourre-tout. Les conséquences juridiques dans la pratique restent à voir, mais cette disposition semble représenter un droit mort avant même l'entrée en vigueur du TVTG.

En effet, on ne sait toujours pas quels faits doivent être couverts en définitive. L'échange de monnaie ayant cours légal contre des jetons, ainsi que de jetons contre d'autres jetons, est déjà couvert par le prestataire de services d'échange de TV conformément à l'article 2, paragraphe 1 lit r TVTG.⁶⁴³ Le Bulletin Board n'est explicitement pas couvert par les dispositions de l'art. 2, al. 1, lit. zquater, de la loi sur la protection des consommateurs telle que modifiée par le décret 2019/54 ou de l'art. 2, al. 1, lit. zter, du décret 2019/93, mais peut être couvert par le rôle de fournisseur de services de prix de TC conformément à l'art. 2, al. 1, lit. t TVTG tel que modifié par le décret 2019/54 ou à l'art. 2, al. 1, lit. s TVTG tel que modifié par le décret 2019/93. 354

Le fournisseur de services de tarification du TC publie des informations agrégées sur les prix actuels des jetons. Le gouvernement fait référence à un opérateur de plate-forme dont la plate-forme fonctionne comme un tableau d'affichage, et déclare qu'ils doivent parfois faire appel à des fournisseurs de services de prix ou d'échange de TC.⁶⁴⁴ Les fournisseurs de services de prix de TC sont donc en partie comparables aux services 355

⁶⁴³ IdF BuA 2019/54.

⁶⁴⁴ BuA 2019/54, p 162.

de fourniture de données prévus par la MiFID II et la MiFIR.⁶⁴⁵ Toutefois, un tableau d'affichage ou un panneau d'affichage accédant à un DEX ne doit pas nécessairement être enregistré comme fournisseur de services de prix de TC. Un tel tableau d'affichage ou babillard fournit aux utilisateurs de systèmes de FP des informations agrégées sur les prix, c'est-à-dire le prix moyen de vente ou d'achat des "*transactions conclues sur un système de FP en ce qui concerne les jetons*" sur la⁶⁴⁶ base des offres d'achat et de vente ou des transactions conclues.

356 Toutefois, un tableau d'affichage reflète principalement les informations de la chaîne de blocs relatives à des jetons spécifiques et à des commandes spécifiques et ne contient pas d'informations agrégées sur les prix au sens des prix moyens des transactions conclues sur un système de VT. Si seules des informations sur des offres spécifiques d'un DEX sont affichées, aucun prix moyen et donc aucune information agrégée sur les prix n'est fournie. Il va sans dire qu'un opérateur de tableau d'affichage est libre d'offrir également de tels services et devrait donc enregistrer un tel service auprès de la FMA en tant que fournisseur de services de prix de TC.⁶⁴⁷

357 Pour en revenir aux opérateurs d'une plateforme de négociation de monnaies ou de jetons virtuels selon l'art. 2 al. 1 lit zquater LPS tel que modifié par la LPS 2019/54 ou lit zter tel que modifié par la LPS 2019/93, il faut noter que même si cet opérateur ne change pas les jetons par rapport à son propre livre, mais les obtient de tiers, par exemple par ordre,

⁶⁴⁵ Voir le chapitre II.2.5.6.

⁶⁴⁶ BuA 2019/54, p 162.

⁶⁴⁷ Art 2 al. 1 lit k et lit t en relation avec l'art. 11 al. 1 et art. 12 al. 1 en relation avec l'art. 23 TVTG tel que modifié par le BuA 2019/54.

une telle situation⁶⁴⁸ est enregistrée par le dépositaire de jetons ou de clés de TC, car un tel acteur détiendra nécessairement le jeton ou la clé de TC ⁶⁴⁹pendant au moins une seconde légale lors de l'exécution de la transaction correspondante. Toutefois, ce sont précisément ces domaines d'activité que l'article 2, paragraphe 1, lit zquater de la loi sur le développement durable, tel que modifié par la loi 2019/54 et lit zter, tel que modifié par la loi 2019/93, devrait couvrir, selon le rapport et la proposition. Cela semble redondant, car les prestataires de services de VT soumis à l'enregistrement, qui couvrent exactement les modèles d'entreprise décrits ci-dessus, sont soumis à une diligence raisonnable conformément à l'article 2, paragraphe 1, points l et n à r de la TVTG telle que modifiée par le Journal officiel fédéral 2019/54 ou aux points k et m à q de la TVTG telle que modifiée par le Journal officiel fédéral 2019/93. Il⁶⁵⁰ n'est pas clair, même à la lumière du jour, quelle autre activité pourrait être envisagée, car il est également indiqué que l'activité d'un opérateur de plateforme de négociation de monnaies ou de jetons virtuels doit aller au-delà d'une simple activité de courtage sans aucune implication dans les flux de paiement.⁶⁵¹

⁶⁴⁸ Art. 2, par. 1, lit n et o, de la loi sur la télévision et les télécommunications (TVTG), telle que modifiée par le BuA 2019/54.

⁶⁴⁹ Cf. les commentaires sur les crypto-échanges dans le cadre du fournisseur de services d'échange de VT dans le BuA 2019/54, p. 158 et suivantes, en particulier p. 160 dernier paragraphe.

⁶⁵⁰ En d'autres termes, les dépositaires de jetons de TC, les dépositaires de clés de TC et les prestataires de services d'échange de TC (cf. art. 3 al. 1 lit r DDA tel que modifié par 2019/93).

⁶⁵¹ Les déclarations du BuA 2019/54 S 304, sur l'attribution d'un Smart Contract à l'opérateur de la plate-forme de négociation, ne sont pas non plus convaincantes, car cela ne crée régulièrement aucun contrôle technique ou influence sur

2.5.5 Tableau d'affichage des conclusions et DEX comme fournisseur de services de prix de TC ?

358 Le gouvernement déclare dans le BuA 2019/54, page 160, que les opérateurs d'interfaces ou de systèmes d'information qui accèdent à un DEX et présentent des informations sur les jetons ou les commandes qui y sont répertoriés sous forme traitée fournissent des informations agrégées sur les prix. Bien que cela puisse être le cas, ce n'est pas obligatoire. Un opérateur d'un tel tableau d'affichage, qui obtient et reflète les informations publiques d'un DEX, fournit des informations de la chaîne de blocs concernant des jetons spécifiques et des commandes spécifiques qui peuvent être conclus bilatéralement. Cette procédure ne constitue pas la fourniture d'informations agrégées sur les prix au sens de prix moyens des transactions conclues sur un système de TV, mais reflète les prix concrets d'offres concrètes de vente ou d'achat. Toutefois, si non seulement les informations (de prix) sur des offres spécifiques sont traitées graphiquement sur un DEX, mais que les prix moyens sont effectivement affichés, un prestataire de services de TC peut être disponible, qui doit être enregistré auprès de l'ADF.

359 Le SPG tel que modifié par le BuA 2019/54 couvre les opérateurs de plateformes de négociation de devises ou de jetons virtuels conformément au TVTG en tant que personnes soumises à une diligence raisonnable. Même si cela ne doit être considéré que comme un simple fourre-tout, il n'est pas clair quels rôles doivent être subsumés dans ce cadre. Les personnes qui exploitent des plates-formes commerciales permettant d'échanger des monnaies virtuelles contre des monnaies ayant

le traitement des transactions, un Smart Contract représentant une structure autonome dans une chaîne de blocs décentralisée, qui peut être contrôlée par n'importe qui.

cours légal, d'autres monnaies virtuelles ou des jetons doivent être couvertes. L'activité d'échange contre leur propre livre est déjà couverte par l'activité d'un prestataire de services d'échange de TC. Si les jetons sont achetés ou vendus dans le cadre d'un accord de procuration, le gouvernement lui-même déclare qu'il est légalement supposé que les jetons ou les clés privées sont détenus ou gérés par le contractant pendant au moins une seconde légale, ⁶⁵²est pourquoi cette activité est couverte par le dépôt de jetons ou de clés de VT. Par conséquent, il semble qu'il reste peu de place pour l'opérateur de plateformes de négociation de devises ou de jetons virtuels. La terminologie "plate-forme commerciale" suggérerait des transactions conçues de manière multilatérale, mais la loi stipule que l'activité doit aller *"au-delà d'une simple activité intermédiaire sans implication dans les flux de paiement"*. Si, ⁶⁵³ toutefois, des opérations en contrepartie sont effectuées, l'opérateur d'une telle plate-forme agit d'une part contre son propre livre et, d'autre part, exécute les ordres des clients. Dans ce cas également, il est garanti qu'un seul fournisseur de services de TV peut effectuer de telles transactions. À cet égard, l'importance pratique de cette disposition dans le DDA semble être gérable.

2.5.6 Services de fourniture de données et tableaux d'affichage

Outre les entreprises d'investissement et les marchés réglementés, la MiFID II prévoit également des services de fourniture de données ⁶⁵⁴ qui 360

⁶⁵² BuA 2019/54, p 160.

⁶⁵³ Art. 2, al. 1, let. z quater, LPS, tel que modifié par le BuA 2019/54.

⁶⁵⁴ Les frais d'octroi d'une licence pour un service de fourniture de données auprès de la FMA s'élèvent à 30 000,00 CHF (annexe 1 section A n° 1 lit q à la

doivent être affectés au segment de déclaration (fournisseurs de services de déclaration de données). La⁶⁵⁵ MiFID II prévoit des systèmes de publication agréés⁶⁵⁶, des fournisseurs de téléscrip-teurs de données consolidées⁶⁵⁷ et des mécanismes de déclaration agréés.⁶⁵⁸ Ces services de fourniture de données sont essentiellement différenciés entre la déclaration des transactions et la déclaration des échanges commerciaux. Dans le cadre de la déclaration des transactions, les informations relatives aux transactions sur les instruments financiers sont transmises à l'autorité de surveillance nationale afin de permettre la surveillance du marché et de détecter à un stade précoce les irrégularités ou les transactions flagrantes.⁶⁵⁹ Trade Reporting, en revanche, publie des informations sur les opérations sur titres et les met ainsi à la disposition des autres acteurs du marché.⁶⁶⁰ Cette mesure vise à contrecarrer une distribution asymétrique de l'information et à permettre de trouver le meilleur lieu de négociation pour l'exécution des ordres.

361

FMA). La taxe annuelle de surveillance est de 20 000,00 CHF au minimum et de 150 000,00 CHF au maximum (annexe 2, titre I, section I de l'ADF).

⁶⁵⁵ Art 4 (1) n° 63 MiFID II ; Art 3a (1) Z 46 à 49 de la loi bancaire.

⁶⁵⁶ Arrangement de publication approuvé ou APP ; Art 4 Abs 1 Nr 52 MiFID II.

⁶⁵⁷ Fournisseur de bande magnétique consolidée ou CTP ; article 4 (1) n° 53 MiFID II. Si l'on compare la version anglaise avec la version allemande de la MIF II, on constate qu'il y avait une erreur de traduction dans la disposition citée. Les APA (systèmes de publication approuvés) ont été incorrectement traduits ici par "APS".

⁶⁵⁸ Mécanisme de notification approuvé ou MRA ; Art 4 Abs 1 Nr 54 MiFID II.

⁶⁵⁹ Communication des détails des transactions aux autorités compétentes (aspect de la déclaration).

⁶⁶⁰ Publication d'informations commerciales (aspect publicitaire).

La procédure d'autorisation est la même pour tous les services de fourniture de données.⁶⁶¹ Un APA est obligatoire pour les entreprises d'investissement et les internalisateurs systématiques qui exécutent des transactions sur des instruments financiers négociés sur des plateformes de négociation pour leur propre compte ou pour le compte de clients. En vertu des articles 20 et 21 de la MiFIR, il est obligatoire de publier le volume, le prix et le moment de la conclusion des transactions sur certains instruments financiers dans le cadre de la transparence des transactions. Un fournisseur de logiciels qui offre une interface avec un DEX sur lequel des jetons de sécurité sont également négociés, publie des informations sur les transactions relatives aux instruments financiers, mais pas celles des banques, des entreprises d'investissement ou des sociétés de gestion d'actifs, à condition que ces informations soient traitées et affichées par la chaîne de blocs. Tout au plus, cela serait concevable si un internalisateur systématique apparaissait sur un DEX. Dans un tel cas, cependant, l'internalisateur devra s'assurer qu'il a un lien avec un APP approuvé.

Pour cette raison, un opérateur d'une interface vers un DEX n'est⁶⁶² pas 362 non plus un CTP, car ces données sont consolidées dans un flux de données en direct, par lequel les volumes de données sur les prix et les transactions d'un instrument financier peuvent être récupérés. Toutefois, les informations sur les négociations se réfèrent exclusivement à des données sur des instruments financiers spécifiques sur les marchés ré-

⁶⁶¹ Art 59 et suivants de la MiFID II.

⁶⁶² Voir le chapitre II.2.5 tableaux d'affichage ou un tableau d'affichage basé sur un logiciel.

glementés, les MTF, les OTF et les systèmes de publication approuvés.⁶⁶³ Une bourse décentralisée, sur laquelle des jetons représentant des instruments financiers sont parfois négociés, ne constitue pas une telle place de négociation ou un tel service de fourniture de données. C'est pourquoi la disposition sur le CTP n'est pas non plus pertinente pour un tel tableau d'affichage ou une plate-forme d'information qui accède à un DEX basé sur une chaîne de blocs.

- 363 Un tel prestataire de services d'une interface vers un DEX n'est pas tenu de faire rapport à l'autorité nationale de surveillance ou à l'AEMF et ne peut donc pas constituer un MRA.

2.6 Considérations relatives au prospectus

- 364 La loi liechtensteinoise sur les prospectus de valeurs mobilières (WPPG) a transposé⁶⁶⁴ en droit national au 21.07.2019 la directive sur les prospectus⁶⁶⁵ relative à l'établissement d'un prospectus pour l'offre au public de valeurs mobilières⁶⁶⁶ ou pour leur admission à la négociation sur un marché réglementé.⁶⁶⁷ Depuis le 21.07.2019, l'ordonnance sur les prospectus est⁶⁶⁸ également directement applicable dans l'EEE et donc pour le Liechtenstein dans son intégralité et remplace la directive

⁶⁶³ À l'article 4, paragraphe 1, n° 53 de la MIF II, traduit à tort par "SPG".

⁶⁶⁴ LGBl 2007.196 ; à tort et probablement en raison d'une erreur rédactionnelle, l'article 1a (2) lit b BankV fait toujours référence à la WPPG au lieu du règlement sur les prospectus 2017/1129 et de la WPPDG de l'EEE.

⁶⁶⁵ Directive 2003/71/UE, ELI : <http://data.europa.eu/eli/dir/2003/71/oj>.

⁶⁶⁶ Le terme "valeurs mobilières" désigne en particulier les valeurs mobilières et donc les instruments financiers au sens de l'annexe 2, section C, de la loi sur les banques ; cf. art. 3 al. 1 lit a WPPG, LGBl 2007.196.

⁶⁶⁷ Article 2(1) WPPG, LGBl 2007.196.

⁶⁶⁸ Règlement 2017/1129, ELI : <http://data.europa.eu/eli/reg/2017/1129/oj>.

sur les prospectus.⁶⁶⁹ La mise en œuvre a eu lieu dans la loi d'application de l'EEE sur les prospectus de valeurs mobilières.⁶⁷⁰ Outre le fait qu'il facilite la rédaction des prospectus, le règlement porte principalement sur les exceptions à la rédaction d'un prospectus. Les émissions dont l'équivalent total est inférieur à 1 million d'euros sur une période de douze mois ne peuvent pas nécessiter de prospectus dans un État de l'UE ou de l'EEE. Le Liechtenstein fait usage de cette possibilité - offerte par le règlement - et fixe le seuil national en dessous duquel aucun prospectus n'est requis à 8 millions d'euros dans une période de 12 mois.⁶⁷¹

2.6.1 Définition des valeurs mobilières et de l'offre publique

Conformément à l'article 1, paragraphe 1, en liaison avec l'article 3, paragraphe 1, du règlement sur les prospectus, un prospectus de valeurs mobilières doit être établi en vue de l'offre au public de valeurs mobilières et de leur admission à la négociation sur un marché réglementé de l'UE ou de l'EEE. En vertu de l'article 2 du règlement sur les prospectus, les valeurs mobilières sont des valeurs mobilières au sens de

365

⁶⁶⁹ Décision du Comité mixte de l'EEE/Décision du Comité mixte (JCD) 84/2019 du 29.03.2019 ; cf. BuA 2019/36, p. 6 ; notez également les deux règlements délégués sur le règlement sur les prospectus EU/2019/979, ELI : http://data.europa.eu/eli/reg_del/2019/980/oj et EU/2019/980, ELI : <http://data.europa.eu/eli/reg/2019/979/oj>.

⁶⁷⁰ EEE SPA, LGBI 2019.159.

⁶⁷¹ BuA 2019/36, p. 8 ; article 3, point b), de la ZPS de l'EEE.

l'article 4, paragraphe 1, n° 44 de la MiFID II.⁶⁷² L'accord EEE du Liechtenstein (SESTA) et le règlement sur les prospectus, ainsi que l'ancien CMM autrichien⁶⁷³ et le CMM 2019,⁶⁷⁴ ne couvrent pas les invitations à soumettre des offres (*invitatio ad offerendum*).⁶⁷⁵

366 Pour des raisons de protection des investisseurs, la notion de valeur mobilière doit être interprétée au sens large. Il⁶⁷⁶ est essentiel qu'⁶⁷⁷ils

⁶⁷² À l'exception des instruments de paiement ou du marché monétaire conformément à l'article 4 (1) n° 17 de la MiFID II dont l'échéance est inférieure à 12 mois. Cf. les instruments financiers de l'annexe 2, section C n° 1 de la BankG.

⁶⁷³ § 1 al. 1 n° 1 KMG BGBl. n° 625/1991 dans sa version modifiée le 02.01.2018.

⁶⁷⁴ Journal officiel fédéral I n° 62/2019 ; article 1 (1) n° 1 de la loi autrichienne sur le marché des capitaux de 2019.

⁶⁷⁵ Cf. *Zivny*, KMG, *Kurzkomentar*, 2ème édition, § 1 Rz 8 mwN, selon lequel l'invitation à faire une offre et les notifications de connaissance, dans lesquelles une intention de vente est immanente, peuvent également être couvertes par le concept d'offre publique, mais ceci doit être exclu en référence à la phrase légale "invitation à souscrire", les conditions concrètes de souscription sont également requises pour la souscription. L'existence d'une intention concrète de vendre comme critère suffisant pour une offre publique a été évaluée de manière critique et rejetée dans la doctrine autrichienne dominante. Un investisseur potentiel doit recevoir au moins l'*essentialia negotii* dans une notification relative à un titre transférable. Cela est également conforme au libellé de la loi, car sans le contenu contractuel nécessaire, il n'est pas possible de souscrire et donc de ne pas émettre d'invitation à souscrire des valeurs mobilières - cf. à cet égard *Zivny*, KMG, *Kurzkomentar*, 2e édition, § 1 Rz 6 f mwN.

⁶⁷⁶ *Zivny*, KMG, *Kurzkomentar*, 1ère édition, § 1 Rz 40 ; *Zivny*, KMG, *Kurzkomentar*, 2ème édition, § 1 Rz 62 mwN, Rz 65.

⁶⁷⁷ Même sans titrisation, un titre ou un droit d'inscription en compte au sens des valeurs mobilières peut exister. Cela ressort déjà du fait qu'un prospectus de valeurs mobilières doit également être établi et approuvé par l'autorité de surveillance compétente pour l'admission de valeurs mobilières sur un marché

soient des "certificats" négociables et donc fongibles, émis "en *grand nombre et avec le même contenu*",⁶⁷⁸ afin que les investisseurs acquièrent des droits identiques sans aucune individualisation.⁶⁷⁹

Le terme "valeurs mobilières" dans le règlement sur les prospectus est donc basé sur les trois critères de normalisation, de transférabilité et de négociabilité.⁶⁸⁰ En particulier, les actions nominatives dont la transférabilité est restreinte ne doivent donc pas être classées comme des valeurs mobilières et donc comme des instruments financiers. Ce n'est pas nécessairement le cas des accords de blocage.⁶⁸¹ 367

Une offre publique se caractérise par une communication à un groupe de personnes non défini⁶⁸² - c'est-à-dire le public. Une telle communication peut être faite de n'importe quelle manière et sous n'importe quelle forme, à condition que des informations suffisantes sur les conditions de l'émission et les instruments financiers à émettre soient disponibles pour permettre à un investisseur potentiel de juger en connaissance de cause si les valeurs mobilières concernées doivent être acquises ou 368

réglementé. En effet, l'art. 3 al. 1 CSDR exige que les titres admis à la négociation sur des places de marché - au plus tard à partir de 2023 ou 2025 - soient enregistrés par le biais d'écritures comptables sur le compte de titres. L'utilisation du terme "acte" semble donc imprécise. Pour la dématérialisation, voir *Zivny*, KMG, Kurzkomentar, 2ème édition, § 1 Rz 69 mwN.

⁶⁷⁸ *Zivny*, KMG, bref commentaire, 2e édition, § 1 Rz 61.

⁶⁷⁹ *Zivny*, KMG, bref commentaire, 2e édition, § 1 Rz 61.

⁶⁸⁰ Voir le chapitre II.2.3.1.

⁶⁸¹ *Zivny*, KMG, Kurzkomentar, 2. Auflage, § 1 Rz 70 mwN ; ESMA/2015/1874, Q&A, Prospectus 23ème version mise à jour - 15 décembre 2015, Question 67, S 51 f.

⁶⁸² *Zivny*, KMG, Kurzkomentar, 2e édition, § 1 Rz 18 ; Communication au public.

souscrites (décision d'investissement) ; cela s'applique également au placement de valeurs mobilières par l'intermédiaire d'un intermédiaire financier.⁶⁸³ Il n'y a pas d'exigences particulières concernant la notion de public. Ainsi, selon la BaFin, même une offre qui n'est adressée qu'à un certain groupe de personnes - comme les salariés ou certains groupes professionnels - est équivalente à une offre publique⁶⁸⁴. L'Autriche estime toutefois qu'une notification (accompagnée d'informations suffisantes sur les conditions d'émission) doit être adressée à un groupe de destinataires fondamentalement illimité pour que l'élément public soit respecté.⁶⁸⁵

- 369 L'élément constitutif de l'offre publique est donc, en plus de l'élément du public ou du grand public, une communication qui doit contenir des informations suffisantes sur la question. Le terme "communication" doit déjà être interprété de manière très large par la loi et inclut tout type de communication. Toutefois, l'offre publique doit toujours être basée sur un concept de droit du marché. En conséquence, une offre publique est présumée si les investisseurs potentiels sont abordés de manière ciblée et s'ils sont informés du contenu essentiel du contrat, comme en particulier la partie contractante et l'émetteur, le type de produit financier émis, la durée (le cas échéant), le prix concret et les possibilités de souscription ainsi que l'ISIN⁶⁸⁶, le cas échéant. Si, à la suite de la communication, les investisseurs sont en mesure de souscrire eux-

⁶⁸³ Art 2 lit d du règlement sur les prospectus.

⁶⁸⁴ Voir BaFin, obligation de publier un prospectus, 01.11.2013, modifié en dernier lieu le 05.08.2019, https://www.bafin.de/DE/Aufsicht/Prospekte/Wertpapiere/Prospektpflicht/prospektpflicht_node.html

⁶⁸⁵ *Zivny*, KMG, bref commentaire, 2e édition, § 1 Rz 18.

⁶⁸⁶ Numéro international d'identification des titres.

mêmes aux valeurs mobilières ou de faire une offre de souscription ou de passer un ordre d'achat, il faut considérer qu'il s'agit d'une communication constituant une offre publique.⁶⁸⁷

Cette conception de l'offre publique s'applique également au placement (avec ou sans engagement ferme de prendre livraison) de titres par des tiers. L'⁶⁸⁸obligation d'établir un prospectus de valeurs mobilières s'applique à toute personne qui offre des valeurs mobilières au public en les émettant (émission *nostro* ou émission propre, mais aussi émission *loro* ou émission par un tiers).⁶⁸⁹ La personne qui demande en dernier ressort l'admission de valeurs mobilières à la négociation sur un marché réglementé est également soumise à l'obligation d'établir un prospectus.⁶⁹⁰ 370

Les informations et les entrées de prix dans les systèmes de négociation et d'ordres ainsi que les informations dans les systèmes d'information ou l'activité de teneur de marché ne comptent pas comme une communication au sens d'une offre publique.⁶⁹¹ 371

⁶⁸⁷ *Zivny*, KMG, Kurzkomentar, 2e édition, § 1 Rz 7 ; voir également BuA 2007/38, p. 27.

⁶⁸⁸ Les prestataires d'une offre secondaire sont également inclus.

⁶⁸⁹ Toutefois, la prise ferme (avec engagement ferme) ou le placement (sans engagement ferme) d'instruments financiers constituent des services d'investissement au sens de l'annexe 2, section A, paragraphe 1, n° 6 ou 7 de la loi bancaire.

⁶⁹⁰ Art. 3 par. 3 du règlement sur les prospectus ; il n'est pas nécessaire que ce soit l'émetteur en même temps (par exemple, le chef de file). Cela n'inclut pas l'admission à la négociation d'instruments financiers sur un MTF ou un OTF. Toutefois, l'admission à la négociation sur un MTF ou un OTF constituera régulièrement une offre publique.

⁶⁹¹ *Zivny*, KMG, bref commentaire, 2e édition, § 1 Rz 13.

372 Sous cet aspect, les interfaces logicielles avec un DEX seront⁶⁹² normalement - à condition que seules les informations concernant les jetons ou les ordres sur la chaîne de blocs avec référence aux instruments financiers soient affichées sous une forme traitée - considérées comme un système d'information, ce qui n'entraîne aucune obligation de publier un prospectus. Une telle interface peut donc, comme expliqué, être conçue dans la mesure du possible sans être réglementée par le droit du Liechtenstein. Toutefois, les jetons de sécurité, par lesquels les informations sont affichées en amont, doivent également être introduits en aval, c'est-à-dire dans le DEX de la chaîne de blocs.

373 Cela dépendra de l'activité spécifique. En ce qui concerne l'exécution susmentionnée pour l'activité de teneur de marché, il convient de noter que celle-ci n'entraîne aucune obligation de publier un prospectus. Outre les instruments financiers soumis à des obligations de négociation, les teneurs de marché de gré à gré et les internalisateurs systématiques peuvent agir sur un DEX et conclure des transactions avec des jetons qui représentent des instruments financiers.⁶⁹³ L'apparition bilatérale et la négociation pour compte propre sur un DEX - que cette activité soit exercée par les acteurs du marché financier susmentionnés ou par des sociétés non réglementées⁶⁹⁴ - exclut donc l'existence d'une notification et, par conséquent, d'une offre publique au sens du règlement

⁶⁹² Voir le chapitre II.2.5.

⁶⁹³ Voir le chapitre II.2.4 marge 287 et le chapitre II.2.5, en particulier la note en marge 332.

⁶⁹⁴ Inversement, s'il n'y a pas d'offre publique dans les activités d'un teneur de marché agréé, cela doit également être le cas pour les opérations bilatérales pour compte propre effectuées de manière non continue par des entreprises non réglementées.

sur les prospectus, et aucun prospectus de valeurs mobilières ne doit donc être établi pour cette activité.

En revanche, si aucune transaction relative à des jetons représentant des instruments financiers n'est effectuée pour son propre compte, mais que ces jetons sont offerts sur un DEX, qui est lui-même public,⁶⁹⁵ il est nécessaire d'établir et d'approuver un prospectus de valeurs mobilières,⁶⁹⁶ sauf exception. Cela crée potentiellement le problème qu'une offre publique globale avec un cercle global de destinataires est faite via un DEX, mais qu'il n'y a pas de réglementation transfrontalière correspondante.⁶⁹⁷ Ce problème n'est pas nouveau, mais existe depuis l'avènement d'Internet.⁶⁹⁸ Enfin, en ce qui concerne les instruments financiers symboliques, il faut également tenir compte de l'exigence que les prospectus de valeurs mobilières soient faciles à comprendre.⁶⁹⁹

⁶⁹⁵ Une restriction des destinataires pourrait toutefois être techniquement mise en œuvre directement dans le jeton, ce qui pourrait ensuite exclure le public ou, au mieux, également la transférabilité sur le marché des capitaux.

⁶⁹⁶ La FMA approuve uniquement le prospectus et le prospectus n'est ni approuvé ni autorisé, car la FMA ne vérifie que les formalités du prospectus mais pas son contenu. La taxe perçue par la FMA pour l'approbation d'un prospectus s'élève à 5 000,00 CHF (annexe 1, section C, n° 3 lit a de la loi FMA)

⁶⁹⁷ Théoriquement, du moins, la participation ou l'abonnement pourraient être technologiquement exclus de certaines juridictions.

⁶⁹⁸ Cf. les commentaires de la BaFin, Prospectus obligatoire - situation juridique depuis le 21.07.2019, modifié en dernier lieu le 05.08.2019, Section II, point 4.

⁶⁹⁹ Art. 37 et 40 de l'ordonnance DelVO 2019/980 ; cf. brochure BaFin Examen de la compréhensibilité des prospectus de valeurs mobilières, WA 51-Wp 7115-2019/0099 et brochure BaFin Deuxième lettre d'information sur les exigences en matière de prospectus et d'autorisation dans le cadre de l'émission de jetons dits cryptographiques, WA 51-Wp 7100-2019/0011 et IF 1-AZB 1505-2019/0003.

2.6.2 Exemptions de l'obligation de publier un prospectus

375 Une offre de valeurs mobilières au public n'est pas soumise à l'obligation de publier un prospectus approuvé conformément à l'article 3, paragraphe 1, du règlement sur les prospectus si cette offre n'est pas soumise à une notification conformément à l'article 25 du règlement sur les prospectus,⁷⁰⁰ ou si le montant total d'une offre au public dans l'EEE sur une période de douze mois ne dépasse pas 8 millions d'euros ou l'équivalent en francs suisses.⁷⁰¹ Selon le considérant 13 du règlement sur les prospectus, ce seuil est variable dans la mesure où il peut être fixé entre 1 million et 8 millions d'euros dans les différents États membres de l'UE ou de l'EEE. En dessous d'un équivalent total de 1 million d'euros sur 12 mois en cas d'offre publique dans l'UE ou l'EEE, aucun prospectus n'est requis.⁷⁰²

376 D'autres exceptions à l'obligation de publier un prospectus sont stipulées à l'article 1, paragraphes 2 à 5 du règlement sur les prospectus. Les principales exceptions concernant les offres publiques en vertu de l'article 1, paragraphe 4, du règlement sur les prospectus sont les suivantes :

⁷⁰⁰ C'est le cas, par exemple, des investissements de droit allemand ou des investissements de droit autrichien. En général, il s'agit de titres dont l'offre au public est soumise à une obligation de publication d'informations en vertu du droit national, même si ces titres ne sont pas des valeurs mobilières et donc des instruments financiers au sens de la MiFID II, mais sont uniquement classés comme produits d'investissement par un législateur national.

⁷⁰¹ La limite de 8 millions d'euros en 12 mois s'applique uniquement au Liechtenstein. Dans d'autres juridictions, certaines fiches d'information sur les valeurs mobilières ou un prospectus officiel peuvent être exigés en 12 mois à partir de 1 million d'euros.

⁷⁰² Art. 1 al. 3 du règlement sur les prospectus.

- Une offre publique de valeurs mobilières adressée exclusivement à des investisseurs qualifiés⁷⁰³ (art. 1 al. 4 du règlement sur les prospectus) ;
- Une offre de valeurs mobilières adressée à moins de 150 investisseurs non qualifiés dans chaque État membre (article 1, paragraphe 4, point b), du règlement sur les prospectus) ;
- Une offre de valeurs mobilières avec une dénomination minimale par part ou un investissement minimal de 100.000 EUR (art. 1 par. 4 lit. c et d du règlement sur les prospectus)

Il convient de noter que si l'une de ces exceptions est invoquée, le système de passeport de l'UE ne peut plus être utilisé.⁷⁰⁴

2.6.3 Conclusion Les acteurs sur l'obligation de DEX et de prospectus

L'obligation d'établir un prospectus s'applique en cas d'offre de valeurs mobilières au public (émission *nostro* ou *loro*) ou d'admission de va-

377

⁷⁰³ L'évaluation du caractère professionnel ou non professionnel d'un investisseur doit être effectuée par l'émetteur conformément à l'annexe 1 de l'AMA (annexe II de la MiFID II). En principe, une subdivision est faite entre les contreparties appropriées ou les investisseurs institutionnels, les investisseurs professionnels et les investisseurs non professionnels. Les investisseurs professionnels sont divisés en membres professionnels nés (institutions financières ou intermédiaires financiers) et en membres professionnels élus (investisseurs non professionnels, qui peuvent être traités comme des clients professionnels sur demande s'ils remplissent certains critères ; ce qu'on appelle l'opt-in). Les investisseurs professionnels et même les institutions financières peuvent être traités comme des clients non professionnels en se retirant.

⁷⁰⁴ Voir le considérant 13 du règlement sur les prospectus.

leurs mobilières à la négociation sur un marché réglementé, sauf exception, mais ne couvre pas l'admission à la négociation sur un MTF ou un OTF. L'offre au public doit être faite par le biais d'un avis au public.

- 378 Par exemple, les informations et les entrées de prix dans les systèmes de négociation et d'ordres, les données dans les systèmes d'information ou l'activité d'un teneur de marché ne sont pas considérées comme des informations qui seraient nécessaires pour une offre publique.
- 379 Les systèmes d'information (front-end), qui traitent et reproduisent les informations d'un DEX (back-end) en relation avec des jetons et des ordres individuels via des jetons, qui représentent parfois des instruments financiers, ne déclenchent pas d'obligation de prospectus en raison de l'absence d'offre publique de valeurs mobilières. Toutefois, la question est plutôt de savoir comment de tels jetons de sécurité peuvent être introduits dans un DEX et si une offre publique a déjà été faite. Si tel est le cas, le problème est que, sauf impossibilité technique, une émission globale est faite via le DEX, mais il n'existe pas de réglementation globale sur les offres publiques d'instruments financiers et les prospectus de valeurs mobilières.
- 380 Dans le cas d'un placement de valeurs mobilières (sous forme de jetons) sur un DEX, toutefois, à condition que les essentialia negotii soient communiquées et qu'aucune circonstance exceptionnelle ne s'applique, une offre publique sera vue et un prospectus est donc requis.
- 381 Sur un DEX sur lequel sont négociés des jetons de sécurité, les teneurs de marché (OTC) et les internalisateurs systématiques peuvent en principe agir comme des acteurs du marché financier. Comme expliqué ci-dessus, leurs activités ne constituent pas une offre publique et n'entraînent donc pas d'obligation de prospectus, car elles assurent la liquidité

du marché des capitaux en effectuant de manière continue ou systématique et dans une large mesure des opérations pour compte propre sur des instruments financiers. Toutefois, ces échanges bilatéraux contre leur propre livre ou en leur nom et pour leur propre compte ne constituent pas une communication au public des conditions des offres d'instruments financiers. Les obligations de négociation applicables aux entreprises d'investissement en ce qui concerne les titres de participation et certains instruments dérivés en vertu des articles 23 et 28 de la MiFIR doivent être prises en compte.

2.7 Pièces d'écurie et monnaie électronique

Le terme "monnaie stable" n'est pas une définition juridique, mais les monnaies stables se caractérisent par le fait qu'elles sont liées à différents actifs ("asset-backed" ; "currency-pegged") et sont largement soustraites à la volatilité par ces valeurs déposées. C'est précisément en liant ces pièces ou jetons à des monnaies légales qu'ils remplissent parfois une fonction de représentant en espèces. Dans ce contexte, la question se pose toujours de savoir si les pièces stables constituent de la monnaie électronique.⁷⁰⁵ 382

Outre la monnaie électronique, les pièces d'écurie peuvent également être des dérivés (de marchandises), selon leur forme spécifique. Un exemple concevable serait un jeton basé sur le prix de l'or. Dans ce cas, comme il est d'usage pour les contrats dérivés, le moment de la conclusion du contrat qui est pertinent pour le prix et le moment de l'exécu- 383

⁷⁰⁵ Voir le chapitre II.2.2.2.

tion ou de la réalisation du contrat qui est pertinent pour la valeur seraient différents et la valeur serait dérivée de l'actif sous-jacent (prix de l'or).⁷⁰⁶

384 Il serait également concevable qu'une demande in rem au sens de la demande de restitution soit représentée de manière symbolique comme une sortie du titre complet équivalent à un document de biens civils ou commerciaux.⁷⁰⁷ Pour rester dans l'exemple de l'or, la demande (in rem) de restitution d'une pièce d'or spécifique (au sens d'une dette spéciale) pourrait être symbolique. Un tel jeton ne serait pas enregistré en tant qu'instrument financier en vertu du droit de surveillance du Liechtenstein.⁷⁰⁸

385 Enfin, pour en revenir à la monnaie électronique, il convient de souligner que seuls des frais très limités peuvent être prélevés lors du remboursement de la monnaie électronique.⁷⁰⁹ En principe, à la demande d'un client et d'un détenteur de monnaie électronique, le montant correspondant de la monnaie électronique détenue par le client doit être remboursé à tout moment (composante omnitemporale) à la valeur no-

⁷⁰⁶ Cf. les commentaires du chapitre II.2.3.3 concernant les opérations sur produits dérivés ; cf. également, sur la symbolisation du droit de propriété de la propriété, le titre I. Chapitre I.1.2, qui ne constitue pas un instrument financier.

⁷⁰⁷ En raison de la dématérialisation et donc de l'absence de l'élément de corporeité, il s'agit probablement d'un "droit des marchandises" ou d'un droit de propriété de nature réelle.

⁷⁰⁸ Cf. plus loin le Titre I. Chapitre I.1.2, selon lequel une "quasi-standardisation" peut néanmoins être réalisée, par exemple au moyen d'un accord de conservation.

⁷⁰⁹ Par exemple, sous forme de redevances ou d'autres avantages ; article 44 ECG.

minale. En outre, les conditions de rachat, y compris les éventuelles demandes de rémunération, doivent être clairement et clairement définies dans le contrat.⁷¹⁰

2.7.1 Loi sur la monnaie électronique - champ d'application

Le champ d'application de la loi sur la monnaie électronique (EGG) s'étend à l'émission commerciale de monnaie électronique par les émetteurs de monnaie électronique.⁷¹¹ Les émetteurs de monnaie électronique sont notamment les établissements de crédit et de monnaie électronique.⁷¹² Cela comprend les établissements de crédit au sens de la directive CRD IV,⁷¹³ y compris les succursales de sociétés de pays tiers au sein de l'Union européenne - conformément au droit national respectif⁷¹⁴ - ainsi que les entités juridiques dites exonérées (telles que les

386

⁷¹⁰ Considérant 18 de la directive sur la monnaie électronique ; voir également le II.2.7.6 plus amples informations.

⁷¹¹ Article 2 (1) du traité CE ; article 1 (1) de la directive sur la monnaie électronique 2009/110/CE, ELI ; <http://data.europa.eu/eli/dir/2009/110/oj>.

⁷¹² Article 3, paragraphe 1, point c), du traité CE ; le capital minimal des établissements de monnaie électronique est de 350 000,00 euros ou l'équivalent en CHF (article 8, paragraphe 2, du traité CE) La redevance d'agrément perçue par la FMA pour les établissements de monnaie électronique est de 30 000,00 CHF conformément à l'annexe 1, section A, n° 1, lit. g de la loi FMA. Les frais de surveillance des établissements de monnaie électronique s'élèvent à 20 000,00 CHF au minimum et 120 000,00 CHF au maximum par an (annexe 2, partie I, section C, n° 1 et 5 du FMAA.

⁷¹³ La référence originale se réfère à la réglementation précédente de la CRD IV, Directive 2006/48/CE, ELI ; <http://data.europa.eu/eli/dir/2006/48/oj> ; cf. art. 1 (1) (a) de la Directive sur la monnaie électronique.

⁷¹⁴ Art 1 (1) (a) de la directive sur la monnaie électronique, en liaison avec l'article 38 et l'article 4 (3) de la directive sur la monnaie électronique III.

établissements de monnaie électronique spéciaux conformément à l'article 30 de la loi sur la monnaie électronique).⁷¹⁵ Contrairement à l'Autriche, les autres activités d'un établissement de monnaie électronique au sens de l'article 5, paragraphe 2, du traité CE ne doivent pas être explicitement couvertes par la FMA du Liechtenstein dans l'interdiction administrative d'agrément.⁷¹⁶

- 387 Les établissements de monnaie électronique, ainsi que leurs homologues des pays tiers, sont également considérés comme des émetteurs de monnaie électronique au sens de la directive sur la monnaie électronique.⁷¹⁷ Il convient de noter que les entités de pays tiers doivent être

⁷¹⁵ Cf. l'article 2, n° 3, en liaison avec l'article 1, paragraphe 3, de la directive sur la monnaie électronique. Le règlement sur les succursales de sociétés domiciliées dans des pays tiers a été abrogé tant dans le traité CE (art. 28 de la loi sur les sociétés européennes) que dans la loi sur les banques (art. 30p à 30r de la loi sur les banques). Cette disposition vise à préciser que les succursales d'États tiers au Liechtenstein doivent être soumises à une subjectivité juridique indépendante (contrairement aux succursales) et à une autorisation. Cf. BuA 2018/98, p. 83 et suivantes.

⁷¹⁶ Cf. §3, paragraphe 3 öEGG *"En outre, les établissements de monnaie électronique peuvent exercer les activités suivantes, pour autant que leur agrément les y autorise :"* Miczajka, Nécessité et portée de la licence dans *Vonkilch* (éd.), Commentaire de la loi sur la monnaie électronique 2010, p 70 (p 73 f) ; en outre, d'autres activités commerciales peuvent également être exercées (art. 5 al. 2 lit. e EGG ; § 3 al. 3 n° 5 öEGG ; art. 6 al. 1 lit. e de la directive sur la monnaie électronique) - la manière dont cela doit fonctionner dans la pratique reste incertaine - *ibid*, p 70 (p 77). Il serait concevable de mettre en œuvre cette mesure par le biais d'une stricte séparation organisationnelle similaire à celle d'une entreprise d'investissement exploitant un MTF par lequel des jetons de titres représentant des instruments financiers peuvent être négociés et qui offre également la négociation de jetons non réglementés (cf. chapitre II.2.4.1, FN 568)

⁷¹⁷ Article 1, paragraphe 1, point b), en liaison avec l'article 2, paragraphes 1 et 3, en liaison avec l'article 8 de la directive sur la monnaie électronique.

établies conformément au droit national. En droit national, la référence aux pays tiers était jusqu'à présent⁷¹⁸ régie par l'article 28 du traité CE. Selon les déclarations du rapport et la motion du gouvernement pour l'introduction d'une loi sur la garantie des dépôts et l'indemnisation des investisseurs pour les banques et les entreprises d'investissement (EAG), ces dispositions concernant les relations avec les pays tiers ont été abrogées en même temps que les dispositions sur les sociétés de pays tiers dans les articles 30p à 30r de la loi bancaire.⁷¹⁹⁷²⁰

Selon le gouvernement, cela devrait représenter un ajustement juridique, car les succursales de pays tiers n'ont pas été établies selon la pratique établie jusqu'à présent, mais des structures de sociétés indépendantes ont été constituées dans l'UE ou l'EEE et par conséquent approuvées.⁷²¹ Cela devrait également indiquer clairement que les succursales ne peuvent être mises en œuvre que par le biais d'une autorisation autonome et donc avec leur propre subjectivité juridique. Par conséquent, il sera également remédié à la carence relative aux succursales de sociétés établies dans des pays tiers, qui les empêchait de bénéficier du système Europass ou de la libre prestation de services et de la liberté d'établissement.⁷²² 388

⁷¹⁸ IdF LGBl 2011.151.

⁷¹⁹ IdF LGBl 2011.243.

⁷²⁰ BuA 2019/13, S 100 f et BuA 2018/98 S 84 aE ; EGG tel que modifié par LGBl 2019.106 ; BankG tel que modifié par LGBl 2019.105.

⁷²¹ Puisque les titulaires de licences propres ont également accès au système de passeport, contrairement aux succursales sans personnalité juridique.

⁷²² BuA 2018/98 p 83 f ; cf. en ce qui concerne l'indépendance juridique des succursales, leur définition à l'art. 3 al. 1 no. 16 CRD IV en liaison avec l'art. 4 al. 1 no. 17 CRR.

389

Contrairement aux établissements de monnaie électronique, les émetteurs ou établissements de monnaie électronique ne sont pas soumis à l'obligation, en vertu du droit des sociétés, d'⁷²³être constitués en société anonyme ou en *Societas Europaea* (SE) et peuvent donc également être établis sous d'autres formes juridiques. La BaFin estime que, selon la terminologie utilisée, le bureau central ou l'opérateur d'une opération de monnaie électronique peut également être "une *personne physique, une société de personnes ou une autre majorité de personnes, [...] une entité juridique ou une structure de société sans capacité juridique*".⁷²⁴ En droit liechtensteinois, un établissement de monnaie électronique, et par conséquent un émetteur de monnaie électronique, doit être une personne morale (art. 3, al. 1, let. a et c, du GEC).

390

Le champ d'application matériel de la directive sur la monnaie électronique concerne donc l'émission de monnaie électronique, tandis que le champ d'application personnel concerne les émetteurs de monnaie électronique, ce qui aboutit en fin de compte à un champ d'application local de facto, dans lequel les émetteurs de monnaie électronique ne peuvent exister et être agréés que dans l'EEE/UE. Il convient de noter que lorsque la monnaie électronique est distribuée par des points de vente agissant pour le compte de l'émetteur de monnaie électronique, le contrat est conclu entre un client et l'émetteur et non entre le client et

⁷²³ Article 18 de la loi bancaire.

⁷²⁴ BaFin Merkblatt - Informations sur la loi relative à la surveillance des services de paiement (Zahlungsdienstaufsichtsgesetz, ZAG) du 22.12.2011, modifiée en dernier lieu le 29.11.2017, chapitre 4 lit a sublit bb, https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_111222_zag.html?n=9450978#doc7846622bodyText33

un point de vente.⁷²⁵ Conformément à l'article 14, paragraphe 2, du GEG, l'émission est également réservée aux émetteurs de monnaie électronique. Ainsi, il n'est pas possible de contourner le régime de la monnaie électronique en émettant une valeur monétaire dans un pays tiers qui distribue ces valeurs monétaires via un point de vente dans un État membre de l'EEE ou de l'UE.

2.7.2 Conclusion sur le champ d'application territorial du régime de la monnaie électronique

La directive sur la monnaie électronique et la mise en œuvre nationale dans la loi sur la monnaie électronique couvrent l'émission professionnelle de monnaie électronique en ce qui concerne le champ d'application matériel. Le champ d'application personnel s'étend aux émetteurs de monnaie électronique qui émettent de la monnaie électronique. Les émetteurs de monnaie électronique sont notamment les établissements de crédit et de monnaie électronique CRR. Ce champ d'application personnel entraîne implicitement un champ d'application local. Comme ces établissements ne peuvent être constitués et autorisés que dans l'UE ou l'EEE, il n'est pas possible d'émettre de la monnaie électronique dans des juridictions étrangères qui ne connaissent pas le régime de la monnaie électronique.

391

Ainsi, si un jeton est émis qui représenterait de la monnaie électronique s'il avait été émis dans l'UE ou l'EEE, il ne constitue pas de la monnaie électronique, à condition que l'émetteur soit établi dans un pays tiers qui ne reconnaît pas la monnaie électronique et y effectue l'émission.

392

⁷²⁵ Gerhartinger, Die zivilrechtliche Beurteilung von E-Money in *Vonkilch* (Hrsg), Commentaire sur la loi sur la monnaie électronique 2010, Rz 52 (p 30 f).

Un exemple de jeton de monnaie électronique qui, en l'absence d'émission dans l'UE ou l'EEE, ne constitue pas de la monnaie électronique, mais qui serait traité comme de la monnaie électronique s'il avait été émis dans un État membre, est le Tether.⁷²⁶ La distribution d'un tel jeton par un tiers (mais pas par un point de vente agissant pour le compte de l'émetteur) dans l'espace EEE ou l'UE n'ouvre pas par la suite le champ d'application du régime de la monnaie électronique et ne doit pas non plus être considérée comme un service de paiement, puisque le champ d'application matériel est limité à l'émission de monnaie électronique comme expliqué ci-dessus et que, si une telle valeur monétaire est émise sous la forme d'une créance sur un émetteur dans un pays tiers, il ne peut y avoir de monnaie électronique dès le départ. Toutefois, étant donné la relation entre l'activité de monnaie électronique et l'activité de dépôt, il faudrait examiner dans la juridiction étrangère respective si une telle activité de dépôt serait exercée ou si une obligation ou une autre obligation serait émise.

2.7.3 les jetons comme la monnaie électronique, les portefeuilles et certains comptes de paiement pour la monnaie électronique

393 La monnaie électronique comprend six éléments qui doivent être cumulatifs pour constituer la monnaie électronique.⁷²⁷ Selon la loi sur la monnaie électronique, la monnaie électronique est définie comme (i) une valeur monétaire stockée électroniquement ou magnétiquement

⁷²⁶ Voir le chapitre II.2.7.6 détail.

⁷²⁷ Rapport de l'EBA avec conseils à la Commission européenne sur les crypto-actifs, 09.01.2019, S 13, <https://eba.europa.eu/documents/10180/2545547/EBA+Report+on+crypto+assets.pdf>.

(ii) qui se traduit par (iii) une créance à l'encontre de l'émetteur de monnaie électronique, qui (iv)⁷²⁸ est émise contre le paiement d'une somme d'argent afin (v) d'exécuter des opérations de paiement (au sens de la loi sur les services de paiement ; PSA) et qui est également acceptée par (vi) des personnes physiques ou morales autres que l'émetteur de monnaie électronique.⁷²⁹

⁷²⁸ Dans la version anglaise de l'article 2(2) de la directive sur la monnaie électronique, le terme "funds" est utilisé pour les montants monétaires (émis à la réception des fonds), ce qui pourrait être interprété plus largement que le terme allemand "Geldbetrag". Toutefois, le terme "fonds" doit également être interprété au sens étroit du terme et non au sens large des ressources ou des actifs financiers. Cela découle également du considérant 18 de la directive sur la monnaie électronique, selon lequel la monnaie électronique doit toujours être remboursée à sa valeur nominale ; cf. également l'arrêt de la Cour de l'AELE du 30 mai 2018 dans l'affaire E-9/17 entre Edmund Falkenhahn AG et l'Autorité des marchés financiers du Liechtenstein, <https://eftacourt.int/download/9-17-judgment/?wpdmdl=1805>, note en marge 27 - "Il est donc interdit à un émetteur de monnaie électronique de faire dépendre la valeur d'une unité de monnaie électronique de toute autre valeur de référence, telle qu'une once d'or, que la valeur nominale de la monnaie légale sous-jacente. Pour le Liechtenstein, cela résulte également de l'article 3, paragraphe 3, de la loi sur les banques, selon lequel, par pure fiction juridique, il n'y a pas d'opération de dépôt si le montant de l'argent reçu est directement échangé contre de la monnaie électronique ; toutefois, si aucune opération de dépôt n'existe, une opération de monnaie électronique ne peut jamais non plus exister en conséquence. Le fait que la remboursabilité de la monnaie électronique est factuelle et que cette exigence ne peut s'appliquer qu'à la monnaie ayant cours légal et à la monnaie électronique elle-même est, en outre, clairement évident du fait que les dépôts sont des fonds remboursables sans condition et que la monnaie électronique ne constitue pas, par fiction juridique, un dépôt si la somme d'argent reçue est échangée directement contre une valeur monétaire stockée électroniquement (monnaie électronique).

⁷²⁹ Art 3(1)(b) ECG ; Note : Les chiffres romains entre parenthèses servent à clarifier les différents éléments de l'infraction ; voir le rapport de l'ABE, Rapport

394 L'argent électronique est principalement utilisé à des fins de paiement et non d'épargne. En acceptant des fonds dans le cadre de l'émission de monnaie électronique, il n'y a donc, par fiction juridique, aucune opération de dépôt. Il⁷³⁰ est également interdit aux établissements de monnaie électronique d'accorder des prêts sur fonds ou des intérêts sur les fonds reçus en rapport avec l'émission de monnaie électronique.⁷³¹

395 Cependant, certaines cryptocurrencies sont générées ou déterrées de manière inhérente par ce que l'on appelle l'exploitation minière et ne sont pas émises par une entité centrale. S'il n'y a pas d'émetteur central, celui-ci ne peut pas émettre ou s'engager à émettre une créance.⁷³² Les monnaies cryptographiques telles que le bitcoin et l'éther ne doivent pas non plus être classées comme monnaie électronique, car il n'existe pas d'émetteur de monnaie électronique contre lequel une créance - re-

avec conseils à la Commission européenne sur les crypto-actifs, 09.01.2019, p. 13

⁷³⁰ Cf. l'article 3, paragraphe 3, de la loi bancaire et le considérant 13 de la directive sur la monnaie électronique ; cf. chapitre II.2.2.2 - l'activité de dépôt ne peut plus être relancée même s'il existe une exception à l'activité de monnaie électronique, car dans ce cas, d'un point de vue dogmatique, la monnaie électronique - bien que "non autorisée" - est toujours présente.

⁷³¹ Considérant 13 de la directive sur la monnaie électronique ; toutefois, des intérêts peuvent être accordés s'ils ne sont pas liés à une période de détention. En outre, l'article 18, paragraphe 4, point b), de la DSP II permet également aux établissements de paiement d'émettre des prêts à court terme remboursables en douze mois.

⁷³² Vgl die Ausführung in EBA Avis sur les "monnaies virtuelles", EBA/Op/2014/08 vom 04.07.2014, <https://eba.europa.eu/documents/10180/657547/EBA-Op-2014-08+Opinion+on+Virtual+Currencies.pdf>, Rz 179 - "absence d'un rédempteur".

présentée par une valeur monétaire magnétique ou électronique - pourrait être dirigée. Cela est conforme à l'avis de l'ABE⁷³³, qui considère que les crypto-monnaies ne sont pas comparables aux services de paiement classiques ou à la réglementation des marchés financiers de l'UE en général,⁷³⁴ bien que pour des raisons qui sont probablement malavisées.⁷³⁵

En outre, les cryptocurrencies telles que la CTB ou l'ETH ne représentent 396 généralement pas des créances, mais plutôt, en tant que "jetons de valeur", un jeton indépendant au sens de contenus numériques en tant que marchandises (données ou logiciels) et donc de monnaies virtuelles. Des jetons tels que Bitcoin ou Ether ne constitueraient donc pas de la monnaie électronique, même s'ils sont émis de manière centralisée, tant qu'ils ne représentent pas une créance sur l'émetteur. Ce point de vue a été exprimé par *Mersch*, membre du directoire de la BCE, dans un discours à la BCE en rapport avec le jeton "Libra" de Facebook : *"Le premier défi concerne la nature fondamentalement juridique de la Balance. Il s'agit essentiellement de choisir si la Balance doit être traitée comme de la monnaie électronique, comme un instrument financier ou comme une monnaie virtuelle. La Balance ne semble pas être considérée comme de la monnaie électronique, car elle ne représente pas une revendication de ses détenteurs contre*

⁷³³ Autorité bancaire européenne.

⁷³⁴ On fait valoir que les cryptocurrencies ne devraient pas être soumises au régime de la monnaie électronique ou des services de paiement, car cela leur donnerait une crédibilité qu'elles n'auraient prétendument pas.

⁷³⁵ EBA/Op/2014/08 du 04.07.2014, Rz 179 f.

*l'Association de la Balance*⁷³⁶. Les jetons peuvent représenter des créances et donc de la monnaie électronique, mais s'ils représentent un jeton ayant une valeur intrinsèque indépendante d'une créance (libellée en argent), l'infraction liée à la monnaie électronique ne peut exister. Ces jetons représentent des données ou des logiciels au sens de marchandise ou de contenu numérique et ne représentent pas des créances sur les livres, et ne sont donc pas soumis à la triade liée ou aux vases communicants de la monnaie électronique, des dépôts ou des instruments financiers.⁷³⁷ Même si les CTB avaient été émises de manière centralisée, elles ne pourraient jamais constituer de la monnaie électronique si une créance à l'encontre de l'émetteur n'était pas représentée, comme le laisse entendre *Terlau en général*.⁷³⁸ Ce point de vue est dogmatiquement erroné à plusieurs égards et doit être rejeté, comme on le verra plus loin.

397 La question se pose de savoir si, dès qu'il y a une créance contre l'émetteur, on entre nécessairement dans le domaine du droit des marchés financiers des instruments financiers, des dépôts ou de la monnaie électronique. Par exemple, un bon sous forme de jeton pourrait être émis contre le paiement d'argent fictif. Si cela représente une créance pour l'achat de biens ou de services, un tel bon ne constitue pas un instrument financier, car le bon est un instrument de paiement. En l'absence

⁷³⁶ *Mersch*, discours à la conférence juridique de la BCE, Francfort-sur-le-Main, 2 septembre 2019, <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2019/html/ecb.sp190902~aedded9219.en.html>, appelé le 04.10.2019, 22:10

⁷³⁷ Cf. également le chapitre II.2.2.2 sur cette question de la délimitation.

⁷³⁸ *Terlau in Schimansky/Bunte/Lwowski* (Hrsg), Manuel de droit bancaire § 55a, Rz 148.

d'une obligation inconditionnelle de rembourser l'argent donné, il n'y a pas non plus d'opération de dépôt.⁷³⁹ Toutefois, la question se pose de savoir si le bon peut représenter ultérieurement une valeur monétaire (arg : émission contre de la monnaie fiduciaire), sous la forme d'une créance (arg : droit de recevoir des biens ou des services de l'émetteur), avec laquelle des opérations de paiement peuvent être effectuées (arg : rachat ou paiement de biens ou de services avec un tel bon électronique).

Cependant, la qualification échoue déjà sur le premier critère de la valeur monétaire. Une telle qualification ne peut se référer qu'à une créance monétaire, qui est également liée à la remise d'un montant monétaire. La condition préalable est que la valeur monétaire doit nécessairement être un montant monétaire et qu'une créance ne peut porter que sur une telle créance avec date de valeur sous forme monétaire, de sorte qu'une opération de paiement doit être effectuée conformément à l'article 2 n° 2 ECG en liaison avec l'article 4 n° 5 PSD II ou l'article 3 al. 1 lit b ECG en liaison avec l'article 4 al. 1 n° 54 ZDG. Par conséquent, la mise à disposition, le transfert ou le retrait de fonds, qui sont définis comme de la monnaie scripturale, des espèces et de la monnaie électronique conformément à l'article 4, paragraphe 1, point 18 de la loi ZDG (article 4, point 25 de la directive sur les services de paiement II), sont essentiels pour les opérations de paiement. 398

Par conséquent, une demande de réception de biens ou de services ne peut jamais constituer de la monnaie électronique. C'est également logique, puisque la monnaie électronique est un cas particulier fictif sur 399

⁷³⁹ En attendant le résultat, si l'activité de dépôt est refusée, il ne peut plus y avoir d'activité de monnaie électronique.

le plan juridique du secteur des dépôts - le secteur des dépôts est toujours basé sur des fonds remboursables sans condition. La BaFin est d'avis que *"la notion de valeur monétaire couvre non seulement le cours légal mais aussi tout type de moyen d'échange qui est généralement accepté comme paiement pour des biens ou services spécifiques ou même seulement dans un environnement socioculturel spécifique ou seulement par les parties à un accord-cadre multilatéral.*⁷⁴⁰ *Auffenberg, lui aussi, propage cette opinion avec peu de différenciation : "Les unités de paiement basées sur des chaînes de blocs répondent déjà à ces exigences en raison du cas d'utilisation immanent du paiement, tout à fait indépendamment de leur conception technique concrète et de la question de savoir si elles fonctionnent comme des unités de chaînes de blocs originales via une chaîne de blocs ouverte et organisée de manière décentralisée ou si elles sont des unités d'un Smart Contract sur une chaîne de blocs émis par un émetteur central, à savoir le programmeur du Smart Contract.*⁷⁴¹ Ce dernier s'en remet à *Terlau* pour son point de vue.⁷⁴²

400 *Terlau soutient que les bitcoins représentent des valeurs monétaires, puisque les CTB servent de moyen d'échange et de paiement.*⁷⁴³ Pour les raisons indiquées, cette opinion est dogmatiquement erronée et doit être rejetée d'emblée. Une valeur monétaire peut se référer exclusive-

⁷⁴⁰ Dépliant de la BaFin - Informations sur la loi relative à la surveillance des services de paiement, P 4 a, https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_111222_zag.html

⁷⁴¹ *Auffenberg*, monnaie électronique sur la base d'une chaîne de blocs, BKR 2019, p. 341 (p. 342).

⁷⁴² *Terlau* in *Casper/Terlau*, ZAG, § 1a Rz 41 mwN.

⁷⁴³ *Terlau* in *Schimansky/Bunte/Lwowski* (Hrsg), Manuel de droit bancaire § 55a, Rz 148.

ment à une demande monétaire pour l'exécution d'opérations de paiement ; s'il ne s'agissait pas d'une demande monétaire, alors, comme expliqué, aucune opération de paiement au sens de la DSP II ne pourrait être exécutée dès le départ, qui est basée sur la mise à disposition, le retrait ou le transfert de fonds. En outre, les opérations de monnaie électronique ne sont qu'une variante de l'activité de dépôt ; si l'existence d'une activité de dépôt est a priori impossible, il ne peut jamais y avoir d'opération de monnaie électronique (*argumentum a maiore ad minus*, c'est pourquoi l'opération de monnaie électronique réglementée dans la LMEC ne constitue pas une *lex specialis* de l'activité de dépôt au sens de la loi bancaire, car elle pourrait dans ce cas déroger à cette dernière)⁷⁴⁴. Une créance qui donne au titulaire le droit de recevoir des biens ou des services peut représenter ou fonctionner comme un moyen d'échange, mais en raison de l'absence de date de valeur en termes monétaires, elle ne remplit pas les critères de valeur monétaire avec lesquels les opérations de paiement peuvent être effectuées.

Cette disposition est également rigoureuse, car la monnaie électronique 401 constitue dogmatiquement un dépôt ou des fonds remboursables sans

⁷⁴⁴ Cf. chapitre II.2.2.2, FN 377 en outre, la loi bancaire et la loi d'introduction au traité CE constituent toutes deux une législation spéciale. Dans la cascade de surveillance, la réglementation des banques correspond même à la réglementation plus spécifique. Toutefois, il ne semble pas tout à fait exact de considérer l'activité de monnaie électronique comme une *lex specialis* par rapport à l'activité de dépôt, car la loi bancaire et la loi d'introduction réglementent toutes deux l'activité de dépôt, ce qui, par fiction juridique, dans le cas d'une activité de dépôt soumise à certaines conditions, entraîne des conséquences particulières pour l'activité de monnaie électronique. Les activités de dépôt et les activités de monnaie électronique sont donc deux institutions juridiques distinctes, qui réglementent toutes deux les activités de dépôt.

condition et il n'existe qu'une fiction juridique selon laquelle les fonds reçus ne constituent pas un dépôt si les montants reçus sont échangés directement ou immédiatement en monnaie électronique.⁷⁴⁵ Par conséquent, il est également dogmatiquement strict que lorsqu'une exception au régime de la monnaie électronique est justifiée, l'activité de dépôt ne peut plus être relancée sur la base de cette fiction. En effet, bien que le champ d'application du traité CE soit ouvert, une exception - par exemple les réseaux limités - signifie que l'émission de cette monnaie électronique n'est pas soumise à autorisation. Il n'y a donc pas de dépôt, puisque la monnaie électronique est émise ; l'émission de monnaie électronique peut toutefois être dispensée d'autorisation s'il y a une exception. Cela n'exclut toutefois pas d'emblée le champ d'application du traité CE et, par conséquent, n'affecte pas le champ d'application de la loi bancaire, qui régit les activités de dépôt. Cela est encore renforcé par le fait que ces exceptions au commerce de la monnaie électronique doivent également être signalées à l'ADF.⁷⁴⁶

402 ⁷⁴⁷Toutefois, il est exact de dire que la monnaie électronique est la troisième forme d'argent, après l'argent liquide et la monnaie scripturale, et que la monnaie électronique n'a pas pour but d'épargner et ne doit pas porter d'intérêts,⁷⁴⁸ mais est conçue pour effectuer des paiements de

⁷⁴⁵ Cf. l'article 6, paragraphe 3, de la directive sur la monnaie électronique et l'article 3, paragraphe 3, de la loi sur les banques.

⁷⁴⁶ Art 3 (3) ZDG.

⁷⁴⁷ *Terlau in Schimansky/Bunte/Lwowski (Hrsg), Manuel de droit bancaire § 55a, Rz 11.*

⁷⁴⁸ Voir le considérant 13 et l'article 12 de la deuxième directive sur la monnaie électronique.

petits montants. Cela découle déjà des considérants de la première directive sur la monnaie électronique⁷⁴⁹ - *"Aux fins de la présente directive, la monnaie électronique peut être considérée comme un substitut électronique des pièces et des billets qui sont stockés électroniquement [...] et qui sont généralement destinés à être utilisés pour effectuer des paiements de détail par voie électronique"*. Il a⁷⁵⁰ déjà été avancé ici que les fonds reçus ne constituent pas des dépôts si la monnaie électronique est émise immédiatement *"compte tenu de ses caractéristiques spécifiques en tant que substitut électronique des pièces et des billets"*⁷⁵¹; il est également important de noter qu'en vertu de cette première directive sur la monnaie électronique, si la monnaie électronique était détenue sur un compte de crédit, l'opération de dépôt était toujours établie, contrairement à ce qui était le cas en vertu de la deuxième directive sur la monnaie électronique.⁷⁵²

Auch die nationale Aufsichtsbehörde Englands, die Financial Conduct Authority oder kurz FCA, führt diese Argumentationslinie ins Treffen. Der Unionsrechtsgesetzgeber konstatiert hierbei die gesetzliche Fiktion, dass die Annahme von Geldern bei darauf folgendem Eintausch in E-Geld kein Einlagengeschäft zu begründen vermag : *"Si la valeur monétaire est conservée sur un compte qui peut être utilisé par des moyens non électroniques, cela indique qu'il s'agit d'un dépôt. Par exemple, il est peu probable qu'un compte sur lequel des chèques peuvent être tirés soit de la monnaie électronique. Si un produit est conçu de manière à n'être utilisé que pour effectuer des paiements de montants limités et non comme un moyen d'épargne,*

403

⁷⁴⁹ Directive 2000/46/CE, ELI : <http://data.europa.eu/eli/dir/2000/46/oj>.

⁷⁵⁰ Considérant 3 de la directive 2000/46/CE.

⁷⁵¹ Considérant 7 de la directive 2000/46/CE.

⁷⁵² Considérant 8 de la directive EL 2000/46/CE.

*cette caractéristique indique qu'il s'agit de monnaie électronique. [...] En d'autres termes, un dépôt implique la création d'une relation débiteur-crédancier dans le cadre de laquelle la personne qui accepte le dépôt stocke une valeur en vue d'une éventuelle restitution. La monnaie électronique, en revanche, implique l'achat d'un moyen de paiement".*⁷⁵³ Dem folgend ergibt sich, dass das Einlagengeschäft und das E-Geldgeschäft dogmatisch eng verbunden sind und zwingend auf eine Forderung lautend auf Geld abstellen. Der Unterschied liegt im Sparzweck der Einlagen und dem Zweck zur Durchführung von Zahlungsvorgängen des E-Geldes.

404 La BCE peut également étayer l'argument selon lequel les dépôts et la monnaie électronique sont juridiquement et économiquement liés : *"Il faut donc présumer que les établissements de monnaie électronique acceptent toujours des dépôts, même lorsque la période qui s'écoule entre le dépôt et l'épuisement de la valeur monétaire correspondante est assez limitée".*⁷⁵⁴ L'activité de monnaie électronique est une forme particulière d'activité de dépôt, qui est également réglementée différemment en raison de diverses circonstances, telles que l'absence d'objectif d'épargne et l'interdiction de payer des intérêts.

405 Diese Auseinandersetzung hat ihren Ursprung jedoch bereits in den 1990er Jahren. Die EZB hat die wirtschaftliche Similarität von E-Geld und Einlagen schon 1994 und 1998 in Zusammenhang mit der ersten E-

⁷⁵³ PERG Chapitre 3A, Guidance on the scope of the Electronic Money Regulations 2011, Section 3A.3 : The definition of electronic money, Release 42, September 2019, S 4 (Q15).

⁷⁵⁴ Athanassiou/Mas-Guix, ECB Legal Working Paper Series, Electronic Money Institutions - Current Trends, Regulatory Issues and Future Prospects, No 7 / July 2008, S 34, FN 91.

Geld-RL 2000/46/EG aufgezeigt. Gemäss diesen Erwägungen werden Einlagen insbesondere für voluminösere Transaktionen herangezogen, da für betragsmässig kleine Überweisungen verhältnismässig hohe Gebühren fällig würden. Pour les petites entreprises, il s'agit de l'élément E-Geld : *"Le rapport de 1994 indiquait les similitudes, en termes économiques, entre les dépôts à vue auprès du système bancaire, d'une part, et la valeur chargée sur les cartes prépayées, d'autre part. En effet, dans les deux cas, le client confie une partie de ses biens à un établissement. Par conséquent, dans de nombreux cas, la monnaie électronique entre en concurrence avec la monnaie bancaire traditionnelle, une situation qui suscite des inquiétudes quant à l'égalité des conditions de concurrence. Dans le cas des dépôts à vue, les fonds disponibles peuvent être mobilisés au moyen de divers instruments de paiement, tels que les chèques, les ordres de transfert, etc. Dans le cas de la monnaie électronique, les fonds disponibles ne peuvent être mobilisés qu'avec un instrument de paiement spécifique, qui est le support de stockage représentant le pouvoir d'achat. Lorsque l'émetteur de monnaie électronique est un établissement de crédit, la monnaie électronique devient, en termes économiques, un sous-ensemble de la monnaie bancaire, bien qu'il existe des différences pratiques et techniques évidentes. Par exemple, la monnaie bancaire traditionnelle n'est pas souvent utilisée pour acheter des biens et des services de très faible valeur, car les coûts de traitement par les instruments de paiement qui l'utilisent représenteraient une part trop élevée des coûts de transaction ; inversement, la monnaie électronique pourrait ne pas être utilisée pour des transactions de grande valeur".*⁷⁵⁵

⁷⁵⁵ Rapport de la BCE sur la monnaie électronique, août 1998, p. 8, <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/emoneyen.pdf>

Le fait que la monnaie électronique ne puisse avoir qu'une valeur monétaire au sens d'une valeur libellée en argent découle également de l'arrêt de la Cour de l'AELE dans l'affaire Edmund Falkenhahn AG - selon lequel la monnaie électronique ne peut pas non plus être utilisée à des fins d'investissement ; par conséquent, si un jeton est soumis à la volatilité du marché, il peut être acquis à des fins d'investissement, la monnaie électronique ne peut jamais être présente : *"Afin de remplir sa fonction de remplacement électronique des pièces et des billets, la monnaie électronique stockée, qui doit être remboursée à tout moment à sa valeur nominale, doit à tout moment avoir une valeur qui correspond à la valeur des sommes d'argent payées pour elle. Par conséquent, la monnaie électronique ne peut être utilisée à des fins d'épargne ou d'investissement. Par conséquent, un modèle commercial dans lequel la valeur de la monnaie électronique serait liée au prix de l'or au risque du détenteur de monnaie électronique ne relève pas du champ d'application de la directive sur la monnaie électronique. Si la monnaie électronique pouvait être liée au prix de l'or, le remboursement effectif à la valeur nominale basé sur le prix de l'or serait purement fortuit. Ainsi, la monnaie électronique ne peut être liée à autre chose qu'à sa valeur monétaire.*⁷⁵⁶ Cela signifie que les jetons, qui représentent des données ou des logiciels ayant une valeur intrinsèque et donc un contenu numérique au sens de marchandise ou de monnaie virtuelle spécialement définie, et qui peuvent donc être soumis aux fluctuations du marché, ne peuvent jamais représenter de la monnaie électronique, même s'ils ont également une fonction de représentation de paiement.⁷⁵⁷

⁷⁵⁶ AELE E-9/17, paragraphe 46.

⁷⁵⁷ Voir également le chapitre II.2.7.8 ; voir aussi AELE-AELE E-9/17, R 27, selon lequel la monnaie électronique ne peut être liée qu'à une somme d'argent et doit toujours correspondre à la valeur nominale de la monnaie reçue.

Il découle de tout ce qui précède que la remboursabilité de la monnaie électronique est un élément constitutif des faits et non pas simplement une conséquence juridique, car la remboursabilité implique l'existence d'une créance. La remboursabilité (inconditionnelle) des fonds est inhérente à l'activité de dépôt. L'opération de monnaie électronique constitue toujours une opération de dépôt, qui est toutefois soumise à un régime différent lorsqu'une valeur monétaire stockée électroniquement est émise immédiatement. Toutefois, si aucune opération de dépôt ne peut exister, aucune opération d'argent électronique ne peut avoir lieu. Par conséquent, le droit de rembourser la valeur monétaire donnée au pair est en effet applicable à la fois à l'opération de dépôt et à l'opération de monnaie électronique. 407

Alors qu'un paiement par carte de débit est ainsi établi en tant que "système de paiement immédiat" et qu'un paiement par carte de crédit fonctionne selon un "système de paiement différé", dans le cas d'un paiement en monnaie électronique, le paiement est effectué quasi à l'avance à un émetteur de monnaie électronique et, par la suite, cette valeur est transférée uniquement pour exécuter une opération de paiement ("système de paiement anticipé").⁷⁵⁸ S'il n'y a pas de demande - pour la restitution de la somme d'argent donnée - et si une telle demande n'apparaît pas au passif des livres d'une société, il ne peut pas non plus y avoir de monnaie électronique ; les opérations de paiement sont, comme expliqué, uniquement basées sur des montants monétaires, de sorte que 408

⁷⁵⁸ Gerhartinger, Die zivilrechtliche Beurteilung von E-Money in *Vonkilch* (Hrsg), Commentaire sur la loi de 2010 sur la monnaie électronique, marge n° 51 (p. 30).

les créances sur les marchandises ne peuvent pas constituer de la monnaie électronique. S'il existe un droit de rachat du montant monétaire, le rachat à la valeur nominale n'est pas simplement la séquence logique et la conséquence juridique de l'existence d'une créance ou d'un droit de rachat, mais le rachat ou le remboursement à la valeur nominale est en fait exemplaire pour l'existence de dépôts ou de monnaie électronique. Sur le plan dogmatique, cela est également cohérent et la remboursabilité de la valeur nominale comme critère constitutif de l'existence de la monnaie électronique résulte de l'exigence d'une valeur monétaire sous la forme d'une créance (fonds ou montants monétaires remboursables inconditionnellement à la suite de l'opération de dépôt).⁷⁵⁹ Toutefois, cela ne doit pas et ne doit pas conduire à ce que le régime de la monnaie électronique soit facilement contourné, par exemple en exigeant simplement le remboursement à un certain pourcentage fractionnaire. Toutefois, cela ne posera pas régulièrement de problème en ce qui concerne les jetons, puisque, comme le déclare le législateur européen dans le considérant 10 de la 5e directive LAB, les

⁷⁵⁹ Les critiques pourraient faire valoir que l'exigence et donc la remboursabilité est établie à l'article 3, paragraphe 1, point b), du GEC et à l'article 2, paragraphe 2, de la directive sur la monnaie électronique, alors que la remboursabilité à la valeur nominale n'est pas définie dans le terme mais a été transposée à l'article 44 du GEC et à l'article 11 de la directive sur la monnaie électronique, et que donc la remboursabilité à la valeur nominale - contrairement à la remboursabilité - est simplement une conséquence juridique. Toutefois, comme nous l'avons déjà expliqué, ce n'est pas le cas, car l'opération de dépôt doit toujours être prise en compte lors de l'évaluation de l'opération de monnaie électronique et, par conséquent, le remboursement de la valeur nominale doit également être basé sur un exemple réaliste. Une évaluation différente ne peut être faite, même en tenant compte du traitement différent des dépôts en fonction de leur objectif d'épargne, ce qui signifie que des taux d'intérêt et parfois des frais plus élevés que pour la monnaie électronique sont autorisés.

monnaies virtuelles et la monnaie électronique s'excluent mutuellement.

Seules les créances peuvent être remboursées dans ce processus. Les jetons qui représentent un contenu numérique au sens de marchandise ou même de monnaie virtuelle ne sont donc pas de la monnaie électronique, mais peuvent être rachetés par un émetteur indépendamment de cela, ce qui peut avoir des conséquences fiscales, ou, d'un point de vue réglementaire, peut également être un bureau de change.⁷⁶⁰ La monnaie électronique représente la monnaie de la banque centrale qui a déjà été émise et ne sert pas à créer de nouvelles unités monétaires ou unités de valeur telles que des jetons. La monnaie électronique ne peut exister que si un jeton représente effectivement la monnaie fiduciaire qui a été émise.⁷⁶¹ 409

La notion de "contre paiement d'une somme d'argent" doit être comprise dans un sens plus large que celle de "monnaie légale" et se réfère, 410

⁷⁶⁰ Voir le chapitre II.2.9 sur les bureaux de change.

⁷⁶¹ Cf. *Lintner in Vonkilch (Hrsg), E-Geldgesetz 2010, § 1 Rz 15 et 16 avec référence au BaFin Merkblatt ZAG 2011* : "Ce lien avec la "monnaie scripturale ou scripturale" en liaison avec l'"obligation de remboursement" [...] vise à garantir dans une large mesure l'influence des banques centrales en matière de politique monétaire et sert à protéger le monopole monétaire de l'État. [...] L'émission de monnaie primaire est toujours exclusivement réservée à la banque centrale et aux établissements de crédit qui créent de la "monnaie miroir". L'obligation d'émettre de la monnaie électronique à hauteur de la valeur nominale de la somme d'argent reçue est également motivée par la politique monétaire [...]. En revanche, si, par exemple, des biens ou des services sont donnés au lieu d'une somme d'argent, cet échange par le biais de systèmes de paiement électronique n'entre pas dans la définition de la monnaie électronique selon la formulation claire de la loi sur la monnaie électronique, même si une fonction économique similaire est remplie.

d'une part, à cette même monnaie légale, c'est-à-dire la monnaie fiduciaire et la monnaie scripturale, et, d'autre part, à la monnaie électronique elle-même, qui a une fonction représentative en tant que moyen de paiement. En ce qui concerne la loi ZDG, le législateur a clairement indiqué que la monnaie électronique est également couverte par le concept de montant monétaire.⁷⁶² Il est important de noter que les jetons émis contre de la monnaie électronique peuvent à leur tour représenter de la monnaie électronique.⁷⁶³ Si un jeton peut être acquis à la fois contre le paiement de sommes d'argent et contre le paiement d'autres jetons qui ne représentent ni des dépôts ni de la monnaie électronique, il peut effectivement en résulter que les jetons qui sont acquis avec des sommes d'argent représentent légalement de la monnaie électronique, tandis que ceux qui sont acquis avec d'autres jetons au sens ci-dessus ne représentent pas de la monnaie électronique (dans ce cas, la créance devrait porter sur le remboursement des actifs donnés - une fois les sommes d'argent, une fois les autres jetons). D'un point de vue juridique, une telle constellation donnerait ainsi naissance à deux jetons différents selon le type d'acquisition ; même s'il est techniquement possible qu'un seul jeton soit émis, ce mélange de monnaie électronique et de monnaie non électronique serait juridiquement inadmissible si le même jeton était acquis au moyen d'autres monnaies cryptées,⁷⁶⁴ car il ne serait pas possible de comprendre quels jetons du même type doivent représenter la monnaie électronique et lesquels ne le sont pas. Pour

⁷⁶² Article 3, paragraphe 1, point b), CE en liaison avec l'article 4, paragraphe 1, points 54 et 18, de la loi ZDG.

⁷⁶³ Voir en détail *Nägele/Bergt*, *Kryptowährungen und Blockchain-Technologie im liechtensteinischen Aufsichtsrecht - Regulatistische Grauzone*, LJZ 2/18, p 63 (p 67).

⁷⁶⁴ qui ne constituent pas de la monnaie électronique.

pouvoir être qualifié de monnaie électronique, il est donc nécessaire de différencier si l'acquisition est faite au moyen d'une somme d'argent ou de jetons qui ne représentent pas eux-mêmes de la monnaie électronique. La question juridique cruciale semble être de savoir si la monnaie électronique peut être présente si un jeton à émettre ne peut être acquis qu'avec de la monnaie fiduciaire et des jetons qui ne représentent pas de la monnaie électronique.⁷⁶⁵ Dans ce cas, il n'y a pas que des montants monétaires qui sont donnés et cela milite contre l'existence de la monnaie électronique.⁷⁶⁶ Toutefois, si une demande de remboursement des sommes d'argent et des jetons donnés est formulée, on pourrait également faire valoir que tous les critères de la monnaie électronique sont remplis (dans ce cas "contre paiement d'une somme d'argent") et qu'un remboursement "excédentaire" (sous forme de jetons, qui doivent être mis de côté en plus des sommes d'argent versées) ne nuit pas à l'existence de la monnaie électronique (et que le contournement est donc également rendu impossible).

En fin de compte, il sera probablement nécessaire d'établir une nouvelle 411 distinction en ce qui concerne l'acquisition au moyen d'argent fictif et d'autres jetons - qui ne sont pas réglementés par le droit liechtensteinois - et cette constellation semble également n'être qu'une autre manifestation du problème décrit ci-dessus, dans lequel un jeton peut être acquis en échange d'argent fictif ou d'autres jetons. Si une acquisition au moins

⁷⁶⁵ Par exemple, si une acquisition ne peut être faite qu'en donnant 50 % d'argent fictif et 50 % d'autres jetons non réglementés, que cela soit économiquement faisable ou non.

⁷⁶⁶ Cf. également AELE E-9/17 du 30.05.2018 - il n'y a pas de monnaie électronique lorsqu'elle est émise contre de l'or.

partielle au moyen de monnaie fiduciaire est envisagée, on peut supposer que les jetons ainsi acquis représentent également de la monnaie électronique si les autres éléments de l'infraction de monnaie électronique sont remplis - contrairement à ceux acquis avec des monnaies cryptées. Il est frappant de constater qu'il n'y a aucune différence entre un jeton nouvellement émis en échange de monnaie fiduciaire ou de jetons ou en échange de monnaie fiduciaire et de jetons.⁷⁶⁷ Si un jeton est émis contre de la monnaie fiduciaire, il représentera également un tel jeton si les autres éléments du concept de monnaie électronique sont respectés, alors qu'un jeton du même modèle émis contre des monnaies cryptées ne représente pas de la monnaie électronique. Dans le cas de l'acquisition d'un jeton contre de la monnaie fiduciaire et des cryptomonnaies, ce problème ne fait que s'aggraver ; si, par exemple, un jeton nouvellement émis est acquis pour 50 % contre le CHF et 50 % contre l'EPF, les 50 % ou 0,5 unité du jeton représenteront de la monnaie électronique, à condition que toutes les autres caractéristiques soient remplies, tandis que les 50 % restants ne représentent pas de la monnaie électronique ; le ratio doit être juridiquement non pertinent. Bien qu'une telle mise en œuvre soit techniquement possible, elle est juridiquement inadmissible, car il faudrait émettre deux jetons différents et, en outre, l'autorisation en tant qu'établissement de monnaie électronique serait requise au moins pour le jeton représentant la monnaie électronique.

⁷⁶⁷ Ce qui signifie ici qu'un jeton dans une offre de jetons peut être acquis dans un premier cas contre de la monnaie fiduciaire ou des devises virtuelles (les deux sont acceptées en contrepartie), alors que dans un deuxième cas, il est nécessaire que les jetons ne puissent être acquis que contre de la monnaie fiduciaire et des devises virtuelles (par exemple contre le paiement de 50 % du prix d'acquisition en CHF et 50 % en BTC).

La valeur monétaire de la monnaie électronique est soit basée sur un logiciel, soit stockée sur un support physique (par exemple, une carte ou une puce). L'une des principales caractéristiques de la monnaie électronique est qu'il n'est pas nécessaire d'accéder à un compte de paiement et qu'aucun élément individualisé tel qu'un mot de passe, un code PIN ou un TAN, ni aucune signature ne sont requis pour l'autorisation de paiement.⁷⁶⁸⁷⁶⁹ 412

La définition de la monnaie électronique ne doit pas entraver l'innovation technique.⁷⁷⁰ Dans ce contexte, la question se pose de savoir si la décentralisation de la chaîne de blocs est en contradiction avec le régime de la monnaie électronique malgré l'intention de neutralité technologique. Le régime de la monnaie électronique permet de gérer la valeur de la monnaie électronique sur le serveur d'un émetteur (*compte spécifique pour la monnaie électronique*). Toutefois, cela ne doit pas conduire à la conclusion que la monnaie électronique ne peut être détenue que sur des comptes spécifiques pour la monnaie électronique (qui doivent être tenus par l'émetteur). 413

L'argent électronique peut plutôt être stocké sur les systèmes à base de cartes et de logiciels mentionnés ci-dessus, en plus de ces systèmes à base de serveurs. En particulier dans le cas de systèmes basés sur des logiciels, le stockage sur des supports de données tels que le disque dur 414

⁷⁶⁸ Dans ce cas, un instrument personnalisé, c'est-à-dire un instrument de paiement conformément à l'article 4, paragraphe 1, point 48, de la loi sur les services de paiement, serait disponible.

⁷⁶⁹ Gerhartinger, Die zivilrechtliche Beurteilung von E-Money in Vonkilch (Hrsg), Commentaire sur la loi sur la monnaie électronique 2010, Rz 1 ff (p 12 f).

⁷⁷⁰ Considérant 8 de la directive 2009/110 sur la monnaie électronique.

d'un ordinateur est concevable. Mais cela s'applique également à la chaîne de blocs ou aux portefeuilles, qui sont finalement stockés de la même manière sur les supports de données, bien que de manière décentralisée, c'est-à-dire sur plusieurs supports de données. Dans l'esprit de la neutralité technologique, la formulation du considérant 8 de la directive sur la monnaie électronique, qui fait référence à la monnaie électronique "sur un support en possession du détenteur de monnaie électronique", doit être interprétée comme signifiant que la "possession" désigne le pouvoir de disposer des jetons électroniques au sens d'une créance en pièces numériques ou d'un porte-monnaie/portefeuille électronique, d'autant plus que les systèmes nationaux de droit civil seront différents dans les juridictions soumises au droit de l'Union et que le but de la réglementation n'est certainement pas de faire dépendre du droit civil national respectif la disponibilité ou non de la monnaie électronique ou la manière dont celle-ci doit être mise en œuvre ou transférée en ce qui concerne le stockage.⁷⁷¹ Un transfert de cette monnaie électronique stockée peut être effectué en cédant la créance représentée. Il n'est pas nécessaire qu'il soit transféré sur un compte de paiement spécifique à la monnaie électronique auprès du nouveau créancier. L'émetteur de monnaie électronique doit plutôt être notifié comme le débiteur du nouveau créancier. Cela peut se faire en présentant l'argent électronique de la partie qui a le droit d'y puiser.

- 415 Compte tenu de ce qui précède, des principes de droit civil et du fait que la monnaie électronique représente une créance sur l'émetteur, il

⁷⁷¹ Cf. *Gerhartinger*, Die zivilrechtliche Beurteilung von E-Money in *Vonkilch* (Hrsg), commentaire de la loi sur la monnaie électronique 2010, marge n° 1 et suivantes (p 12 f) et considérant 8 de la directive sur la monnaie électronique 2009/110.

doit être possible de détenir des jetons représentant de la monnaie électronique sur un portefeuille et de les transférer d'un poste à l'autre sur une chaîne de blocs. En vertu du droit purement civil, un débiteur ne doit pas nécessairement être informé d'une cession entre le cédant (ancien créancier) et le cessionnaire (nouveau créancier). Toutefois, le cessionnaire, c'est-à-dire un émetteur de monnaie électronique, pouvait continuer à effectuer le paiement au créancier antérieur en acquittement de la dette en vertu du § 1395 ABGB si ce dernier (le cessionnaire) n'était pas informé de la cession. Dans la pratique, cependant, le problème est probablement moins important en ce qui concerne les jetons, car le droit de remboursement et donc la créance reflétée dans la monnaie électronique est également lié à la monnaie électronique - dans le cas de la monnaie électronique symbolisée, au jeton. Le (nouveau) créancier se distingue du débiteur en présentant la monnaie électronique.⁷⁷² Il convient de noter qu'un porte-monnaie électronique à jetons fourni par l'émetteur de monnaie électronique ou un autre fournisseur doit être classé comme un compte de paiement, car la monnaie électronique constitue un montant monétaire au sens de l'article 4, paragraphe 1, point 18 de la loi sur le blanchiment d'argent (ZDG) et un compte de paiement au sens de l'article 4, paragraphe 1, point 51 de la ZDG est un compte au nom des utilisateurs de services de paiement qui peut être

⁷⁷² Le détenteur de la monnaie électronique - également sous forme de jetons - doit prouver à l'émetteur qu'il est le détenteur légitime, c'est-à-dire qu'il est autorisé à disposer de la monnaie électronique ; en raison de la publicité et de la permanence de la chaîne de blocs, cette preuve sera régulièrement facile à obtenir et peut donc être empêchée par des moyens techniques d'une probatio diabolica. Toutefois, aucune liste blanche n'est requise, en ce sens que l'argent électronique symbolisé ne peut être transféré qu'à des portefeuilles ou détenteurs de portefeuilles identifiés.

utilisé pour exécuter des opérations de paiement.⁷⁷³ Un tel portefeuille, sur lequel des jetons de monnaie électronique peuvent être conservés, serait donc classé comme un compte de paiement. La tenue de comptes de paiement par les prestataires de services de paiement est notamment liée aux opérations de dépôt et de retrait ou à d'autres prestataires de services de paiement tenant des comptes.⁷⁷⁴ En outre, il doit également être possible de détenir des jetons de monnaie électronique dans des portefeuilles privés, à condition que le protocole jeton-portfeuille soit techniquement compatible ; toutefois, un tel portefeuille privé ne peut pas constituer un compte de paiement au sens de la ZDG.

2.7.4 Conclusion : valeur monétaire et gestion de la monnaie électronique sur les portefeuilles

416 Comme il a déjà été dit à plusieurs reprises en raison de son importance, la caractéristique essentielle de la monnaie électronique est l'existence d'une créance sur un émetteur. Si un jeton indépendant a une valeur intrinsèque et que cette valeur doit donc être considérée par analogie à la monnaie marchandise ou à la monnaie virtuelle, mais pas

⁷⁷³ Il convient de noter que la loi ZDG ne s'applique qu'à la prestation professionnelle de tels services de paiement (art. 2, al. 1, ZDG) en ce qui concerne l'exécution d'opérations de paiement via un Wallet sur lequel de la monnaie électronique peut être détenue ; les particuliers ne sont pas concernés par cette disposition, sauf s'ils fournissent des services de paiement de manière indépendante, régulièrement et dans l'intention d'en tirer un avantage économique, c'est-à-dire à titre professionnel. Il convient également de noter que les comptes fantômes internes d'un émetteur, qui reflètent par exemple la monnaie électronique de l'émetteur en circulation, ne sont pas considérés comme des comptes de paiement, car ils ne sont pas destinés à l'exécution d'opérations de paiement, cf. BaFin, Merkblatt - Hinweise zum Zahlungsdienstleistungsaufsichtsgesetz (ZAG), 22.12.2011, modifiée en dernier lieu le 29.11.2017, P 2. a)

⁷⁷⁴ Cf. art. 4 (1) Z 5, 12 et 24 ZDG.

comme de la monnaie fiduciaire,⁷⁷⁵ il représente une marchandise sous forme de logiciel qui est vendu par un prestataire de services dans le domaine du développement de logiciels et ne contient pas de créance monétaire à l'égard d'un émetteur ; la valeur d'un tel jeton est formée sur la base du marché en fonction de l'offre et de la demande, comparable à Bitcoin, Ether ou au jeton de la société liechtensteinoise la plus connue de la chaîne de magasins, Aeternity. Toutefois, la valeur ne découle pas d'une créance contractuelle à l'encontre d'un émetteur. L'activité de monnaie électronique est essentiellement une activité de dépôt, qui est traitée différemment en raison de la fiction juridique si certaines conditions sont remplies. Toutefois, le lien avec l'activité de dépôt signifie que la valeur monétaire de l'opération de monnaie électronique sous la forme d'une créance dans le cadre du concept de monnaie électronique est uniquement basée sur des fonds ou des montants d'argent remboursables sans condition, et les créances pour l'achat de biens et/ou de services ne sont pas incluses. Le droit de remboursement à la valeur nominale ou - plus précisément - le droit de rembourser l'argent fourni est donc un élément constitutif de la monnaie électronique.

La monnaie électronique ne doit pas faire obstacle à l'innovation technique. En conséquence, même la décentralisation de la chaîne de blocs est conforme au régime de la monnaie électronique. La monnaie électronique peut être gérée sur le serveur d'un émetteur (compte spécifique pour la monnaie électronique). D'autre part, la monnaie électronique peut également être stockée sur des systèmes à base de cartes ou

⁷⁷⁵ Voir le considérant 8 de la 5e directive sur le blanchiment de capitaux, qui qualifie la monnaie électronique de monnaie fiduciaire.

de logiciels. En droit purement civil, le transfert de monnaie électronique s'effectue par la cession de la créance représentée par la monnaie électronique. Si une telle affectation de monnaie électronique symbolisée sur la chaîne de blocs a lieu en transférant le jeton correspondant dans un portefeuille, un émetteur de monnaie électronique en tant que débiteur ne doit pas nécessairement être informé de cette procédure. En vertu du § 1395 ABGB, l'émetteur, en tant que cessus ou débiteur, pouvait continuer à effectuer le paiement au créancier antérieur en acquittement de la dette si ce dernier n'était pas informé de la cession. De facto, cependant, cela ne pose pas de problème puisque la créance - et donc sa remboursabilité ou son rachat à la valeur nominale de la monnaie électronique - est liée au jeton. Toute personne s'adressant à un émetteur en tant que partie habilitée à disposer d'un jeton de monnaie électronique est en droit de rembourser la créance et d'informer en même temps l'émetteur de la cession ; le droit de disposer d'un tel jeton de monnaie électronique peut être garanti précisément en raison de la traçabilité techniquement garantie des transactions sur une chaîne de blocs.

- 418 Un portefeuille sur lequel de la monnaie électronique peut être détenue et ensuite transférée doit être classé comme un compte de paiement s'il est fourni par un émetteur de monnaie électronique lui-même ou par un prestataire de services tiers. Indépendamment de cela, il est également possible, comme expliqué ci-dessus, de détenir de la monnaie électronique sur des portefeuilles privés sans avoir à obtenir d'autorisation en tant qu'établissement de paiement sur la base des règles de droit civil relatives au transfert de monnaie électronique.

2.7.5 Monnaie électronique et exemptions

Un autre élément de la monnaie électronique est la faisabilité des opérations de paiement conformément à la loi sur la monnaie électronique (ZDG). Une opération de paiement est définie comme une mise à disposition, un retrait ou un transfert de fonds initié par le payeur ou le bénéficiaire.⁷⁷⁶ 419

Enfin, pour être classée comme monnaie électronique, une valeur monétaire au sens ci-dessus doit également être acceptée par des tiers. L'OCE ne s'applique pas à une valeur monétaire qui n'est acceptée que par son propre émetteur. En outre, une exception à la monnaie électronique nécessitant une autorisation s'applique si une valeur monétaire est émise sur un instrument prépayé qui ne peut être utilisé que dans une mesure très limitée. Ici, comme dans la loi ZDG, les exceptions de la gamme de produits très limitée (gamme de biens ou de services) et du réseau limité de fournisseurs de services (réseaux limités) s'appliquent.⁷⁷⁷ Le réseau doit être considéré comme limité si un instrument est accepté exclusivement pour l'achat de biens ou de services dans un bureau de réception ou dans une chaîne de magasins (chaîne de magasins de détail ; solution de franchise ou de shop-in-shop⁷⁷⁸) (connexion 420

⁷⁷⁶ Art 4 (1) Z 54 ZDG.

⁷⁷⁷ Article 2 (2) du GEC en liaison avec l'article 3 (1) lit g et i de la LDZ ; cf. chapitre II.2.8.2.

⁷⁷⁸ La solution "shop-in-shop" se réfère aux biens et/ou services fournis par un détaillant donné conformément au considérant 13 de la DSP II. Cette exception peut être pertinente si un Crypto-Exchange souhaite émettre un instrument de paiement interne (sous forme de jetons) avec lequel d'autres jetons de monnaie virtuelle peuvent être obtenus (également ou surtout si le Crypto-Exchange est multilatéral).

des parties par un accord commercial).⁷⁷⁹ La gamme de produits est considérée comme très limitée si l'objectif de l'instrument de paiement est "*effectivement limité à un nombre fixe de biens ou de services fonctionnellement liés*".⁷⁸⁰ Dans ce contexte, des groupes spécifiques de biens ou des biens qui sont liés les uns aux autres doivent être pris en compte. Des ⁷⁸¹exemples pratiques de ces instruments - sans prétendre à l'exhaustivité - sont les cartes de clients, les tickets de voyage et de stationnement, les cartes de carburant, les cartes de membre, etc.⁷⁸²

421 En vertu de la DSP II, l'autorité de surveillance nationale, c'est-à-dire le FMA au Liechtenstein, doit être informée si une telle exception du réseau limité est utilisée et si la valeur totale des opérations de paiement dépasse 1 million d'euros au cours des 12 mois précédents. À cet égard, l'ADF doit également être informée de l'exception qui est utilisée.⁷⁸³

2.7.6 Échange de pièces d'écurie et de monnaie électronique à l'aide de l'exemple de Tether

⁷⁷⁹ Considérant 5 de la directive sur la monnaie électronique en liaison avec l'article 3, paragraphe k, de la directive sur les services de paiement II.

⁷⁸⁰ Considérant 13 PSD II.

⁷⁸¹ Par exemple, si un instrument peut être utilisé exclusivement pour acquérir des géodonnées ou certains produits d'investissement. En particulier, la possibilité d'obtenir des types individuels de produits ou de services au moyen d'un instrument justifiera régulièrement cette exception. Voir le chapitre II.2.3.1a concerne le terme générique.

⁷⁸² Considérant 5 de la directive sur la monnaie électronique en liaison avec le considérant 14 de la directive sur la monnaie électronique II.

⁷⁸³ Article 37(2) PSD II, ELI ; <http://data.europa.eu/eli/dir/2015/2366/oj> ; Article 3(3) ZDG. Dans la ZDG, la valeur seuil a été fixée à 1 million de francs suisses ou l'équivalent en euros, en dérogation à la directive.

Ce chapitre traitera des jetons ou des pièces de monnaie électronique, qui représentent la monnaie électronique. Contrairement à l'Allemagne, le commerce bilatéral contre son propre carnet de jetons représentant la monnaie électronique n'est soumis à aucune surveillance. Selon la compréhension du Liechtenstein, la monnaie électronique (également sous forme de jetons) n'est pas un instrument financier.⁷⁸⁴ Toutefois, la loi bancaire allemande (KWG) prévoit dans son § 1 al. 11 n° 7 que les unités de compte, c'est-à-dire les jetons au sens de devises virtuelles, constituent également des instruments financiers. Par conséquent, en vertu du droit allemand, il pourrait y avoir une concurrence entre la monnaie électronique (symbolique) et les instruments financiers relevant du KWG. Toutefois, même s'il existe une exception pour la monnaie électronique (qui est soumise à autorisation), le concept d'instruments financiers a peu de chances de voir le jour en droit allemand, car une telle valeur monétaire sous forme de jeton (unité de compte) représente toujours de la monnaie électronique d'un point de vue dogmatique, même si aucune autorisation en tant qu'établissement de monnaie électronique n'est requise. 422

Pour en revenir à la législation du Liechtenstein, le commerce de monnaie électronique pour compte propre n'est ni une émission ni une distribution de monnaie électronique, qui serait couverte par l'EKG ou la 423

⁷⁸⁴ Voir chapitre II.2.2.2, note en marge 221.

ZDG. Cela ne constitue pas non plus un rachat de la créance par l'émetteur ou toute entité qui lui est attribuable. En⁷⁸⁵ droit civil, cela constituerait une cession de créances et, en cas d'achat commercial de créances, peut également constituer une véritable opération d'affacturage, ce qui, en droit liechtensteinois, ne constitue pas une opération bancaire.⁷⁸⁶

- 424 Il est exact que la monnaie électronique est une créance en argent. Cette revendication peut être représentée par un jeton. Une opération de change ou d'échange au sens d'une activité de bureau de change au sens de l'art. 2 al. 1 lit 1 DDA⁷⁸⁷ envers l'émetteur de monnaie électronique avec un jeton représentant de la monnaie électronique ne peut avoir lieu. Si la créance à l'encontre de l'émetteur est "échangée", elle est effectivement rachetée et expire. Le point de vue selon lequel l'échange de monnaie électronique ou de monnaie électronique représentée par des jetons contre des monnaies ayant cours légal ou des monnaies virtuelles⁷⁸⁸ constitue une activité de bureau de change au sens du PDD reflète le point de vue (de contrôle) de lege ferenda qui prévaut (depuis

⁷⁸⁵ L'évaluation est différente en Allemagne, voir *Terlau in Casper/Terlau* (Hrsg), ZAG : Das Aufsichtsrecht des Zahlungsverkehrs und des E-Money, §1a ZAG, Rz 111.

⁷⁸⁶ Voir le chapitre II.2.2.4.

⁷⁸⁷ IdF LGBI 2009.047 ; voir chapitre II.2.9.

⁷⁸⁸ Dans le considérant 8 de la 5e directive sur le blanchiment de capitaux, la monnaie électronique est considérée comme de la monnaie fiduciaire. Étant donné que la 5e directive sur le blanchiment de capitaux n'a pas encore été mise en œuvre au Liechtenstein, seul le changement de monnaie légale contre des monnaies virtuelles, c'est-à-dire le passage de la monnaie électronique à des monnaies virtuelles ou à une monnaie légale, est couvert pour l'instant.

la mise en œuvre du 5e amendement du PDD). Directive sur le blanchiment de capitaux)⁷⁸⁹ et, pour des raisons de doctrine de droit civil, ce point de vue est strict conformément aux raisons décrites ci-dessus, car la monnaie électronique représente une valeur monétaire représentée de manière électromagnétique sous la forme d'une demande de remboursement inconditionnel de fonds ou de montants monétaires à l'encontre d'une entité émettant de la monnaie électronique ; la classification comme monnaie fiduciaire par le législateur de l'Union suggère que la monnaie électronique représente une demande d'argent - ainsi que des dépôts.⁷⁹⁰ Au Liechtenstein, l'introduction de la TVTG telle que modifiée par les BuA 2019/54 et BuA 2019/93, respectivement, n'a pas permis de mettre en œuvre l'obligation légale d'échanger des fiats

⁷⁸⁹ Voir le considérant 8 de la 5e directive sur le blanchiment de capitaux, 2018/843 (Statut : acte adopté sous examen par l'EEE/AELE), ELI : <http://data.europa.eu/eli/dir/2018/843/oj> ; la 4e directive sur le blanchiment de capitaux, 2015/84, en revanche, est en vigueur depuis le 1er août 2019, bien qu'elle ait déjà été transposée par anticipation dans le DDA avec le LGBI 2017.047 (BuA 2016/159), ELI : <http://data.europa.eu/eli/dir/2015/849/oj> (<https://www.efta.int/eea-lex/32015L0849>) ; la 6e directive sur le blanchiment de capitaux 2018/1673, ELI : <http://data.europa.eu/eli/dir/2018/1673/oj>, cependant, est sans pertinence pour l'EEE pour le moment ; *Nägele/Bergt*, cryptocurrencies et technologie de la chaîne de bloc dans le droit de surveillance du Liechtenstein - zone grise réglementaire ? LJZ 2/18, p 63 (p 66) - ici, on a supposé à tort que la monnaie électronique est une monnaie virtuelle, alors que la monnaie électronique et les monnaies virtuelles s'excluent mutuellement.

⁷⁹⁰ Ainsi, les critères "valeur monétaire", "sous forme de créance", "contre paiement d'une somme d'argent" et "afin d'effectuer des opérations de paiement avec elle" sont tous étroitement liés et concernent des créances monétaires sur un émetteur, qui figurent dans ses livres au passif - tout comme les dépôts au sens d'une activité de réception de dépôts.

contre d'autres fiats ou des monnaies virtuelles pour l'existence de bureaux de change ou de prestataires de services de change VT.⁷⁹¹ Indépendamment de cela, selon la diction du considérant 8 de la 5e directive sur le blanchiment de capitaux, il est évident que, d'un point de vue économique, les monnaies virtuelles ne représentent pas un moyen d'échange sans valeur intrinsèque, c'est-à-dire la monnaie fiduciaire. Le législateur de l'Union part donc également du principe que les monnaies virtuelles ont une valeur intrinsèque similaire à la monnaie marchandise.⁷⁹²

425 Une autre question est de savoir si l'appariement (en tant qu'intermédiaire sans risque ou dans le cadre d'opérations en principal appariées) est possible en ce qui concerne la monnaie électronique (en particulier sous forme de jetons). Si le système est modelé sur une contrepartie centrale⁷⁹³, il n'y a en fin de compte qu'une transaction contre le propre livre et cela est possible, comme nous l'avons déjà expliqué, en ce qui concerne la monnaie électronique. Cela pourrait être contrebalancé par le fait que la monnaie électronique doit être remboursable à tout moment à sa valeur nominale, sans limite minimale de remboursement.⁷⁹⁴ Cela soulève la question de l'utilité des places de négociation multilatérales pour la monnaie électronique - la monnaie électronique, ou la créance sous-jacente, doit être remboursable à tout moment au pair par l'émetteur. Alors pourquoi quelqu'un devrait-il payer plus ou moins que la valeur nominale correspondante pour de la monnaie électro-

⁷⁹¹ Voir en détail le chapitre II.2.9.

⁷⁹² Voir le chapitre II.2.7.8.

⁷⁹³ Voir le chapitre II.2.4.7.

⁷⁹⁴ Considérant 18 de la directive sur la monnaie électronique.

nique si la monnaie électronique doit toujours être remboursée à sa valeur nominale et n'est donc pas sujette à la volatilité et ne convient pas non plus à l'épargne, mais sert principalement à exécuter des opérations de paiement ?⁷⁹⁵ Au moins une raison pourrait résider dans les opérations de spéculation sur les devises, par exemple. Toutefois, comme la créance est à l'encontre de l'émetteur et que ce dernier doit rembourser la valeur nominale, un créancier de la créance (détenteur de monnaie électronique) peut également la vendre à volonté. Cela n'affecte pas l'obligation de l'émetteur de remettre la valeur nominale correspondante à la personne habilitée à disposer de la monnaie électronique en échange du rachat ou de la restitution de la monnaie électronique.⁷⁹⁶

Dans le cas d'une telle convergence d'intérêts en ce qui concerne la monnaie électronique ou les jetons représentant de la monnaie électronique, la question se pose de savoir si cela répond à la définition de la distribution de monnaie électronique. Outre les émetteurs de monnaie 426

⁷⁹⁵ Cour AELE du 30.05.2018 sur E-9/17.

⁷⁹⁶ Cf. article 11, paragraphes 1 et 2, de la directive sur la monnaie électronique et article 44 du traité CE concernant l'émission et le remboursement de monnaie électronique à la valeur nominale. Cf. également l'arrêt de la Cour de l'AELE du 30 mai 2018 dans l'affaire E-9/17 entre Edmund Falkenhahn AG et l'Autorité des marchés financiers du Liechtenstein, <https://eftacourt.int/download/9-17-judgment/?wpdmdl=1805>. Dans ce cas précis, les unités de compte appelées "World" et "Money" devraient être émises contre des monnaies légales, la valeur des unités de compte devant être rendue dépendante de la valeur marchande de l'or. Les fonds des clients doivent être garantis en investissant dans l'or. En conséquence, cela était en contradiction avec la directive sur la monnaie électronique, puisque, comme expliqué, la monnaie électronique est remboursable à tout moment à sa valeur nominale et que, de plus, l'or n'est pas un actif sûr à faible risque ou un actif liquide sûr.

électronique eux-mêmes, seuls leurs agents ou les personnes visées à l'article 14, paragraphe 1, du GEC peuvent⁷⁹⁷ procéder à cette distribution.⁷⁹⁸ Si l'émission de monnaie électronique, c'est-à-dire l'émission de valeurs monétaires sous forme d'unités de compte stockées électroniquement ou magnétiquement contre le paiement anticipé de montants monétaires, est réservée à un émetteur (la créance correspondante est enregistrée dans les livres de l'entité émettrice), la distribution est également possible par l'intermédiaire d'agents. La⁷⁹⁹ distribution, quant à

⁷⁹⁷ Cf. la définition de l'article 14, paragraphe 2, du GEC "*l'émission de monnaie électronique par l'intermédiaire d'agents ou de personnes visés au paragraphe 1 est interdite*", qui laisse entendre que les personnes visées à l'article 14, paragraphe 1, du GEC ne sont pas des agents ; les agents se caractérisent par le fait qu'ils peuvent distribuer et/ou rembourser de la monnaie électronique et d'autres services de paiement pour le compte d'un établissement de monnaie électronique (article 3, paragraphe 1, point e), du GEC). En outre, d'importantes tâches opérationnelles - notamment le remboursement et/ou la distribution de la monnaie électronique - peuvent être externalisées. L'externalisation de tâches opérationnelles importantes d'un émetteur de monnaie électronique ne peut être effectuée de manière à porter atteinte de manière significative à la qualité du contrôle interne et des activités de surveillance de l'AME (article 13 de la CCE). Il est recommandé qu'un accord clair sur les droits et obligations soit conclu par écrit entre l'établissement de paiement et le prestataire de services. La distinction entre les activités des agents et l'externalisation de tâches opérationnelles importantes a été réglementée de manière plus compréhensible dans l'article 15 de la loi d'introduction à la loi bancaire autrichienne en liaison avec les articles 21 et 22 de la loi autrichienne sur l'autorité des services financiers (öZaDiG) qu'au Liechtenstein, où il est immédiatement évident que ces activités sont différentes.

⁷⁹⁸ Article 14 et article 5, paragraphe 2, point a), du traité CE, en liaison avec l'article 7, paragraphes 4 à 6, et l'article 25 de la loi sur la protection des données (ZDG).

⁷⁹⁹ *Muri*, Distribution de monnaie électronique via des tiers, externalisation et agents dans *Vonkilch* (ed.), Commentaire sur la loi de 2010 sur la monnaie électronique, § 15 Rz 3 (p. 213.)

elle, repose sur le rachat, la revente au public, le rachat à la demande d'un client de monnaie électronique, ou le remplissage de produits de monnaie électronique ou la mise à disposition d'un canal de distribution de monnaie électronique.⁸⁰⁰ La simple mise en correspondance ou le regroupement des intérêts liés à la monnaie électronique sur une plateforme n'est donc pas couvert par la définition étroite de la distribution. En outre, il est caractéristique des agents et autres personnes attribuables (agents d'exécution) qu'ils fournissent des services de paiement au nom de l'émetteur. Un émetteur de monnaie électronique est également responsable des actions de ses agents et autres personnes imputables.⁸⁰¹ Toutefois, les tiers doivent être libres de vendre toute monnaie électronique (créances) qu'ils ont acquise pour leur propre compte et à leurs propres risques. Il⁸⁰² convient toutefois de noter qu'avec l'intégra-

⁸⁰⁰ *Muri*, Distribution de monnaie électronique par des tiers, externalisation et agents à *Vonkilch* (Hrsg), Commentaire sur la loi de 2010 sur la monnaie électronique, § 15 Rz 5 f (S 213 f.)

⁸⁰¹ Art. 15 EGG en tant que *lex specialis* à l'article 44 Division finale PGR.

⁸⁰² En droit civil, cela constitue une acquisition ou une cession synallagmatique d'une créance et ne constitue pas une mise à disposition, un transfert ou un retrait d'une somme d'argent par le payeur ou le bénéficiaire. Une telle opération ne constitue pas une opération de paiement, car la somme d'argent (la créance) est acquise par le payeur ou le bénéficiaire. En l'absence d'une opération de paiement, aucun service de paiement (y compris un service d'initiation de paiement) n'est fourni ; voir l'art. 4 al. 1 n° 54 et n° 40, n° 39, n° 41 ZDG en liaison avec l'art. 2 al. 2 ZDG. Cf. également la définition des bureaux de change à l'art. 2 al. 1 lit l DDA telle que modifiée par le LGBl 2009.047, qui est largement basée sur le considérant 8 de la 5ème directive ARC. La disposition relative à l'échange de monnaie électronique contre d'autres monnaies fiduciaires ou des monnaies virtuelles serait autrement obsolète si cela constituait de toute façon une opération de paiement et donc un service de paiement au sens de la DDA.

tion partielle de la 5e directive sur le blanchiment de capitaux dans l'acquis EEE et la mise en œuvre nationale de cet acte juridique au Liechtenstein, un changement de monnaie électronique contre d'autres monnaies fiduciaires ou un changement de monnaie fiduciaire telle que la monnaie électronique contre des monnaies virtuelles constitue l'activité d'un bureau de change.⁸⁰³

427 De même, il doit être possible de regrouper les intérêts relatifs à la monnaie électronique sans⁸⁰⁴ être qualifié d'agent ou d'autre personne imputable, d'autant plus que, comme expliqué ci-dessus, il ne s'agit même pas d'une activité de vente axée sur la vente. Même dans le cas d'une vente dans un tel scénario, il faut laisser à l'entité vendeuse le soin de le faire à ses propres risques et en son propre nom et non au nom de l'émetteur.

428 Si la simple fusion des intérêts d'acquisition et de cession en matière de monnaie électronique ne semble pas poser de problème d'un point de vue prudentiel, le règlement effectif de ces transactions est un service de paiement. Dans ce type de règlement, les parties se voient transférer des devises ayant cours légal ou virtuel d'une part et des fonds (monnaie électronique) d'autre part.⁸⁰⁵ Depuis la directive PSD II, l'exception pour les agents commerciaux a été limitée en ce sens qu'ils ne peuvent pas représenter à la fois le côté achat et le côté vente, mais un agent

⁸⁰³ Voir la note en marge 424 et le chapitre II.2.9.

⁸⁰⁴ Ces personnes doivent pouvoir être identifiées par un établissement de monnaie électronique et divulguer leur représentation à des tiers.

⁸⁰⁵ Transfert de fonds en tant qu'opération de paiement au sens de l'article 4, paragraphe 1, point 54 de la loi ZDG. Le transfert de monnaie électronique acquise sur un système multilatéral à l'aide de jetons constitue également un service de paiement, car il s'agit d'un montant monétaire au sens de la ZDG.

commercial ne peut agir que pour le compte du payeur ou du bénéficiaire, et non pour les deux.⁸⁰⁶

Par la suite, il faudra analyser, sur la base de l'affaire "Tether", qui a été courtisée par les médias et qui présente un intérêt pratique, si la pièce stable USD Tether (USDT) représente de la monnaie électronique, car on la rencontre souvent comme contrepartie des paires de négociation sur les plateformes de négociation de jetons.⁸⁰⁷ Pour les besoins de cette analyse, la nature juridique de l'attache doit être examinée plus en détail. Le câble a été ou est délivré de manière continue par Tether Limited, Hong Kong.⁸⁰⁸ Les termes et conditions de Tether Limited stipulent que Tether est couvert à 100% par la réserve de Tether. Par exemple, si l'USDT est acheté par Tether Limited, il est lié au dollar américain dans une proportion de 1 pour 1. En cas d'achat de 100,00 USDT, Tether Limited détiendra 100,00 USD de réserves afin de maintenir la valeur de ces jetons d'ancrage aussi stable que possible ou de garantir le rachat. La⁸⁰⁹ même chose est possible avec l'euro, de sorte que les Euro Tether

⁸⁰⁶ BuA 2019/11, p 36 s ; considérant 11 PSD II. Lorsqu'un agent commercial agit au nom d'un payeur et d'un bénéficiaire, l'exemption ne peut être maintenue que si l'agent commercial ne contrôle à aucun moment les fonds du client. Cette exception serait concevable pour un agent commercial et un prestataire de services d'initiation de paiement en vertu de l'article 4, paragraphe 1, Z 40 et 39 en liaison avec l'article 2, paragraphe 2, litt. e ZDG.

⁸⁰⁷ Par exemple sur la plateforme <https://www.bitpanda.com/de> exploitée par la société autrichienne Bitpanda GmbH, appelée le 15.09.2019, 18h11.

⁸⁰⁸ <https://tether.to/contact-us/> consulté le 29 juillet 2019, 17h45

⁸⁰⁹ La valeur de Tether n'est pas la valeur intrinsèque du jeton lui-même (au sens de jeton ou de logiciel en tant que marchandise), mais l'obligation d'échanger le jeton contre la valeur équivalente correspondante. Les attaches sont également détruites en "brûlant" lorsqu'elles sont reprises, voir *Valera*, Tether Burns

(EURT) nouvellement émis peuvent être acquis en ajoutant des euros dans un rapport de 1:1. En outre, Tether Limited est contractuellement tenu de racheter le câble de raccordement émis, ce qui lui donne le droit de privilégier un "rachat" du câble et exclut généralement sa responsabilité pour tout inconvénient lié à ce rachat.⁸¹⁰

- 430 Sur la base de cette prémisse, l'attache représente une valeur monétaire stockée électroniquement. Cette valeur provient de la créance contractuelle contre Tether Limited (émetteur) pour échanger le câble de raccordement contre le montant d'argent correspondant. On peut donc affirmer que le tether est émis sous la forme d'une créance à l'encontre de l'émetteur (tether limited) pour diverses sommes d'argent, puisque l'émetteur s'est initialement engagé envers Tether Limited sans restriction, puis avec des restrictions partielles, à rembourser (inconditionnellement) le tether. En liant Tether à une monnaie ayant cours légal, il est

Half A Billion USDT Coins In An Act Of Redemption, 25.10.2018, <https://www.cryptomonedaseico.com/en/news-en/tether-burns-half-a-billion-usdt-coins-in-an-act-of-redemption/>, consulté le 29.07.2019, 18:39.

⁸¹⁰ <https://tether.to/legal/> in der Fassung vom 26.02.2019, aufgerufen am 29.07.2019, 17:46 - insb Klausel 3 "About Tether Tokens ; General Restrictions" und Klausel 14.8 "Limitation of Liability & Release" ; vgl auch <https://tether.to/>, aufgerufen am 15.03.2019, wonach es heisst wie folgt : "*Chaque tether est toujours garanti à 100% par nos réserves, qui comprennent les devises traditionnelles et les équivalents en espèces et, de temps en temps, peuvent inclure d'autres actifs et créances provenant de prêts accordés par Tether à des tiers, qui peuvent inclure des entités affiliées (collectivement, "réserves")*", während dieselbe Seite am 19.02.2019 noch verlautbarte : "*Chaque tether est toujours adossé à 1 pour 1, par des devises traditionnelles détenues dans nos réserves. Ainsi, 1 USD\$ est toujours équivalent à 1 USD.* ", <https://web.archive.org/web/20190219054619/https://tether.to/> - vgl hierzu *Khatri*, 14.03.2019, 13:20, Tether Says Its USDT Stablecoin May Not Be Backed By Fiat Alone, <https://www.coindesk.com/tether-says-its-usdt-stable-coin-may-not-be-backed-by-fiat-alone/>, aufgerufen am 07.10.2019, 20:58.

clair que Tether peut être utilisé pour régler des opérations de paiement. En outre, il existe une acceptation de Tether pour l'exécution de ces opérations de paiement en dehors de l'émetteur.⁸¹¹

En conclusion, Tether serait un modèle pour le régime de monnaie électronique de l'Union. Comme il ressort des considérants 13 et 18 de la directive sur la monnaie électronique,⁸¹² l'acceptation de fonds ne constitue pas une acceptation de dépôts ou d'autres fonds remboursables, à condition que la monnaie électronique soit émise directement en contrepartie.⁸¹³ *Il est* donc une conséquence logique de la fiction législative de la délimitation des activités de dépôt que l'émission effective d'une valeur monétaire sous forme de créance repose sur la nature inconditionnelle de la demande de remboursement ou de la créance.⁸¹⁴ S'il existe une demande inconditionnelle de remboursement de montants monétaires, il est logique qu'il y ait une demande correspondante d'exécution (plus précisément une demande de remboursement). Si, toutefois, l'opération de dépôt peut être éliminée par un accord contractuel sur une demande de remboursement purement conditionnelle, cela doit s'appliquer d'autant plus à l'opération de monnaie électronique. Il

⁸¹¹ La réalisation du dernier élément de la monnaie électronique, l'acceptation par des personnes autres que l'émetteur, est supposée sur la base de la notoriété ; cf. également la plate-forme de négociation pour les jetons énumérés dans le FN 807, sur laquelle le tether est accepté.

⁸¹² Cf. également la délimitation de l'art. 3 al. 3 let. a BankG.

⁸¹³ *Lintner*, Loi fédérale sur l'émission de monnaie électronique et sur l'accès, l'exercice et la surveillance des activités des établissements de monnaie électronique à *Vonkilch* (éd.), Commentaire de la loi sur la monnaie électronique 2010, § 1, note en marge 11 (p. 45).

⁸¹⁴ Cf. article 44 (1) et (2) du GEC, selon lequel la monnaie électronique doit être remboursée par l'émetteur à la valeur nominale à tout moment sur demande.

n'est pas non plus possible de soutenir que la valeur monétaire sous forme de créance dans le cadre du régime de la monnaie électronique se rapporte aux opérations de paiement et que la préoccupation première n'est pas une obligation inconditionnelle de rembourser les fonds versés, car dans ce cas, la plupart des bons (électroniques) devraient également être qualifiés de monnaie électronique, à moins qu'une exception au réseau limité ne s'applique. Dans ce cas, ces bons devraient également être remboursables, car ils appliqueraient le régime de la monnaie électronique de manière incorrecte - une telle interprétation est toutefois intenable ; la créance sur un émetteur pour la valeur monétaire (c'est-à-dire la monnaie électronique) ne peut donc pas être abstraite de la demande de remboursement du montant de l'argent remis (en échange de la valeur monétaire). Toutefois, s'il s'agit de monnaie électronique, les autorités de contrôle stipulent que le remboursement de la monnaie électronique doit être soumis à des conditions strictes et ne peut être limité - ni en termes de temps ni en termes de montant. Chaque longe est garantie par la valeur nominale payée⁸¹⁵ et il n'y a pas de demande de remboursement conditionnel.

432 Il est toutefois essentiel que la loi sur la monnaie électronique et la directive sur la monnaie électronique, sur la base desquelles la loi sur la monnaie électronique a été transposée en droit national, soient destinées à permettre aux établissements de monnaie électronique d'accéder à leurs activités, de les exercer et de les contrôler. Le champ d'application de la loi sur la monnaie électronique s'étend donc exclusivement à l'émission commerciale de monnaie électronique par des émetteurs de

⁸¹⁵ Voir Rz 429.

monnaie électronique.⁸¹⁶ Les émetteurs de monnaie électronique sont principalement des établissements de monnaie électronique et des banques.⁸¹⁷ Toutefois, comme la monnaie électronique fondée sur la législation de l'UE n'existe légalement que dans l'UE et l'EEE, seuls les émetteurs de monnaie électronique émettant de la monnaie électronique dans l'EEE et l'UE sont couverts. Inversement - et plus précisément - la limitation de l'activité d'émission de monnaie électronique, qui est principalement réglementée par la directive sur la monnaie électronique, aux établissements de crédit CRR et aux établissements de monnaie électronique implique implicitement le champ d'application local de la directive sur la monnaie électronique, qui couvre le territoire de l'UE/EEE en ce qui concerne l'émission de monnaie électronique, puisque les établissements susmentionnés ne peuvent être agréés que sur ce territoire.⁸¹⁸

Par conséquent, la monnaie électronique ne peut être émise que dans l'UE et l'EEE. Dans le cas d'une constellation ayant des points de vente dans l'EEE ou l'UE qui agissent pour le compte d'un émetteur (étranger), l'émission aura néanmoins lieu dans l'UE ou l'EEE. Dans le cas de Tether, cependant, on suppose que Tether Limited ou les entités qui lui sont attribuables n'auront pas d'effet sur une question dans l'UE ou l'EEE. Bien que l'attache remplisse donc fondamentalement tous les éléments et caractéristiques de la monnaie électronique, l'attache limitée opère en dehors de cette zone géographique et émet l'attache dans une 433

⁸¹⁶ Articles 1 et 2 (1) du GEC ; article 1 (1) de la directive sur la monnaie électronique ; voir également le chapitre II.2.7.1.

⁸¹⁷ Article 3, paragraphe 1, point c), du GEC ; article 1, paragraphe 1, points a) et b), de la directive sur la monnaie électronique.

⁸¹⁸ Voir le chapitre II.2.7.1.

juridiction qui n'est probablement pas familière avec la monnaie électronique.⁸¹⁹ Par conséquent, cela exclut également le champ d'application matériel, puisqu'il est fondé sur une créance à l'encontre de l'émetteur de monnaie électronique. Toutefois, du point de vue du Liechtenstein, la société Tether Limited, basée à Hong Kong, n'est pas un émetteur de monnaie électronique au sens du droit communautaire. Comme la directive sur la monnaie électronique, comme expliqué ci-dessus, ne traite que de l'émission de monnaie électronique, la distribution ultérieure d'un jeton, qui constituerait en principe de la monnaie électronique s'il avait été émis dans l'UE ou l'EEE, par une société tierce dans l'UE ou l'EEE - qui n'est pas associée à l'émetteur - n'est pas couverte par le droit de surveillance. En⁸²⁰ bref, le câble ne constitue pas de la monnaie électronique (autorisée) au sens de la directive sur la monnaie électronique ou de la loi sur la monnaie électronique (mais ne nécessiterait une autorisation que s'il était émis dans l'UE ou l'EEE), et le commerce de cette monnaie électronique non autorisée (bilatéral et/ou multilatéral) par une société distincte et indépendante au Liechtenstein ne déclenche pas d'obligation d'autorisation.⁸²¹

⁸¹⁹ En principe, toutefois, si l'argent électronique est refusé, il faut veiller à ce qu'une opération de dépôt ne soit pas néanmoins établie conformément à la juridiction étrangère respective, car celles-ci sont de nature similaire.

⁸²⁰ Du moins, si ce n'est pas réglementé autrement au niveau national. Une distribution d'attache au Liechtenstein doit être non réglementée pour les raisons indiquées.

⁸²¹ Au moins dans la mesure où un tel Stablecoin n'est pas un instrument financier. Cf. le chapitre II.2.2.2 loi bancaire allemande (KWG) pour cette question et pour le commerce de monnaie électronique pour compte propre en tant que service financier.

2.7.7 Conclusion : action bilatérale et multilatérale sur la monnaie électronique

Il est difficile de distinguer la négociation de monnaie électronique ou de jetons représentant de la monnaie électronique de la distribution de monnaie électronique. En vertu de l'article 2 (1) n° 3 lit g de la 5e directive LAB, l'échange de monnaie fiduciaire (c'est-à-dire de monnaie électronique) contre des monnaies virtuelles est un service de bureau de change soumis à une diligence raisonnable, mais pas nécessairement un service de paiement ; la créance sous-jacente représentant de la monnaie électronique est transférée par voie de cession. Même la distribution de monnaie électronique est parfois difficile à distinguer de l'émission de monnaie électronique, l'émission de monnaie électronique étant déterminée par la personne dont la créance résultant de l'émission de monnaie électronique figure dans les livres.⁸²² Lorsqu'un agent de vente agit au nom et aux risques d'un émetteur de monnaie électronique, celui-ci émet directement la monnaie électronique ; l'externalisation de l'émission de monnaie électronique ou l'émission par des agents est également interdite.⁸²³ Toutefois, la distribution au sens de la directive sur la monnaie électronique ou de la CEA, comme son nom l'indique indirectement, est toujours effectuée pour le compte d'un émetteur de monnaie électronique et est autorisée par les personnes visées à l'article 14, paragraphe 1, de la CEA ou par les agents auxquels s'appliquent les

434

⁸²² Muri, Vertrieb von E-Money über Dritte, Auslagerung und und Agents in Vonkilch (Hrsg), Commentaire sur la loi de 2010 sur la monnaie électronique, § 15 Rz 6 (p. 214).

⁸²³ Gerhartinger, Die zivilrechtliche Beurteilung von E-Money in Vonkilch (Hrsg), Commentaire sur la loi sur la monnaie électronique 2010, Rz 52 (p 30 f).

dispositions pertinentes. Toutefois, le commerce de monnaie électronique en son nom propre (distribution en son nom propre) ne constitue pas une activité nécessitant un agrément en tant qu'établissement de monnaie électronique ou établissement de paiement.⁸²⁴ Cette classification en droit allemand semble conduire à une concurrence contradictoire entre la monnaie électronique et les instruments financiers lorsque, par exemple, de la monnaie électronique symbolique est vendue dans le cadre d'opérations pour compte propre, pour lesquelles une licence d'établissement financier semble donc appropriée.⁸²⁵⁸²⁶

- 435 Le commerce en principal de monnaie électronique (symbolisée) semble également ne pas poser de problème en droit liechtensteinois, car ici aussi le contractant ou l'opérateur d'une telle plateforme de commerce agit en tant que contrepartie centrale et agit donc en son propre nom pour son propre compte. Une plate-forme de négociation pour la monnaie électronique (symbolisée) qui est en fait structurée de manière multilatérale, dans laquelle l'opérateur agit comme un intermédiaire sans risque et se contente de réunir les intérêts d'acquisition et de cession relatifs à la monnaie électronique, ne pose pas non plus de problème du point de vue de la surveillance. Toutefois, si un tel intermédiaire exécute également l'exécution du contrat (règlement), il s'agit d'un service de paiement soumis à autorisation, car dans une telle opération, le cours légal d'une part et les fonds (monnaie électronique)

⁸²⁴ *Terlau in Casper/Terlau (Hrsg), ZAG : Das Aufsichtsrecht des Zahlungsverkehrs und des E-Money, § 1a ZAG, Rz 110 f.*

⁸²⁵ Cf. § 1 al. 11 n° 7 KWG - "Unités de compte".

⁸²⁶ *Terlau in Casper/Terlau (Hrsg), ZAG : Das Aufsichtsrecht des Zahlungsverkehrs und des E-Money, § 1a ZAG, Rz 111.*

d'autre part sont parfois transférés. Ces opérations sur la monnaie électronique n'entrent pas en conflit avec le droit de rembourser la monnaie électronique à sa valeur nominale, car la créance sur l'émetteur reste inchangée ; seul le détenteur de la créance change. Depuis la mise en œuvre de la DSP II, l'exception relative aux agents commerciaux ne peut plus être utilisée si une personne agit en tant qu'agent commercial ou courtier au titre de la loi sur la protection des consommateurs en vigueur au Liechtenstein, tant pour le vendeur que pour l'acheteur. Dans le cas de la fourniture commerciale des transactions susmentionnées relatives à la monnaie électronique, un véritable affacturage peut parfois exister, mais cela ne nécessite pas d'autorisation en vertu du droit des marchés financiers au Liechtenstein (contrairement à l'Autriche, où tant l'affacturage véritable que l'affacturage non véritable sont qualifiés d'activité bancaire).

Le concept de monnaie électronique ne couvre pas les instruments monétaires qui, bien que représentant en principe de la monnaie électronique s'ils sont émis dans l'UE/EEE, sont émis dans des pays tiers qui ne sont pas familiers avec le régime de la monnaie électronique. Par conséquent, le commerce ou la commercialisation de ces jetons par des tiers, c'est-à-dire des sociétés non associées à l'émetteur, ne déclenche pas d'obligation d'autorisation en vertu de la loi sur les marchés financiers au Liechtenstein. 436

Le Stablecoin Tether est un exemple de jeton de monnaie électronique ne nécessitant pas d'autorisation. Cela répond fondamentalement à toutes les exigences de la monnaie électronique, car il existe un droit de remboursement à tout moment à la valeur nominale ; si le câble était 437

émis dans l'UE ou l'EEE, sa conception spécifique constituerait simplement une mise en œuvre incorrecte du régime de la monnaie électronique.

2.7.8 Valeur monétaire - Rétablissement de la clause relative aux sonneries ?

438

La monnaie électronique, avec sa valeur monétaire, est obligatoirement compensée par une créance libellée en argent. La monnaie électronique est donc aussi de la monnaie fiduciaire, ce qui découle inévitablement du considérant 8 de la 5e directive sur le blanchiment de capitaux, qui traite également du statu quo concernant la réglementation actuelle des monnaies virtuelles : *"Les prestataires de services qui facilitent l'échange entre des monnaies virtuelles et de la monnaie fiduciaire (c'est-à-dire pièces et billets déclarés comme ayant cours légal et monnaie électronique d'un pays acceptée comme moyen d'échange dans le pays émetteur) et les fournisseurs de porte-monnaie électronique ne sont pas tenus par l'Union de signaler les activités suspectes"*.⁸²⁷ Un jeton, qui représente donc des monnaies virtuelles analogues à la monnaie marchandise, puisqu'il a une valeur intrinsèque due aux données ou aux logiciels affichés et à sa fonctionnalité, ne peut pas représenter de la monnaie fiduciaire et donc pas non plus de monnaie électronique. Le législateur de l'Union a clairement indiqué que les monnaies virtuelles ne représentent pas des objets sans valeur intrinsèque (c'est-à-dire de la monnaie fiduciaire) qui fonctionnent comme un moyen d'échange - dans ce cas, il aurait suffi d'utiliser la monnaie fiduciaire seule. Les jetons, même s'ils ne représentent aucun droit en soi, comme les bitcoins, ne représentent pas de l'argent fictif. Le législateur européen le précise également expressément dans le considérant

⁸²⁷ Considérant 8 de la 5ème directive ARC 2018/843.

10 de la 5e directive GW : *"Les monnaies virtuelles ne doivent pas être confondues avec la monnaie électronique au sens de [la directive sur la monnaie électronique], avec le concept plus large de "fonds" au sens de [la directive PSD II], avec les services ou les opérations de paiement conformes à [la directive PSD II] ou avec les monnaies de jeu qui ne peuvent être utilisées que dans un environnement de jeu donné. Bien que les monnaies virtuelles puissent être fréquemment utilisées comme moyen de paiement, elles peuvent être utilisées à d'autres fins et avoir des applications plus larges, comme par exemple comme moyen d'échange, d'investissement, de produits de préservation de la valeur ou pour une utilisation dans les casinos en ligne"*.⁸²⁸ En dehors de la directive sur la monnaie électronique, le législateur européen affirme donc que les monnaies virtuelles et la monnaie électronique s'excluent mutuellement. Les jetons qui se qualifient comme monnaie virtuelle ne peuvent pas constituer de la monnaie électronique. Néanmoins, les jetons ne doivent pas nécessairement représenter des monnaies virtuelles et peuvent même représenter de la monnaie électronique, pour autant que ce soit l'intention ; la portée du régime de monnaie électronique en rapport avec les jetons risque donc d'être très limitée.

Dies hat auch die EBA bereits vor langem erkannt : *"Les VC [Anm : 439 Monnaies virtuelles] peuvent être (i) transférés d'un utilisateur à un autre par des moyens électroniques, (ii) stockés sur un dispositif électronique ou un*

⁸²⁸ Considérant 10 de la 5e directive du Conseil 2018/843 ; selon l'article 3 n° 18 de la 5e directive du Conseil 2018/843, les monnaies virtuelles sont définies comme : *"une représentation numérique d'une valeur qui n'a pas été émise ou garantie par une banque centrale ou une autorité publique et qui n'est pas nécessairement liée à une monnaie définie par la loi et qui n'a pas le statut juridique d'une monnaie ou d'une pièce de monnaie mais qui est acceptée par des personnes physiques ou morales comme moyen d'échange et qui peut être transmise, stockée et négociée électroniquement"*.

serveur et (iii) échangés électroniquement. [...] L'objectif de la définition ci-dessus est de distinguer les CR de la monnaie (fiduciaire) et, en particulier, de la monnaie électronique en tant que représentation numérique du FC [Anm : Fiat Currency]. Dans la théorie économique, la monnaie remplit trois fonctions différentes : (1) une unité de compte, (2) un moyen d'échange et (3) une réserve de valeur. En principe, les CR pourraient potentiellement remplir une ou plusieurs des fonctions de la monnaie. Toutefois, la définition du capital-risque ci-dessus reflète le fait que ces fonctions ne sont pas, du moins actuellement, comparables en termes de qualité et ne sont pas toujours remplies en même temps ou dans la même mesure. En outre, d'un point de vue réglementaire, l'inclusion du terme "monnaie" dans la dénomination "CR" est trompeuse car elle implique la plus grande liquidité de l'actif, une acceptation large ou universelle dans sa zone géographique, ainsi que l'échangeabilité avec d'autres monnaies (virtuelles et fiduciaires), ce qui n'est pas nécessairement le cas pour chaque système de CR".⁸²⁹

440 Le concept de valeur monétaire n'est pas défini plus précisément dans la directive sur la monnaie électronique. Toutefois, cet élément est étroitement lié aux autres éléments "sous la forme d'une créance à l'encontre de l'émetteur", "émis contre le paiement d'une somme d'argent" et "afin d'effectuer des opérations de paiement" et doit être interprété de manière étroite d'un point de vue téléologique. Par conséquent, il est évident qu'une valeur monétaire est exclusivement basée sur l'argent au sens de la théorie économique de l'ABE en tant qu'unité de compte, moyen d'échange et réserve de valeur, comme cité plus haut. La caractéristique

⁸²⁹ Avis de l'ABE sur les "monnaies virtuelles", ABE/Op/2014/08, 04.07.2014, S. 12, <https://eba.europa.eu/documents/10180/657547/EBA-Op-2014-08+Opinion+on+Virtual+Currencies.pdf>.

de la valeur monétaire peut ensuite être assimilée à l'élément "sous la forme d'une créance sur l'émetteur" qui apparaît lorsque des montants monétaires au sens de l'ABE sont acceptés. Ainsi, un montant monétaire est donné, ce qui donne lieu à une demande de restitution de cette même somme d'argent et détermine ainsi la valeur monétaire sous la forme d'une créance, qui est stockée électroniquement. Par conséquent, cette valeur monétaire peut également être utilisée pour traiter des opérations de paiement, qui à leur tour nécessitent la fourniture, le retrait ou le transfert d'un montant monétaire ; la valeur monétaire ne peut donc être fondée que sur une créance monétaire.⁸³⁰ L'opinion de la BaFin et d'une partie de la doctrine allemande, selon laquelle une valeur monétaire représente tout type de moyen d'échange, est donc dogmatiquement erronée et doit également être rejetée en vertu de l'interprétation du droit national orientée vers les exigences du droit européen (interprétation conforme aux directives ou au droit communautaire). Cela est d'autant plus vrai que l'activité de monnaie électronique constitue en définitive une opération de dépôt qui, par fiction juridique, lorsqu'elle est liée à certaines conditions (au sens du traité CE), a des conséquences différentes de l'opération de dépôt au sens de la loi bancaire ; l'opération de dépôt est nécessairement fondée sur l'acceptation de fonds remboursables (sans condition).⁸³¹

⁸³⁰ Cf. article 1 n° 4 de la directive sur la monnaie électronique : "*La présente directive ne s'applique pas à la valeur monétaire stockée sur des instruments couverts par la dérogation prévue à l'article 3, point k), de la*" DSP I. La valeur monétaire ne peut donc se référer qu'aux montants monétaires avec lesquels les opérations de paiement peuvent être effectuées.

⁸³¹ Voir en détail le chapitre II.2.7.3.

Une valeur monétaire stockée électroniquement a une fonction de preuve et une telle valeur enregistre la créance à l'encontre d'un émetteur d'une part et le montant de la créance monétaire d'autre part.⁸³²

442 L'opinion selon laquelle les jetons, en tant que contenu numérique, représentent des données ou des logiciels ayant une valeur intrinsèque ou, en raison de leur classification comme monnaie virtuelle, ne représentent pas de la monnaie fiduciaire, en liaison avec le considérant 6 de la directive sur la monnaie électronique, s'oppose généralement à la subsumption des jetons dans le cadre du régime de la monnaie électronique. Selon ce considérant, le champ d'application de la directive sur la monnaie électronique n'est pas ouvert aux actifs monétaires qui peuvent être utilisés pour acquérir des biens ou des services numériques si un opérateur ou un émetteur ajoute une valeur intrinsèque supplémentaire à un actif monétaire, par exemple *"sous la forme de facilités d'accès, de recherche ou de transmission"*.⁸³³ Cela suppose en outre que *"le bien ou le service ne peut être utilisé qu'avec un appareil numérique, tel qu'un téléphone mobile ou un ordinateur, et que l'opérateur du système ou du réseau de télécommunications, numérique ou informatique ne se contente pas d'agir en tant qu'intermédiaire entre l'utilisateur du service de paiement et le fournisseur du bien ou du service"*.⁸³⁴ Cela pourrait être le cas si un paiement était effectué directement à l'opérateur et qu'aucune relation débiteur-crédancier n'était établie entre un utilisateur et un fournisseur de biens ou de services.

⁸³² Gerhartinger, l'évaluation de la monnaie électronique en droit civil dans *Vonkilch* (Hrsg), Loi sur la monnaie électronique 2010, p. 11 (p. 28 ; note en marge 46).

⁸³³ Considérant 6 de la directive 2009/110 sur la monnaie électronique.

⁸³⁴ Considérant 6 de la directive 2009/110 sur la monnaie électronique.

Cette exception au champ d'application du traité CE et de la directive sur la monnaie électronique, également connue en Allemagne sous le nom de clause de sonnerie,⁸³⁵ s'applique aux biens ou services numériques mis à disposition par l'opérateur. "Si l'opérateur est au moins impliqué dans la création de valeur du produit, il n'est pas exclusivement un intermédiaire et l'exception est donc applicable".⁸³⁶ Dans ce contexte, un opérateur est impliqué dans la génération de valeur ajoutée si une valeur indépendante au sens d'une fonctionnalité supplémentaire telle qu'une facilité d'accès, de recherche ou de transfert mentionnée dans la directive sur la monnaie électronique est ajoutée à un produit. "Ainsi, la simple mise à disposition de la ligne de communication par laquelle le produit est transmis peut également constituer une telle valeur ajoutée."⁸³⁷ 443

Tout cela semble s'appliquer aux protocoles de réseau basés sur des chaînes de blocs et un émetteur qui développe une chaîne de blocs ou une plate-forme logicielle peut parfois faire usage de cette exception, d'autant plus que la simple fourniture ou le développement de la technologie, qui permet ensuite le transfert de jetons, doit représenter une valeur ajoutée dans le contexte de la doctrine citée ci-dessus. Les jetons ont aussi régulièrement des fonctions supplémentaires qui leur sont attribuées par leur émetteur, par exemple l'accès à une plate-forme ; là aussi, on peut supposer la création d'une valeur ajoutée, qui est ajoutée à un jeton par son émetteur. En conséquence, la technologie de la chaîne 444

⁸³⁵ Voir Haslhofer-Jungwirth/Kaufmann/Ressnik/Zimmermann dans Weilinger (Hrsg), loi sur les services de paiement, article 2 ZaDiG, p. 38 (note en marge 51 mwN).

⁸³⁶ Haslhofer-Jungwirth/Kaufmann/Ressnik/Zimmermann in Weilinger (Hrsg), loi sur les services de paiement, article 2 ZaDiG, p. 38 f (note en marge 51).

⁸³⁷ Haslhofer-Jungwirth/Kaufmann/Ressnik/Zimmermann in Weilinger (Hrsg), loi sur les services de paiement, article 2 ZaDiG, p. 39 (note en marge 51).

de blocs ou les technologies connexes semblent avoir conduit à une relance silencieuse de la clause relative aux sonneries, qui supprime un motif supplémentaire de l'applicabilité du régime de la monnaie électronique aux jetons ou aux monnaies virtuelles.⁸³⁸ Le régime de la monnaie électronique semble être largement inadapté pour réglementer les jetons, à moins que l'intention réelle d'un émetteur ne soit d'émettre de la monnaie électronique sous forme de jetons. Toutefois, cela soulève la question de savoir si les avantages de la technologie décentralisée peuvent être conciliés avec la réglementation de la monnaie électronique ou si, d'un point de vue économique, cela n'aboutit pas au "pire des deux mondes".

2.8 Services de paiement et modèles commerciaux à base de jetons

445 La loi sur les services de paiement (ZDG), qui est entrée en vigueur le⁸³⁹ 1er octobre 2019, est la mise en œuvre nationale de la PSD II.⁸⁴⁰ La loi

⁸³⁸ Vgl auch EZB, Virtual Currency Schemes, Oktober 2012, S 16, <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/virtualcurrencyschemes201210en.pdf>, deren Aussagen im Kerngehalt in dieselbe Kerbe schlagen, wonach virtuelle Währungen von E-Geld zu differenzieren sind : "[...] il convient d'établir une distinction claire entre les systèmes de monnaie virtuelle et la monnaie électronique [...]. Bien que certains de ces critères [Anm : von E-Geld] soient également remplis par les monnaies virtuelles, il existe une différence importante. Dans les systèmes de monnaie électronique, le lien entre la monnaie électronique et le format monétaire traditionnel est préservé et a un fondement juridique, car les fonds stockés sont exprimés dans la même unité de compte (par exemple, dollars américains, euros, etc.). Dans les systèmes de monnaie virtuelle, l'unité de compte est changée en une unité virtuelle (par exemple, les dollars Linden, les bitcoins)". Token bzw virtuelle Währungen können sohin einen spekulativen Kern bzw Anlagecharakter aufweisen, welcher wie ausgeführt dem Vorliegen von E-Geld widerspricht, da E-Geld weder Spar- noch Anlagezwecken dienen darf.

⁸³⁹ LGBl 2019.213.

⁸⁴⁰ Directive 2015/2236, ELI : <http://data.europa.eu/eli/dir/2015/2366/oj>.

ZDG est applicable à la fourniture commerciale de services de paiement par des prestataires de services de paiement.⁸⁴¹ Les prestataires de services de paiement sont les banques ou les établissements de crédit CRR, les établissements de monnaie électronique et les établissements de paiement.⁸⁴²

⁸⁴¹ Art 2 (1) ZDG ; Art 2 (1) PSD II.

⁸⁴² Art 2 (3) ZDG ; Art 1 (1) PSD II. Cela est dû au système de licences en cascade. Ainsi, les banques et les établissements de monnaie électronique peuvent également fournir des services de paiement (cf. art. 5, al. 2, let. a, LGE).

Les services de paiement comprennent les opérations de paiement⁸⁴³, les opérations de paiement⁸⁴⁴, les opérations sur instruments de paiement, les opérations de⁸⁴⁵remise de fonds et, depuis la DSP II, également les services d'initiation de paiement et les services d'information sur les comptes.⁸⁴⁷

⁸⁴³ Art 4 (1)(5) et (12) ZDG ; services permettant les dépôts ou retraits d'espèces sur ou à partir d'un compte de paiement, ainsi que toutes les opérations nécessaires à la tenue d'un compte de paiement.

⁸⁴⁴ Art. 4 al. 1 n° 45 ZDG (Z 46 leg cit pour l'exécution d'une opération de paiement dans laquelle le montant pertinent pour l'opération de paiement est couvert par un crédit) ; l'exécution d'opérations de paiement - c'est-à-dire le transfert, la mise à disposition ou le retrait de fonds par le payeur ou le bénéficiaire (Art. 4 al. 1 n° 54 ZDG) - y compris le transfert de fonds vers des comptes de paiement (Art. 4 al. 1 n° 51 ZDG). Cela comprend les paiements tirés (tels que les prélèvements automatiques) et les paiements poussés (virements, ordres permanents).

⁸⁴⁵ L'émission d'instruments de paiement ou l'acquisition d'instruments de paiement (acceptation et règlement). Les instruments de paiement sont définis comme des instruments ou des procédures personnalisés convenus entre l'utilisateur et le prestataire de services de paiement pour l'émission d'ordres de paiement (article 4, paragraphe 1, n° 48 de la loi ZDG, article 4, n° 14 de la directive sur les services de paiement II). Aucun élément physique n'est requis et le code PIN, la signature ou le code PIN et le TAN peuvent également constituer une telle procédure personnalisée et donc un instrument de paiement.

⁸⁴⁶ Art 4 (1) n° 17 ZDG ; Art 4 n° 22 PSD II. Un service de paiement où aucun compte de paiement n'est ouvert. La somme d'argent d'un payeur est transférée à un prestataire de services de paiement agissant au nom du bénéficiaire.

⁸⁴⁷ Art 2 (2) ZDG ; Art 4 n° 3 en liaison avec l'annexe I DSP II.

Le service d'initiation de paiement est un service par lequel l'utilisateur de services de paiement initie, sur demande, un ordre de paiement sur un compte de paiement détenu auprès d'un autre prestataire de services de paiement.⁸⁴⁸ En ce qui concerne les jetons, cette disposition peut être pertinente pour un opérateur d'une plate-forme de négociation de jetons s'il souhaite permettre à ses clients, via une banque intégrée dans le modèle économique, de détenir des dépôts afin d'acquérir des jetons avec eux sur une plate-forme de négociation. Si l'opérateur de la plate-forme commerciale transmet les ordres de paiement correspondants au nom des clients, cela constitue un service de déclenchement de paiement.⁸⁴⁹ Si aucun ordre de paiement n'est déclenché, mais que seules les informations sur le solde du compte sont reflétées, par exemple, au sein de la plateforme, il n'y a pas de service d'initiation de paiement, mais un service d'information sur les comptes.⁸⁵⁰ Les services d'information sur les comptes sont des services en ligne permettant de communiquer des informations agrégées ou consolidées sur les comptes de paiement d'un utilisateur de services de paiement.

447

448

⁸⁴⁸ Art 4 (1) Z 39 ZDG ; Art 4 n° 15 PSD II. Les prestataires de services d'initiation de paiement (PISP) fournissent au bénéficiaire la certitude que le paiement a été initié afin que celui-ci puisse immédiatement livrer les biens ou fournir le service (voir considérant 29 PSD II).

⁸⁴⁹ Toutefois, l'exception relative aux agents commerciaux pourrait potentiellement être utilisée dans ce cas, voir le considérant 11 de la directive sur les services de police II.

⁸⁵⁰ Art. 4 al. 1 n° 25 ZDG ; Art. 4 n° 16 PSD II (également Fournisseur de services d'information sur les comptes ; AISP). Ces prestataires de services permettent à un utilisateur d'obtenir une vue d'ensemble de sa situation financière en temps réel (considérant 28 de la directive sur les services financiers II).

Il est remarquable que la réglementation sur le capital minimum des établissements de paiement de la ZDG, qui met en œuvre la PSD II, soit respectée. En raison de l'évolution du taux de change CHF/EUR depuis le PSD I, ceux-ci ont effectivement été réduits de moitié. Alors que le capital minimum pour les établissements de paiement⁸⁵¹ était de⁸⁵² 250.000,00 CHF et de 40.000,00 CHF pour les établissements de paiement fournissant des services de transfert de fonds, le capital minimum de lege lata est de 125.000,00 CHF pour les établissements de paiement fournissant des services de paiement en vertu de l'art. 2 al. 2 lit a, b et f à h de la loi sur les banques et de⁸⁵³ 20.000,00 CHF pour les établissements de paiement fournissant uniquement des transferts de fonds.⁸⁵⁴ Les prestataires de services de déclenchement de paiement introduits avec la PSD II exigent un capital minimum de 50 000,00 CHF.⁸⁵⁵ Les

⁸⁵¹ Les frais d'agrément d'un établissement de paiement auprès de la FMA s'élèvent à CHF 30 000,00, et les frais d'octroi ou de refus d'agrément d'un prestataire de services d'informations sur les comptes s'élèvent à CHF 15 000,00 (annexe 1 section A n° 1 lit i et n° 2b lit a de la FMA). En outre, la taxe de surveillance de base annuelle conformément à l'annexe 2, titre I, section D de la LFMA s'élève à 20 000,00 CHF au minimum et 120 000,00 CHF au maximum (ou 500 000,00 CHF pour les établissements de paiement ayant des bureaux de représentation ou des succursales soumis à une surveillance consolidée). Pour les prestataires de services d'information sur les comptes, la taxe de surveillance est également de 20 000,00 CHF par an, mais au maximum de 80 000,00 CHF pour les succursales et bureaux de représentation étrangers soumis à une surveillance consolidée.

⁸⁵² Art 11 ZDG tel que modifié par LGBl 2009.271.

⁸⁵³ Article 10, paragraphe 2, point c), de la loi sur la protection des données (telle que modifiée par le LGBl 2019.213).

⁸⁵⁴ Art 10 (2) lit a en liaison avec l'Art 2 (2) lit c ZDG.

⁸⁵⁵ Article 10, paragraphe 2, point b), en liaison avec l'article 2, paragraphe 2, point e), de la loi ZDG

prestataires de services d'information sur les comptes, en revanche, n'ont pas besoin de licence, mais sont simplement soumis à l'enregistrement auprès de la FMA et doivent présenter une assurance responsabilité professionnelle ou une garantie équivalente.⁸⁵⁶

2.8.1 Authentification forte des clients

Le considérant 107 de la directive PSD II stipule que, afin d'assurer une application harmonisée de la directive PSD II, la Commission européenne peut charger l'ABE d'élaborer des normes techniques réglementaires⁸⁵⁷ pour une authentification forte des clients afin de garantir la sécurité des services de paiement. L'authentification forte des clients est une authentification qui prend en compte au moins deux éléments indépendants des domaines de la connaissance, de la propriété et de l'héritage.⁸⁵⁸ 449

Les prestataires de services de paiement sont tenus de fournir une authentification forte des clients lorsqu'un payeur accède à son compte de paiement en ligne, lance une opération de paiement électronique ou 450

⁸⁵⁶ Art 11 (1) et Art 12 (1) lit m ZDG.

⁸⁵⁷ Normes techniques réglementaires ; RTS.

⁸⁵⁸ Art 4 n° 30 PSD II ; Art 4 (1) Z 34 ZDG. Un élément de connaissance peut, par exemple, être un mot de passe ou un code PIN. L'élément de possession est basé sur le pouvoir de disposition d'un utilisateur, par exemple sur un instrument de paiement ou un dispositif qui génère un code d'authentification. L'élément de propriété, en revanche, est basé sur le patrimoine génétique et comprend, par exemple, une empreinte digitale ou une reconnaissance vocale. Cf. également le Titre I. Chapitre I.1.2 "authentification à deux facteurs" habituelle pour les transactions de jetons sur la chaîne de blocs, qui fait également référence à ces éléments.

agit par accès à distance d'une manière qui crée un risque de fraude ou d'autres abus.⁸⁵⁹

451 Sur la base de l'article 98 PSD II, l'ABE, en coopération avec la BCE, a élaboré les normes techniques réglementaires pour une authentification forte des clients.⁸⁶⁰ Ce RTS ou le Del-VO est entré en vigueur le 14.03.2018.⁸⁶¹ La DSP II elle-même est en vigueur depuis le 13.01.2018 ; en l'absence d'une décision antérieure du Comité mixte de l'EEE, elle était déjà mise en œuvre au Liechtenstein en vertu du droit national au 01.10.2019. Il⁸⁶² convient de noter que les dispositions relatives à l'authentification forte des clients ne prendront effet que 18 mois après l'entrée en vigueur du RTS pour la PSD II, c'est-à-dire pour l'UE seulement depuis le 14 septembre 2019.⁸⁶³

452 Les prestataires de services de paiement doivent généralement mettre en œuvre un mécanisme de surveillance des transactions qui permet de prendre en compte les aspects liés au risque, tels que le montant de toutes les transactions de paiement, les scénarios de fraude connus, le logiciel d'accès utilisé, les signes d'infection par des logiciels malveillants et les éléments d'authentification utilisés de manière abusive ou volés.⁸⁶⁴

⁸⁵⁹ Art 97(1) DSP II.

⁸⁶⁰ RTS Del-VO 2018/389, ELI : http://data.europa.eu/eli/reg_del/2018/389/oj.

⁸⁶¹ Cela ne s'applique qu'à l'espace de l'UE. En ce qui concerne l'EEE, la situation actuelle est la suivante : "Acte adopté sous contrôle de l'EEE/AELE".

⁸⁶² Art 115 (1) DSP II.

⁸⁶³ Art 97 DSP II en liaison avec la disposition de transposition de l'art. 115 (4) DSP II. Cf. également l'article 38, paragraphe 2, du règlement Del 2018/389.

⁸⁶⁴ Article 2 du règlement Del 2018/389.

Aux fins d'une authentification forte des clients, des mesures de sécurité doivent être prises pour garantir qu'un code d'authentification ne peut être falsifié, que des éléments de connaissance, de possession ou d'héritage ne peuvent être dérivés d'un code d'authentification, ou qu'un nouveau code d'authentification ne peut être généré (ingénierie inverse).⁸⁶⁵ 453

2.8.2 Exemptions de l'autorisation selon la loi ZDG

Les exceptions les plus pertinentes de la loi ZDG⁸⁶⁶ pour les entreprises basées sur des chaînes de production en bloc sont traitées ci-dessous. 454
Ce sont inévitablement les deux principales applications de l'exception du réseau limité (réseau limité ou solution shop-in-shop et choix très limité), l'exception de l'agent commercial et l'exception concernant les paiements interbancaires en général.⁸⁶⁷

L'une des exceptions les plus importantes de la loi ZDG est celle des réseaux limités (boucle fermée) selon l'article 3 (1) lit g (Z 1 à Z 3) de la loi ZDG. En particulier dans le cas des projets basés sur une chaîne de blocs, l'exception de la limitation géographique à un État membre dans la jambe Z 3 cit est moins pertinente en raison de son application omniprésente, mais les deux autres paragraphes sont d'autant plus significatifs. Le champ d'application de la loi ZDG est exclu dans le cas de 455

⁸⁶⁵ En outre, selon cette disposition, l'authentification peut être accordée pour une durée maximale de cinq minutes sans activité et peut être soumise à un maximum de cinq tentatives d'authentification consécutives échouées ; ensuite, les possibilités d'action prévues à l'article 97, paragraphe 1, de la DSP II doivent être bloquées temporairement ou définitivement.

⁸⁶⁶ Art 3 (1) ZDG.

⁸⁶⁷ Art 3 (1) lit l ZDG.

services basés sur des instruments de paiement d'utilisation limitée, (i) qui donnent au titulaire le droit d'acheter des biens ou des services exclusivement auprès d'un réseau limité de prestataires de services dans le cadre d'un accord commercial avec l'émetteur (chaîne de magasins de détail ; franchise),⁸⁶⁸ ou (ii) qui ne peuvent être utilisés que pour acheter une sélection très limitée de biens ou de services (gamme limitée).⁸⁶⁹ Lors de la mise en œuvre de la PSD II au Liechtenstein, l'ADF doit être informée de la revendication de cette exception si un seuil est dépassé dans l'exécution d'opérations de paiement d'une valeur totale supérieure à 1 million de francs suisses au cours des 12 mois précédents, et les raisons de ce dépassement doivent être indiquées.⁸⁷⁰ La FMA enregistre ces notifications dans le registre des services de paiement accessible au public et en rend compte à l'ABE.⁸⁷¹

456

⁸⁶⁸ Si un service de paiement basé sur un instrument de paiement permet au titulaire d'acheter des biens ou des services uniquement auprès d'un détaillant spécifique (solution shop-in-shop), cela constitue également une exception à la loi ZDG. Voir à cet égard le considérant 13 du DSP II. Voir également la brochure BaFin, Hinweise zum Zahlungsdienstleistungsgesetz (ZAG), 22.12.2011, modifiée en dernier lieu le 29.11.2017, P 3. j), https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_111222_zag.html.

⁸⁶⁹ Art 3 (1) lit g Z 2 ZDG ; cf. chapitre 2.7.3 mwN et autres détails. Du DSP I au DSP II, la limitation a été renforcée, ce qui se reflète également dans la terminologie. Ainsi, le choix limité de biens ou de services a été restreint à une sélection très restreinte. L'effet de ce resserrement dans la pratique reste discutable ; en général, cependant, cette exception devra être fondée sur le terme générique de droit civil ou sur des catégories de produits fonctionnellement apparentées.

⁸⁷⁰ Art 3 (3) ZDG.

⁸⁷¹ Art 3 (5) en liaison avec l'art 16 ZDG et l'art 3 (6) ZDG.

Une autre exception majeure à la loi ZDG est la fourniture d'opérations de paiement entre un payeur et un bénéficiaire par un agent commercial qui a le pouvoir contractuel de négocier ou de conclure un contrat pour la vente ou l'achat de biens ou de services au nom du payeur ou du bénéficiaire.⁸⁷² Alors que sous le régime de la directive PSD I, il était possible pour un agent commercial de représenter à la fois le côté acheteur et le côté vendeur, c'est-à-dire le payeur et le bénéficiaire, ce type de comportement a cessé avec l'introduction ou la mise en œuvre nationale de la directive PSD II.⁸⁷³ Un agent commercial ne peut désormais agir que pour une seule partie du contrat, c'est-à-dire soit le payeur, soit le bénéficiaire, et peut faire usage de cette exception dans la loi ZDG.⁸⁷⁴

⁸⁷² Les agents ou courtiers commerciaux doivent également disposer d'un certain degré de discrétion dans la négociation ou la conclusion d'un achat ou d'une vente de biens ou de services. Alors que le critère de conclusion se réfère à un acte de volonté pour la conclusion d'une transaction juridique, la caractéristique de la négociation concerne le contenu de la transaction, tel que notamment le prix, la condition, le lieu d'acquisition, la partie contractante, etc. Il n'y a pas de marge de manœuvre si la conclusion et les conditions de la transaction, ainsi que la contrepartie, ont déjà été déterminées et que les fonds sont simplement transmis ; c'est la définition d'un service de paiement - cf. BaFin, Merkblatt - Hinweise zum Zahlungsdienstleistungsgesetz, du 22.12.2011, modifiée en dernier lieu le 29.11.2017, P 3. b)

⁸⁷³ Par conséquent, l'exception relative aux agents commerciaux ne peut plus être utilisée pour les plateformes de négociation, voir BaFin, Merkblatt - Hinweise zum Zahlungsdienstleistungsgesetz, du 22.12.2011, modifiée en dernier lieu le 29.11.2017, P 3. b).

⁸⁷⁴ Art. 3(1)(p) ZDG ; cf. considérant 11 PSD ; cf. également BuA 2019/11, p. 13 f ; cf. également chapitre II.2.7.6 marge n° 428 Alors que le BuA 2019/11 précité stipule de manière apodictique qu'un agent commercial représentant les deux parties ne peut plus prétendre aux bénéfices de l'exemption, cela ne peut être déduit de la PSD II de manière aussi absolutiste. Le considérant 11 aE PSD II

Selon l'ADHGB en vigueur au Liechtenstein, les agents commerciaux ou les représentants commerciaux sont définis comme des commerçants indépendants qui sont constamment chargés de négocier des affaires pour les entrepreneurs ou de conclure des affaires en leur nom.⁸⁷⁵

Il est donc concevable qu'un agent commercial accepte des fonds d'un entrepreneur pour lequel il a négocié une transaction et, après avoir négocié ou conclu un contrat, transfère ces fonds à un second entrepreneur en tant que contrepartie dans le cadre de l'exécution du contrat. Pour ce type d'activité, un agent commercial peut - s'il dispose d'un pouvoir discrétionnaire lors de la négociation ou de la conclusion du contrat - invoquer l'exception à la loi ZDG et n'a donc pas besoin d'un agrément en tant qu'établissement de paiement.⁸⁷⁶ Le terme "agent commercial" utilisé dans la ZDG dans le cadre de la surveillance doit être interprété au sens large et, en raison de son contenu économique, il inclut également les courtiers commerciaux et les seniors. Les⁸⁷⁷ courtiers commerciaux accomplissent fondamentalement les mêmes tâches que les agents commerciaux, à la différence qu'ils ne sont pas chargés de la

stipule qu'un agent commercial peut continuer à agir à la fois pour le payeur et le bénéficiaire en vertu de cette exception s'il n'entre jamais en possession ou ne contrôle jamais les fonds du client. Il ne peut s'agir que d'un prestataire de services d'initiation de paiement qui agit en tant qu'agent commercial pour les deux parties afin de négocier et de conclure une vente de biens ou de services (mais ne remplit pas cette fonction pour les parties) ; en général, il convient de noter, en ce qui concerne les exceptions, que le champ d'application de la loi ZDG est ouvert ici, mais pas le champ d'application réel, ce qui explique pourquoi aucune autorisation n'est requise.

⁸⁷⁵ Art 87 ADHGB.

⁸⁷⁶ *Haslhofer-Jungwirth/Kaufmann/Ressnik/Zimmermann* in *Weilinger* (Hrsg), *ZaDiG*, § 2, note en marge 20.

⁸⁷⁷ Voir *Haslhofer-Jungwirth/Kaufmann/Ressnik/Zimmermann* dans *Weilinger* (Hrsg), *ZaDiG*, section 2, note en marge 21.

médiation permanente des affaires, mais qu'ils agissent au cas par cas et agissent également pour des particuliers.⁸⁷⁸

2.8.3 Conclusion Exceptions selon la loi ZDG dans le cadre du DSP II

La loi ZDG prévoit diverses exceptions où aucun agrément en tant qu'établissement de paiement n'est requis. Certaines de ces exceptions sont également pertinentes pour le GEG. Hormis l'exception des services de paiement liés aux transactions interbancaires (par exemple, les systèmes de paiement ou de règlement des opérations sur titres), l'exception la plus pertinente est celle des réseaux limités. Selon cette disposition, l'applicabilité de la loi ZDG ou de la loi EGG est exclue si les services sont basés sur des instruments de paiement d'usage limité qui ne peuvent être utilisés que pour l'achat de biens ou de services auprès d'un réseau limité de prestataires de services qui ont une relation commerciale les uns avec les autres (chaîne de magasins de détail ; franchise ; réseau limité). Les services basés sur des instruments de paiement qui peuvent être utilisés pour acheter des biens ou des services auprès d'une gamme très limitée de fournisseurs (gamme limitée) bénéficient également de l'exception des réseaux limités. Il convient de noter que depuis la mise en œuvre de la PSD II, cette exception doit être signalée à l'autorité de surveillance compétente, au Liechtenstein à la FMA, si des opérations de paiement d'une valeur totale supérieure à 1 million d'euros en 12 mois (article 37, paragraphe 2 PSD II) ou à 1 million de francs suisses en 12 mois (article 3, paragraphe 3 ZDG) sont dépassées. Il convient de justifier l'exception effectivement utilisée. Ces exceptions

458

⁸⁷⁸ Article 67 de l'ADHGB.

sont enregistrées dans le registre national public des services de paiement et signalées à l'ABE.

459 Une autre exception importante à la ZDG est celle des agents commerciaux ou des représentants de commerce et des courtiers commerciaux. Si, au cours de la négociation ou du courtage d'une transaction et de la conclusion d'une transaction, une personne transmet des fonds pour un seul payeur ou bénéficiaire (exécution de la transaction), cette personne agit en tant qu'agent commercial ou courtier commercial au nom du payeur ou du bénéficiaire et peut faire usage de l'exception d'agent commercial de la loi ZDG, ce qui signifie qu'aucun agrément en tant qu'établissement de paiement n'est requis pour ces services. En vertu de la DSP II, contrairement à la DSP I, il n'est plus possible pour un agent commercial de représenter à la fois le payeur (côté acheteur) et le bénéficiaire (côté vendeur) de manière égale dans le cadre de l'exemption. Toutefois, conformément au considérant 11 bis, partie E, de la directive sur les services de paiement II, un agent commercial peut continuer à agir au nom des payeurs et des bénéficiaires en vertu de l'exception relative à l'agent commercial, à condition qu'il ne détienne ou ne contrôle jamais les fonds des clients ; cela ne peut être pertinent que pour les prestataires de services de paiement qui ne détiennent pas les fonds des clients en soi.

460 La différence entre les agents commerciaux et les courtiers commerciaux est que les premiers sont constamment chargés de négocier des affaires pour les entrepreneurs ou de conclure des transactions en leur nom, tandis que les courtiers commerciaux ou les seniors accomplissent en principe les mêmes tâches, mais agissent au cas par cas et agissent non seulement pour les entrepreneurs mais aussi pour les particuliers.

2.9 Bureaux de change selon le SPG tel que modifié par les LGBI 2009.047 et 2019.302

En vertu de l'article 3, paragraphe 3, de la loi sur le blanchiment d'argent, telle que modifiée par la loi LGBI 2009.047, les bureaux de change sont des "879déclarants", car ils sont considérés comme des responsables de la diligence raisonnable qui doivent immédiatement déclarer par écrit le début de leurs activités commerciales à l'Autorité de gestion des marchés financiers du Liechtenstein. Les bureaux de change sont affectés à la division interne de prévention du blanchiment d'argent de la FMA et à d'autres intermédiaires financiers. Un bureau de change est défini comme une personne qui échange des devises ayant cours légal ou échange des devises ayant cours légal contre des devises virtuelles ou vice versa.⁸⁸⁰ 461

⁸⁷⁹ Ce chapitre fait principalement référence à la DDA telle que modifiée par le LGBI 2009.047, c'est-à-dire à la situation juridique concernant la DDA avant l'entrée en vigueur du TVTG (DDA telle que modifiée par le BuA 2019/93), sauf indication contraire.

⁸⁸⁰ Art. 2 al. 1 lit l LPS ; Avec l'introduction de la TVTG, une séparation en bureaux de change pour l'échange de monnaie légale d'une part et en prestataires de services d'échange de VT pour l'échange de jetons contre d'autres jetons ou contre la monnaie légale d'autre part doit être mise en œuvre (dans le Journal officiel fédéral 2019/54, p. 367 f, l'accent était toujours mis sur les jetons de paiement et les monnaies virtuelles, contrairement au Journal officiel fédéral 2019/93). La référence à la monnaie fiduciaire conformément aux dispositions de la 5e directive sur le blanchiment de capitaux n'est donc pas suivie dans le TVTG, du moins pas par définition juridique, et l'échange de monnaie électronique contre des monnaies légales ou virtuelles ne semble donc pas être couvert au Liechtenstein ; pour les opérateurs de plateformes de négociation pour les monnaies virtuelles et les jetons conformément à l'article 2, paragraphe 1, lit zter, du SPG tel que modifié par la BA 2019/93, voir les commentaires au chapitre II.2.5.4.

462 ⁸⁸¹Le considérant 8 de la 5e directive sur le blanchiment de capitaux stipule que la monnaie électronique devrait à l'avenir être couverte par les bureaux de change. Toutefois, cette directive n'a pas encore été mise en œuvre au Liechtenstein, où le comportement effectif d'un bureau de change a été modifié en faveur de l'échange de monnaie fiduciaire et de monnaies virtuelles, alors qu'au Liechtenstein, le cours légal est toujours utilisé à la place de la monnaie fiduciaire.⁸⁸² Il ressort clairement du considérant que la monnaie électronique est considérée comme de la monnaie fiduciaire.⁸⁸³ Dans ce contexte, la question se pose également de savoir s'il est important d'adhérer au concept de monnaie virtuelle, étant donné que la monnaie fiduciaire est un moyen d'échange

⁸⁸¹ Directive 2018/843, ELI : <http://data.europa.eu/eli/dir/2018/843/oj>.

⁸⁸² Cette disposition n'a pas non plus été respectée lors de l'introduction de la TVTG, bien que les explications du gouvernement y indiquent même que la 5e directive sur le blanchiment de capitaux a été mise en œuvre à cet égard - BuA 2019/54, p. 302.

⁸⁸³ La monnaie Fiat est généralement définie comme un objet qui n'a pas de valeur intrinsèque mais qui sert de moyen d'échange. Cela s'applique au cours légal. Par exemple, le franc suisse est défini comme un franc liechtensteinois comme moyen de paiement uniquement sur la base de la loi sur l'introduction de la monnaie en franc suisse (LGBI 1924.008). Toutefois, un tel moyen de paiement ne doit être considéré comme de la monnaie (fiat) qu'une fois qu'il a été accepté comme contrepartie générale et donc utilisé pour le règlement des transactions. Sa valeur est mesurée, par exemple, par les facteurs de stabilité du gouvernement et la force de l'économie nationale. La monnaie Fiat diffère de la monnaie marchandise, qui a une valeur intrinsèque ou inhérente en plus d'une valeur d'échange (par exemple les métaux précieux comme l'or, ou la monnaie dite primitive, comme la monnaie minérale, la monnaie de coquillage, la monnaie de tissu, etc.) La monnaie électronique n'a pas de valeur intrinsèque, car la valeur monétaire est toujours liée à une créance monétaire, c'est pourquoi la classification comme monnaie fiduciaire est économiquement correcte.

sans valeur intrinsèque qui, sous cette forme, outre le cours légal et la monnaie électronique, pourrait également s'appliquer aux bitcoins et aux consortiums qui seraient autrement inclus dans les monnaies virtuelles, étant donné qu'il ne serait pas possible de se concentrer sur un élément physique de la monnaie fiduciaire (au sens de la monnaie papier) en tenant compte de la monnaie scripturale et de la monnaie électronique. Le concept de monnaie virtuelle semble donc redondant à première vue, mais à y regarder de plus près, il ne peut être omis. Les monnaies virtuelles telles que les Bitcoins ont une valeur qui va au-delà de l'ensemble des données pures, qui est déterminé par la convivialité et la fonctionnalité du protocole Bitcoin ; un Bitcoin ne peut pas représenter des droits spéciaux, mais cela ne signifie pas que le Bitcoin ne représente rien ou aucune valeur.⁸⁸⁴

De lege lata, le passage de la monnaie électronique à la monnaie légale ou virtuelle au Liechtenstein n'est pas couvert par la définition légale 463

⁸⁸⁴ Cf. chapitre II.2.7.6, marge n° 424 Avec l'introduction du TVTG, l'échange de monnaies virtuelles entre elles, qui n'était pas couvert avant l'entrée en vigueur du TVTG, entrera également dans le champ d'application du DDA tel que modifié par le DDA 2019/93 en tant que prestation d'un service d'échange de VT. Toutefois, le concept de prestataire de services d'échange de TC va plus loin et couvre également les jetons qui ne représentent pas des monnaies virtuelles (c'est-à-dire les jetons qui ont une valeur en raison du logiciel et de la technologie sous-jacents - c'est-à-dire les contenus numériques - ou les jetons qui représentent le droit réel sur un objet). En revanche, le changement de monnaie électronique n'est toujours pas couvert au Liechtenstein, car il est basé sur la monnaie ayant cours légal et non sur la monnaie fiduciaire (cf. art. 2, al. 1, lit q, TVTG, tel que modifié par le Journal officiel fédéral 2019/93, et art. 2, al. 1, lit l, SPG, tel que modifié par le Journal officiel fédéral 2019/93).

d'un bureau de change ou par l'activité d'un prestataire de services de change VT. Les monnaies virtuelles sont des crypto-monnaies ou des jetons stockables, transférables et négociables électroniquement qui constituent une représentation numérique d'une valeur, à condition que ces jetons soient utilisés pour acquérir des biens ou des services (moyens d'échange) ou pour stocker une valeur et qu'ils assument ainsi une fonction comparable de cours légal (fonction de moyen de paiement comme Bitcoin ou éther), une monnaie virtuelle n'ayant pas été émise par une autorité publique et ne devant pas nécessairement être liée à un cours légal.⁸⁸⁵

464 En outre, seul l'échange de monnaie légale avec d'autres monnaies légales ou l'échange de monnaie légale en monnaie virtuelle et vice versa est couvert par une activité de bureau de change selon le DOCUP tel que modifié par le LGBI 2009.047. L'écart concernant l'échange non réglementé de jetons contre d'autres jetons (ou des devises virtuelles entre eux) sera comblé avec l'introduction du fournisseur de services d'échange de VT dans le TVTG et cette activité sera également couverte par le droit de surveillance.⁸⁸⁶

⁸⁸⁵ BuA 2016/159, p. 31 - les monnaies virtuelles ne sont pas des "unités monétaires numériques" qui ne peuvent être échangées que dans une mesure extrêmement limitée ou ne sont pas du tout adaptées à l'échange ; cf. définition à l'article 3 n° 18 5 de la directive ARC ou à l'article 2 (1) lit z du DDA tel que modifié par le BuA 2019/93.

⁸⁸⁶ Cf. art. 2 al. 1 lit r TVTG tel que modifié par le Journal officiel fédéral 2019/54 - dans ce contexte, il a même été question de ce que l'on appelle les jetons de paiement. Toutefois, le projet d'introduire de nouveaux termes a été rejeté, ce qui est certainement favorable à la compréhension et à la sécurité juridique. Cependant, la solution des prestataires de services qui échangent de la monnaie fiduciaire aux taux de change officiels ainsi que des monnaies virtuelles ou des

Selon ce qui précède, il convient de noter que les bureaux de change sont désignés comme parties contractantes pour les opérations de change (opérations de change bilatérales sur leurs propres livres). Aucune activité de bureau de change ne constitue cependant une relation contractuelle multilatérale, par exemple dans le cas d'une plate-forme de négociation de jetons (non réglementée ou "non réglementée" en termes juridiques, appelée crypto-échange ou crypto-échange), dans laquelle l'opérateur d'une telle plate-forme de négociation agit simplement en tant qu'intermédiaire sans risque et rassemble les intérêts d'achat et de vente de tiers pour conclure un contrat.⁸⁸⁷

jetons contre d'autres jetons et/ou de la monnaie fiduciaire semble être dépassée. En ce qui concerne l'échange de monnaie fiduciaire entre eux, il existe un bureau de change soumis à l'obligation d'enregistrement conformément à l'article 2, paragraphe 1, point l), en liaison avec l'article 3, paragraphe 3, point a), de la loi sur la protection des consommateurs (LPS), telle que modifiée par le décret présidentiel n° 2019/93, pour lequel une autorisation de commerce est également requise, tandis qu'en ce qui concerne l'échange de jetons contre des jetons ou de la monnaie fiduciaire, il existe un prestataire de services d'échange de TC soumis à l'obligation d'enregistrement conformément à l'article 2, paragraphe 1, point q), en liaison avec l'article 12, paragraphe 1, de la loi sur la télévision en couleurs (TVTG), telle que modifiée par le décret présidentiel n° 2019/93. Cette situation est d'autant plus grave que pour l'activité d'un bureau de change au sens de l'annexe 2, titre IV, section D, n° 2 de la loi FMA, la taxe de surveillance supplémentaire s'élève à 40 CHF - mais uniquement pour les opérations soumises à l'obligation de diligence - alors que celle pour l'activité d'un prestataire de services de change de VT au sens de l'annexe 2, titre VIII, section A, n° 2 de la loi FMA telle que modifiée par le Journal officiel fédéral 2019/93 s'élève à 0,25 % du revenu brut et couvre donc toutes les opérations.

⁸⁸⁷ Toutefois, le règlement en monnaie fiduciaire (ou, plus précisément, en montants monétaires) déclenche un service de paiement, sauf exception, voir le chapitre II.2.7.6 et le chapitre II.2.8.

- 466 Enfin, il convient de noter que l'achat de jetons dans le cadre d'une vente ou d'une offre de jetons ne constitue pas une activité de change au sens d'un bureau de change. En effet, une telle transaction ne constitue pas une lettre de change, mais une émission en cours d'émission primaire ou une vente à la suite de la mise en vente de contenus numériques.
- 467 Les bureaux de change n'ont pas besoin d'autorisation, mais ils sont pleinement responsables de la prudence.⁸⁸⁸ En conséquence, les bureaux de change doivent payer une taxe de surveillance au FMA. Ces frais s'élèvent à un minimum de 500,00 CHF et à un maximum de 100 000,00 CHF par an, les frais supplémentaires s'élevant à 40,00 CHF par transaction soumise à une diligence raisonnable, en plus des frais de base.⁸⁸⁹
- 468 Selon l'art. 5 al. 2 let. a et g LPD, les bureaux de change doivent remplir les obligations de diligence prévues à l'art. 5 LPD⁸⁹⁰ lors de l'établissement d'une relation d'affaires ainsi que⁸⁹¹ lors du traitement de transactions occasionnelles d'un montant égal ou supérieur à CHF 1 000,00.

⁸⁸⁸ Art 3, paragraphe 1, lettre f de la DDA.

⁸⁸⁹ Annexe 2, titre IV, section D du FMAG

⁸⁹⁰ A cet égard, les données énumérées à l'art. 6 al. 1 LPS (KYC) et à l'art. 20 al. 1 LPS (LAB) doivent être collectées. Pour l'identification dans l'accès à distance (identification à distance, qui comprend également l'identification vidéo), l'article 14 SPV en conjonction avec les directives FMA 2019/7 du 11.06.2019, <https://www.fma-li.li/files/list/fma-wl-2019-7-sicherungsmaßnahmen.pdf>, doit être respecté.

⁸⁹¹ Art 2 al. 1 lit. c LDA : "toute relation d'affaires, professionnelle ou commerciale entretenue dans le cadre des activités professionnelles de la personne soumise à la diligence requise et qui est censée avoir une certaine durée au moment où le contact est établi".

L'art. 5, al. 2, let. g, de la LAD représente une *lex specialis* pour la lettre a ou b, car dans la plupart des cas, on ne peut pas supposer qu'une relation d'affaires permanente sera établie dans les bureaux de change.⁸⁹² Les opérations sur effets relevant de la diligence raisonnable ne sont acceptées pour les effets ayant cours légal aux taux de change officiels que si la valeur seuil est supérieure à 15 000,00 CHF. Dans le cas d'un échange de monnaies virtuelles contre des monnaies ayant cours légal et vice versa, le seuil est toutefois fixé à 1 000 francs suisses, les transactions qui sont liées devant être additionnées. Le traitement de transactions occasionnelles par un bureau de change ne donne pas lieu au paiement d'un droit de surveillance de 40 CHF en raison d'un manque de diligence.⁸⁹³

Dans le BuA 2019/54 ainsi que dans le BuA 2019/93 pour la TVTG, 469 l'introduction d'un seuil comparable pour le fournisseur de services de commutation de la TV dans le SPG tel que modifié dans le BuA 2019/93 (LGBI 2019.302) semble avoir été oubliée en raison d'une erreur rédactionnelle.⁸⁹⁴ Sinon, il ne semble pas objectivement justifié qu'un seuil comparable ne conduise pas à une exemption des obligations de diligence ou de la taxe de surveillance lors du changement de jetons en monnaie ayant cours légal ou lors du changement de jetons contre des jetons. Cela serait économiquement inacceptable, en particulier pour les

⁸⁹² BuA 2016/159, p 57.

⁸⁹³ Art. 5, par. 2, let. g, de la DDA ; BuA 2016/159, p. 57 ; cf. également BuA 2019/54, p. 93

⁸⁹⁴ BuA 2019/54, S 367 et suiv. Toutefois, l'art. 5 al. 2 lit. h du DDA tel que modifié par le BuA 2019/93 prévoit une valeur seuil de 1 000,00 CHF pour les prestataires de services de lettres de change VT qui exploitent exclusivement des machines physiques.

projets d'entreprises qui se concentrent sur des transactions de faible valeur.⁸⁹⁵ Toutefois, les prestataires de services de lettres de change de VT ne doivent pas imposer de frais supplémentaires fixes pour les transactions soumises à une diligence raisonnable,⁸⁹⁶ mais plutôt une commission de surveillance basée sur un pourcentage, qui est basée sur les jetons échangés et la monnaie légale ; néanmoins, chaque transaction doit être enregistrée comme étant soumise à une diligence raisonnable.⁸⁹⁷

⁸⁹⁵ Si des jetons sont échangés contre d'autres jetons, le calcul de la valeur seuil se baserait sur la valeur équivalente correspondante dans le cours légal.

⁸⁹⁶ Annexe 2, titre IX, section G n° 2 du FMAG.

⁸⁹⁷ Conformément au libellé du FMAG tel que modifié par le FMAG BuA 2019/54, ce prélèvement s'élevait à 0,25 % des recettes brutes (facteur de 0,0025). Avec l'annexe 2, titre VIII, section A, n° 4 du FMAG tel que modifié par le BuA 2019/93, le montant annuel maximum total de la taxe de surveillance de 5 000,00 CHF ou 10 000,00 CHF pour tous les prestataires de services de TV a été porté à 100 000,00 CHF. Les chiffres relatifs à la fiscalité semblent être hors de proportion, étant donné que les prestataires de services de TV ne sont pas soumis à la surveillance macroprudentielle de la FMA, mais que des taxes comparables à celles des établissements financiers tels que la monnaie électronique et les établissements de paiement sont prélevées (voir annexe 2, titre I, section D, n° 5 lit. a et annexe 2, titre I, section C, n° 5 lit. a de la loi FMA). En outre, l'article 16 de la TVTG, tel que modifié par la Feuille fédérale 2019/93, contient des exigences minimales de capital pour les prestataires de services de VT allant jusqu'à 250 000,00 CHF, qui ne peuvent probablement être levées que par très peu de start-up, bien que la TVTG vise à promouvoir précisément cette scène de start-up fintech. Comme il s'agit d'une exigence de capital minimum, le capital ne peut jamais descendre en dessous de ce niveau et ne peut donc pas être utilisé comme capital d'exploitation comme il est d'usage pour les sociétés relevant des RPG. Conformément à l'article 182e du RPG, jusqu'à la moitié du capital social pourrait autrement être utilisée pour des activités commerciales sans qu'il soit nécessaire de prendre des mesures de restructuration ou de surendettement en termes comptables.

Dans le cas de projets basés sur une chaîne de blocs impliquant d'autres intermédiaires financiers sous la supervision de l'AFF, outre l'existence d'un bureau de change, si elle est indiquée, il faut également examiner en particulier si un trust est établi⁸⁹⁸ ou si le champ d'application de la loi sur le blanchiment d'argent a été ouvert.⁸⁹⁹

⁸⁹⁸ Droit des trusts ou droit du saumon selon l'article 879 et suivants de la PGR ; dans le cas d'un trust, des certificats de trust peuvent également être émis (et ensuite symbolisés) comme titres sur les biens du trust selon l'article 928, paragraphe 1 de la PGR. Ces titres doivent être transférés comme des actions nominatives conformément au paragraphe 3 de la loi citée. Ces titres ne doivent pas nécessairement représenter des valeurs mobilières au sens d'instruments financiers conformément à la MiFID II ; la normalisation ou l'équivalence fonctionnelle des instruments financiers, ainsi que la transférabilité ou la négociabilité en général, sont importantes.

⁸⁹⁹ Bien que la FMA soit responsable de la surveillance des casinos en ce qui concerne la diligence raisonnable, il convient de noter qu'en vertu de l'article 13 de la GSG, le Bureau des affaires économiques (AVW) est responsable de l'octroi des licences en vertu de la loi sur les jeux d'argent (GSG). En ce qui concerne la GSG, il convient de noter que la GSG se concentre principalement sur la notion d'argent, ce qui signifie qu'elle ne peut généralement pas être appliquée à des modèles commerciaux basés sur des jetons (cf. la référence constante à un jeu d'argent utilisant la notion de dépôt à l'art. 3 al. 1 lit i, l, o et v en relation avec les lit f et e GSG ; cependant, la disposition pénale de l'art. 88 al. 1 lit a GSG est définie de manière très large et couvre potentiellement toutes les activités en relation avec les jeux de hasard : *"Le tribunal régional punit d'une peine d'emprisonnement pouvant aller jusqu'à un an ou d'une amende pouvant aller jusqu'à 360 taux journaliers toute personne qui organise, exploite, négocie, distribue, donne de l'espace pour, fait de la publicité, rassemble des personnes, se procure des équipements de jeu, y compris des logiciels, à cette fin ou en fait la promotion commerciale de toute autre manière sans la licence nécessaire pour le jeu ou sans que le jeu soit légalement exempt d'une telle licence."*). Comme dans le cas des explications sur les lieux de négociation et un DEX au chapitre II.2.5, il convient de noter qu'une chaîne

2.10 Conclusion sur la prévention du blanchiment de capitaux et les autres intermédiaires financiers

471 Dans la situation juridique actuelle, le bureau de change prévu par le DDA (tel que modifié par le LGBI 2009.047 et tel que modifié par le BuA 2019/93) - du moins en termes de formulation pure de la loi - ne couvre pas l'échange de monnaie électronique contre d'autres monnaies ayant cours légal ou des monnaies virtuelles. Bien qu'il soit encore compréhensible que la monnaie électronique ne constitue pas une monnaie virtuelle, puisqu'il s'agit uniquement d'une créance d'argent contre un émetteur de droit civil, le DDA et le prestataire de services de change VT conformément au TVTG tel que modifié par le Journal officiel fédéral 2019/93, contrairement à la 5e directive sur le blanchiment de capitaux ou à une prétendue mise en œuvre (partielle) de celle-ci, ne couvre pas la monnaie électronique, car la diction et par conséquent le telos de la 5e directive sur le blanchiment de capitaux n'ont pas été mis en œuvre. Les activités des bureaux de change et des prestataires de services de change sont toujours basées sur la monnaie légale plutôt que sur la monnaie fiduciaire.

472 Si la monnaie électronique est de la monnaie fiduciaire⁹⁰⁰, elle n'a pas cours légal. Les monnaies virtuelles sont des unités monétaires numériques dont la fonction est de représenter les moyens de paiement, tels que les bitcoins, les éthers ou des crypto-monnaies comparables, qui

de blocs, sur laquelle des jeux de hasard et des jeux d'adresse peuvent être menés à l'aide de jetons, n'a pas de sujet réglementaire, comme un DEX. En outre, selon le GSG, ces jeux sont toujours basés sur l'argent au sens de monnaie légale et non sur des jetons.

⁹⁰⁰ La monnaie Fiat, contrairement à la monnaie marchandise (par exemple l'or), est basée sur un objet qui n'a pas de valeur intrinsèque, mais fonctionne toujours comme un moyen d'échange.

n'ont pas été émises par un organisme officiel et ne doivent pas nécessairement être liées à un cours légal. Comme le législateur liechtensteinois avait pour objectif de couvrir également les opérations de change relatives à la monnaie électronique, on a pu tenter de les intégrer dans les monnaies virtuelles. Toutefois, d'un point de vue dogmatique, cela semble non seulement impur mais aussi injustifiable, car la monnaie électronique est une créance monétaire de droit civil et, en raison de son rapport avec les opérations de dépôt, constitue également de la monnaie fiduciaire, tandis que les bitcoins, par exemple, représentent un jeton ayant une valeur inhérente au sens de contenu numérique qui représente des données ou des logiciels en tant que marchandise et, parce qu'il est accepté comme moyen d'échange, est traité comme une monnaie virtuelle en vertu du droit de surveillance.

Les bureaux de change en vertu de la loi SPG telle que modifiée par la loi LGBl 2009.047 doivent respecter les obligations de diligence raisonnable lorsqu'ils nouent une relation d'affaires d'une certaine durée ainsi que pour les transactions occasionnelles d'une valeur de 1 000,00 CHF (en relation avec des devises virtuelles) ou plus (des mécanismes doivent être mis en place pour reconnaître les transactions connexes afin de les additionner). Ceci est pertinent, car la FMA ne prélève qu'une commission de surveillance de 40 CHF par opération soumise à une diligence raisonnable ; sinon, les opérations de change portant sur de petits montants seraient économiquement inintéressantes et non rentables. Il semble qu'en raison d'une erreur rédactionnelle, une valeur seuil correspondante n'ait pas été ancrée dans la législation pour les fournisseurs de services de lettres de change de VT dans les BuA 2019/54 et BuA 2019/93 sur le TVTG. Toutefois, conformément à la nouvelle annexe 2 du titre IX section G n° 2 du FMAG telle que modifiée

par le Journal officiel fédéral 2019/54 et à l'annexe 2 du titre VIII section A n° 2 du FMAG telle que modifiée par le Journal officiel fédéral 2019/93 (LGBI 2019.303), aucun frais de surveillance supplémentaire fixe par transaction en rapport avec le devoir de diligence ne doit être retenu pour les prestataires de services de lettres de change VT, mais un frais basé sur un pourcentage basé sur les jetons échangés et la monnaie légale pour chaque transaction.

- 474 En dernier lieu, en ce qui concerne les modèles d'entreprise à chaînes ou à jetons du domaine de la prévention du blanchiment d'argent et d'autres intermédiaires financiers soumis à la FMA, l'examen d'une situation de vie qui est pertinente pour l'entreprise du point de vue de la loi sur les jeux d'argent peut être pertinent. Dans ce contexte, il convient de noter qu'une licence pour les casinos en vertu de la GSG est accordée par le Bureau des affaires économiques ; à cet égard, la FMA se contente de contrôler le respect des obligations de diligence. En général, la GSG se concentre toutefois sur la notion d'argent ou de dépôts, raison pour laquelle elle n'est régulièrement pas pertinente pour les modèles commerciaux exclusivement basés sur des jetons (cf. article 3, paragraphe 1 lit i, l, o et v en liaison avec l'article 3, paragraphe 1 lit f et e de la GSG, la disposition pénale de l'article 88, paragraphe 1 lit a de la GSG étant définie de manière large et couvrant toutes les activités liées aux jeux de hasard ; dans ce contexte, une réduction téléologique serait remise en question). Indépendamment de cela, en ce qui concerne les paris à base de jetons ou les possibilités de jeu sur une chaîne de blocs (similaire à un DEX, mais le jeu de crypto décentralisé), il convient de noter qu'il n'y a pas non plus de sujet réglementaire ici.

3. Aperçu des aspects réglementaires du TVTG

Ce chapitre vise à donner un aperçu du TVTG tel que⁹⁰¹ modifié par les BuA 2019/54 et BuA 2019/93, qui entreront en vigueur à l'avenir, et en particulier des dispositions réglementaires. Le TVTG est divisé en quatre parties. Le premier article définit l'objet de la loi et donne les définitions essentielles des termes.⁹⁰² La deuxième section régit les aspects de droit civil et introduit ses propres règles de transmission des jetons. La⁹⁰³ section III. prévoit des dispositions relatives aux aspects de contrôle⁹⁰⁴ et la quatrième et dernière section régit les dispositions finales et transitoires.⁹⁰⁵ 475

Le troisième service de réglementation est subdivisé en 476

- Titre A. Généralités (champ d'application de l'article 11 du TVTG) ;
- Titre B. Enregistrement des prestataires de services de FP (articles 12 à 38 du TVTG) ;
 - Section 1. Obligation d'enregistrement et exigences (art. 12 à 17 TVTG) ;
 - Section 2 Procédure d'enregistrement (art. 18 à 19 TVTG) ;
 - Section 3. Déchéance et retrait (art. 20 à 22 TVTG) ;

⁹⁰¹ IdF BuA 2019/54 ou le BuA 2019/93 légèrement modifié s'il est fait référence au TVTG et s'il n'y a pas d'autre indication.

⁹⁰² Division I. Dispositions générales (art. 1 et 2 TVTG).

⁹⁰³ Division II. Principes de base du droit civil (art. 3 à art. 10 du TVTG).

⁹⁰⁴ Division III Surveillance des prestataires de services VTG (art. 11 à incl. art. 49 TVTG).

⁹⁰⁵ Section IV Dispositions transitoires et finales (art. 50 et 51 TVTG)

- Section 4 Registre des prestataires de services de TV (art. 23 TVTG) ;
 - Section 5. exercice d'activités commerciales (art. 24 à 29 TVTG) ;
 - Section 6 Informations de base pour les émissions de jetons (art. 30 à 38 TVTG) ;
- Titre C. Contrôle⁹⁰⁶ (art. 39 à 44 TVTG) ;
 - Titre D. Procédures et recours (articles 45 à 46 TVTG) ;
 - Titre E. Dispositions pénales (art. 47 à 49 TVTG).

477 L'article 12 TVTG stipule que la prestation professionnelle de services de FP doit être enregistrée avant la prestation effective de services par un prestataire de services de FP. Les émetteurs de jetons qui émettent au Liechtenstein en leur nom propre ou à titre non professionnel pour des tiers des jetons d'une contre-valeur totale inférieure à 5 millions de francs suisses - cette valeur seuil devant être calculée sur une période de douze mois - ne sont pas tenus de s'enregistrer auprès de la FMA (art. 12, al. 2, TVTG, tel que modifié par le BuA 2019/93).

478 Le troisième département du TVTG régleme ainsi la supervision des différents prestataires de services de TV. Les conditions préalables à l'enregistrement sont régies par l'article 13 du TVTG et reposent notamment sur la fiabilité et la compétence professionnelle conformément aux articles 14 et 15 du TVTG. Les exigences de capital minimum pour les émetteurs de jetons, les dépositaires de clés et de jetons de TC, les

⁹⁰⁶ Encore une fois, on l'appelle à tort "Titre B". Cette erreur rédactionnelle est répétée dans les titres suivants du BuA 2019/54, mais a été corrigée dans le BuA 2019/93.

validateurs physiques et les⁹⁰⁷ prestataires de services d'échange de TC sont également pertinentes. Outre ces règlements, ceux relatifs aux informations de base pour les émissions de jetons sont également essentiels (art. 30 à 38 TVTG). Les informations de base doivent notamment comprendre des précisions sur le jeton à émettre et les droits qui y sont associés, le système de TV utilisé, l'objet de l'émission du jeton, les conditions de transfert des jetons et les risques associés à l'émission (conditions d'émission).⁹⁰⁸

Conformément à l'article 3, paragraphe 1, point a), de la loi sur la protection des consommateurs (LSP), telle que modifiée par le Journal officiel fédéral 2019/54, les prestataires de services de TC soumis à l'obligation d'enregistrement sont soumis à une obligation de diligence, à l'exception des émetteurs de jetons, de l'organisme de contrôle du TC, des prestataires de services de prix du TC et des prestataires de services d'identité du TC. Indépendamment de la classification en tant qu'agent 479

⁹⁰⁷ Conformément à l'article 2, paragraphe 1, point p, de la loi sur la télévision et les télécommunications (TVTG), telle que modifiée par le décret n° 2019/93, un validateur physique est une personne qui garantit l'exécution contractuelle des droits de propriété représentés par des jetons au sens du droit de la propriété sur les systèmes de télévision en direct. Un équivalent correspondant pour les droits immatériels n'a pas été créé - par exemple, un gardien noétique, du grec νοητική ou la notion de notique comme doctrine de reconnaissance des objets intellectuels, qui pourrait horodater et enregistrer les droits immatériels afin d'éviter la symbolisation répétée des mêmes droits.

⁹⁰⁸ Art 33 TVTG ; cf. *Nägele/Xander*, *Token Offerings*, especially *Initial Coin Offerings (ICO) and Security Token Offerings (STO) as well as Token in Liechtenstein Law : Regulatory Environment and Outlook*, margin no. 18.58, in *Piska/Völkel* (ed.), *Blockchain Rules*.

de diligence raisonnable, la FMA supervise tous les prestataires de services de FP. C'est⁹⁰⁹ important, car cela exclut l'exigence d'une personne 180a⁹¹⁰ ou d'un directeur commercial.⁹¹¹ À cet égard, la disposition du GewG telle que modifiée par le BuA 2019/93 (LGBI 2019.305), selon laquelle la loi sur les licences commerciales ne s'applique pas aux activités des prestataires de services de VT, est simplement de nature à clarifier les choses.⁹¹² En plaçant les prestataires de services de FP sous la surveillance de la FMA, l'obligation d'autorisation prévue par le droit

⁹⁰⁹ Art 39 DVTG :

⁹¹⁰ La désignation obligatoire d'une personne titulaire d'une licence en vertu de la loi sur la surveillance des personnes conformément à l'article 180a de la loi sur les personnes et les sociétés (LGBI n° 2013.426) ou d'un mandataire pour les sociétés qui n'exercent aucune activité commerciale active mais sont conçues comme une société ou une structure de holding passive est une particularité réservée au droit liechtensteinois - cf. *Bergt, Verantwortung der Leitungs- und Kontrollorganen in der liechtensteinischen Aktiengesellschaft*, Rz 116 ff. À cet égard, conformément à l'article 3 de l'ordonnance sur les personnes et les sociétés du 19.12.2000, LGBI 2000.281, "il doit ressortir expressément de l'objet des personnes morales et des entreprises fiduciaires si une activité commerciale est exercée ou non". Le financement d'une future activité économique par l'émission de jetons non réglementés ne constitue pas une activité commerciale au sens de la loi sur les licences commerciales, raison pour laquelle une personne dite 180a ou un fiduciaire a dû être nommé pour gérer et représenter l'entreprise jusqu'à l'entrée en vigueur de la TVTG. Il est important de noter que bien que la loi sur les licences de commerce ne s'applique qu'aux activités professionnelles - destinées à des tiers - en Suisse et que les activités professionnelles à l'étranger ne sont pas couvertes par la loi sur les licences de commerce, la loi sur les licences de commerce ne peut pas être contournée en développant exclusivement une activité dans des juridictions étrangères, puisque dans ce cas la société est officiellement dissoute et liquidée faute de personnel adéquat conformément à l'art. 971 al. 1 lignes 1 et 3 PGR.

⁹¹¹ Article 180 bis, paragraphes 1 et 3, du RPG.

⁹¹² Art 3 lit s GewG tel que modifié par le BuA 2019/93.

commercial, selon laquelle une autorisation de commerce n'est accordée que si le demandeur est citoyen d'un État membre de l'UE ou de l'EEE ou de la Suisse ou, en tant que ressortissant d'un pays tiers, s'il a résidé de manière ininterrompue au Liechtenstein pendant au moins 12 ans et s'il maintient cette résidence de manière permanente (article 8, paragraphe 1, lettre c du GewG tel que modifié par le LGBl 2006.184), n'est donc plus applicable. Il s'agit inévitablement d'un vestige de l'époque du protectionnisme des guildes dans le cadre du droit commercial, mais dans un monde de plus en plus globalisé, en particulier dans la chaîne des blocs, c'est un obstacle massif à la mise en œuvre des plans d'entreprise pour les ressortissants de pays tiers.

En ce qui concerne les opérateurs de plateformes de négociation de devises virtuelles en vertu de l'article 2, paragraphe 1, point zquater, du SPG tel que modifié par le BuA 2019/54 (ou de l'article 2, paragraphe 1, point zter, tel que modifié par le BuA 2019/93, étant donné que les fournisseurs de porte-monnaie électroniques ont été à nouveau supprimés), veuillez vous reporter aux chapitres 2.5.4 et 2.9 et (FN 880). En ce qui concerne les prestataires de services d'échange de VT, il est fait référence aux chapitres 2.2.2 marge n° 222 aE, 2.5.4 et 2.9 pour éviter les répétitions. 480

En outre, il convient de souligner le validateur physique, qui est défini, conformément à l'article 2, paragraphe 1, point p TVTG, comme une personne qui *garantit l'exécution contractuelle des droits de propriété représentés par des jetons au sens du droit de la propriété sur les systèmes de TV*. Si les droits de propriété sur un objet réel sont ainsi représentés dans un jeton, la fonction d'un validateur physique est de garantir l'exercice des droits réels de la personne autorisée à disposer du jeton (c'est-à-dire 481

le propriétaire de l'objet symbolisé) sur l'objet symbolisé. Dans la pratique, cela peut se faire en prenant l'objet symbolique en garde à vue ou en contractant une assurance par l'intermédiaire du validateur physique.⁹¹³ Conformément aux documents juridiques, on peut déduire de l'idée d'une économie dite "*symbolique*" qu'il faut s'attendre à une vaste symbolisation de biens, tels que "*les métaux précieux, les pierres précieuses et les matières premières [...] les œuvres d'art, les terrains et les biens immobiliers jusqu'aux droits sur les marchandises comme les voitures, les montres ou les yachts*"⁹¹⁴. Si le rôle du validateur physique est fondamentalement clair, la question se pose de savoir dans quelle mesure son champ d'application est pertinent ou si l'activité de ce prestataire de services est en concurrence avec la réglementation des fonds en vertu du droit communautaire. En effet, un fonds alternatif est défini comme un organisme de placement collectif qui collecte des capitaux auprès des investisseurs afin de les investir conformément à une stratégie d'investissement définie. Comme déjà expliqué au paragraphe 119, la définition du "capital" est extrêmement large : "*Les actifs peuvent comprendre, par exemple, des actifs traditionnels (fonds propres, fonds liés à des fonds propres, dettes, etc.), des fonds de capital-investissement, des biens immobiliers et d'autres catégories d'actifs non traditionnels tels que les navires, les forêts, le vin, etc. et toute combinaison de ceux-ci*".⁹¹⁵ Dans ce contexte, la question se pose de savoir si, par exemple, une peinture de valeur exposée sous forme de jetons pour permettre à plusieurs personnes de

⁹¹³ Voir BuA 2019/54, p. 237.

⁹¹⁴ Voir BuA 2019/54, p. 24.

⁹¹⁵ ESMA Discussion Paper 2012/117, Key Concepts of the Alternative Investment Fund Managers Directive and types of AIFM, 23.02.2012, Rz 12.

"participer" à la peinture ne constitue pas un fonds ; la stratégie d'investissement définie pourrait se retrouver dans la gestion d'actifs (exposition payante dans certaines galeries d'art et musées). Cela sera régulièrement affirmé, et ces jetons seraient en fin de compte des certificats d'actions de fonds. En plus de la réglementation des fonds, le TVTG s'appliquerait également dans ce cas. La nécessité réglementaire d'un validateur physique dans un tel cas, ainsi que la répartition exacte des responsabilités entre le validateur physique et le dépositaire, restent floues.

Enfin, l'art. 7, al. 1 lit. f TVTV (LGBI 2019.349) doit être distingué. Selon 482 cette disposition de l'ordonnance, la notification d'une émission de jetons doit également inclure des informations sur le marché cible. La définition juridique des "marchés cibles" n'est pas expliquée et, en fin de compte, il n'est pas certain qu'il s'agisse d'une terminologie juridique indépendante ou que la terminologie soit basée sur celle de l'IDD 2016/97 ou de la VersVertG.

4. Résultats principaux

Ce dernier chapitre résume les principales conclusions et les résultats 483 de ces travaux en ce qui concerne les offres de jetons et les centres de négociation décentralisés (DEX), d'une part, et la distinction entre les activités de dépôt, les activités de monnaie électronique, les instruments financiers ou les services d'investissement et les monnaies virtuelles, d'autre part.

4.1 Opérations bancaires, monnaie électronique, instruments financiers et monnaies virtuelles

484

Il est inhérent à la fois aux activités de dépôt et de monnaie électronique qu'il existe une exigence de remboursement inconditionnel des fonds. Cela peut être justifié de manière dogmatique par le fait que le commerce de la monnaie électronique est également un commerce de dépôt auquel, toutefois, par la fiction juridique du législateur européen, des conséquences particulières sont attachées sous certaines conditions. Les deux transactions représentent les deux faces d'une même pièce et, en principe, la monnaie électronique est une forme privilégiée de dépôt, les services de paiement étant l'objet principal de cette dernière : Les dépôts ont un but d'épargne, tandis que la monnaie électronique a un but de paiement. La monnaie électronique étant une variante de l'activité de dépôt, il est logique que la remboursabilité inconditionnelle soit effectivement le modèle de la monnaie électronique. La monnaie électronique ne peut donc être créée qu'en donnant de la monnaie fiduciaire ou des montants monétaires. La valeur monétaire est donc toujours basée sur une valeur monétaire. Cette valeur monétaire doit être émise sous la forme d'une créance, de sorte que cette créance doit nécessairement être libellée en argent ; le fait que la créance soit libellée en argent entraîne également la remboursabilité à la valeur nominale en tant qu'élément constitutif.

485

Il convient de garder à l'esprit que si une exception est faite pour la monnaie électronique, le champ d'application de la loi sur la monnaie électronique et de la directive sur la monnaie électronique reste ouvert, mais une valeur monétaire est présente qui ne nécessite pas d'autorisation. Ainsi, les activités de dépôt ne peuvent plus être relancées en cas d'exception, car la monnaie électronique est émise simultanément, même si elle ne nécessite pas d'autorisation. Il convient également de noter que les instruments de paiement ne peuvent pas représenter des

instruments financiers au titre de la MiFID II ou de la loi bancaire. Il ressort également clairement des considérants 8 et 10 de la 5e directive GW que le législateur de l'Union avait l'intention de consacrer dans la législation que les monnaies virtuelles ne représentent pas de la monnaie électronique. Si la monnaie électronique peut être émise sous forme de jetons, les jetons qui ont une valeur intrinsèque au sens de contenu numérique, représenté par les données ou le logiciel d'un jeton, et sont donc traités comme des marchandises et représentent parfois des monnaies virtuelles, ne sont pas considérés comme de la monnaie électronique. Les monnaies virtuelles peuvent avoir des fonctions de paiement comme la monnaie électronique, mais peuvent aussi servir à l'épargne comme les dépôts, ou peuvent être utilisées à des fins d'investissement, comme c'est le cas des instruments financiers. À la lumière de ce qui précède, il est clair que si les jetons peuvent représenter à la fois de la monnaie électronique et des instruments financiers s'ils sont conçus de manière appropriée, les monnaies virtuelles ne représentent ni de la monnaie électronique ni des instruments financiers, car elles remplissent toute une série de fonctions différentes, dont certaines sont similaires à celles des instruments traditionnels du marché financier.

Ceci est étroitement lié à la clause dite de la "sonnerie" du considérant 486 6 de la directive sur la monnaie électronique. Selon ce considérant, le champ d'application de la directive sur la monnaie électronique n'est pas ouvert aux actifs monétaires qui peuvent être utilisés pour acquérir des biens ou des services numériques, à condition qu'un opérateur ou un émetteur attribue une valeur intrinsèque supplémentaire à un actif monétaire, par exemple sous la forme de facilités d'accès ou de transmission. Il est également important qu'un bien ou un service ne puisse être utilisé qu'au moyen de dispositifs numériques et qu'un opérateur

d'un tel système informatique ne se contente pas d'agir comme intermédiaire entre l'utilisateur et le fournisseur de services. Un opérateur apporte déjà une valeur ajoutée si une fonction supplémentaire est ajoutée à un produit ; la fourniture de canaux de communication ou de transmission est suffisante. Dans le cas des jetons basés sur des chaînes de blocs, une fonction supplémentaire au sens d'une fonction d'accès est régulièrement ajoutée à ces jetons, ou le logiciel avec lequel le jeton peut finalement être transféré est généralement également développé. Par conséquent, le champ d'application du régime de la monnaie électronique aux jetons semble être marginal.

487 Contrairement à l'Allemagne, les unités de compte telles que les jetons ne peuvent pas être traitées comme des instruments financiers au Liechtenstein. Contrairement au Liechtenstein, le commerce multilatéral de jetons tels que Bitcoin ou Ether, qui selon la compréhension du Liechtenstein représentent des données ou des logiciels au sens de marchandises, sur une plateforme de négociation en Allemagne représente un service d'investissement tel que l'exploitation d'un MTF, puisque la loi bancaire allemande est plus stricte que la MiFID II et couvre également les unités de compte en tant qu'instruments financiers.⁹¹⁶ Cela peut conduire à la concurrence paradoxale entre la monnaie électronique et les instruments financiers en droit allemand si la monnaie élec-

⁹¹⁶ § § 1 al. 11 n° 7 KWG ; cela doit être pris en compte en particulier dans le domaine de l'activité transfrontalière (par exemple dans l'exploitation d'un central de cryptage du Liechtenstein qui n'est pas réglementé par le droit de surveillance) et joue un rôle essentiel en relation avec la libre prestation de services passive et la commercialisation. En ce qui concerne les services d'investissement, le considérant 85 de la MiFID II doit être pris en compte en particulier.

tronique a été symbolisée - par exemple, le commerce de monnaie électronique pour compte propre n'est pas couvert par l'EKG ou la ZDG dans ce pays, mais contrairement au Liechtenstein, il est considéré comme un service financier.

Cela peut également s'appliquer aux jetons, en particulier aux pièces de monnaie stables, qui doivent rester stables. Un jeton peut également représenter une créance à l'encontre d'un émetteur. Si les autres critères sont remplis, un tel jeton peut représenter de la monnaie électronique. Toutefois, la monnaie électronique est exclue si un jeton ne représente pas une revendication, mais représente un jeton indépendant au sens de logiciel en tant que marchandise (comme Bitcoin). Une indication qu'un jeton représente une créance peut être vue dans le fait que lorsqu'un jeton est repris, il est détruit - une créance est donc rachetée, car il n'est pas possible pour un émetteur de détenir une créance contre lui-même. 488

L'exclusion d'une obligation inconditionnelle de remboursement pour éviter une opération de dépôt pourrait être réalisée par une condition résolutoire à effet ex nunc. Dans un tel cas, la base contractuelle cesserait d'exister à la survenance d'un certain événement et serait ensuite dénouée en vertu du droit de l'enrichissement - mais pas en vertu du droit des obligations ; en d'autres termes, il n'y aurait qu'une obligation de remboursement conditionnelle ancrée dans la législation. Par conséquent, il n'y a pas d'obligation contractuelle de remboursement inconditionnel. Si l'on souhaite un rachat ou une reprise spécifique, la mise en œuvre serait également concevable au moyen d'un droit de rachat convivial pour le consommateur ; cela suppose toutefois qu'un jeton 489

représente un contenu numérique et non une créance constituée d'argent (c'est-à-dire de monnaie électronique) ou de droits d'adhésion ou d'autres droits de créance (c'est-à-dire un instrument financier).

- 490 Toutefois, si un jeton ou une pièce de monnaie stable représente un jeton indépendant, un droit de rétractation illimité et convivial peut être accordé au consommateur. La loi de la *condictio causa finita* permet d'inverser cette tendance et un tel jeton permet également d'obtenir une stabilité de la valeur. Une telle pièce interne stable pourrait être intéressante dans une plateforme d'échange de jetons.
- 491 Outre les activités de dépôt et de monnaie électronique, les activités de prêt peuvent également jouer un rôle pour les modèles commerciaux basés sur des jetons. La prise en compte des facteurs peut être particulièrement pertinente, par exemple si un entrepreneur souhaite créer des canaux de vente supplémentaires et propose ses biens ou services en échange de jetons, mais ne veut pas nécessairement les accepter. Cet entrepreneur peut céder sa créance en monnaie ayant cours légal, payable en jetons, à un facteur qui reprend le du croire et paie le prix de cession en monnaie ayant cours légal au créancier cédant. Il s'agit d'un véritable affacturage, qui au Liechtenstein - contrairement à l'Autriche - ne constitue pas une activité bancaire. La situation est toutefois différente dans le cas de l'affacturage fictif, où le facteur n'assume pas le risque de défaillance et donc, d'un point de vue juridique, contribue ou crédite la liquidité. L'affacturage fictif représente donc une opération de crédit ou de prêt.
- 492 Comme nous l'avons déjà mentionné à propos de la distinction entre les opérations de monnaie électronique et de dépôt, les jetons doivent

être considérés comme des conteneurs techniques et peuvent en principe représenter tous les droits, c'est-à-dire tous les instruments financiers prévus par la MiFID II. Toutefois, un jeton ne pourra pas représenter des dépôts, car dans ce cas, le jeton représente déjà une valeur et donc de l'argent électronique ; l'activité de dépôt est cependant directement orientée vers la monnaie scripturale et l'argent liquide, qui ne peuvent être représentés d'aucune autre manière.

Le champ d'application matériel du régime de la monnaie électronique 493 couvre l'émission commerciale de monnaie électronique. Le champ d'application personnel s'étend également aux émetteurs de monnaie électronique qui émettent de la monnaie électronique. Les émetteurs de monnaie électronique sont principalement des établissements de crédit CRR et des établissements de monnaie électronique. Un champ d'application local - adapté à la zone de l'UE et de l'EEE - peut en être déduit. L'émission d'instruments monétaires dans des pays tiers ne peut pas ouvrir le champ d'application du régime de la monnaie électronique, car ces juridictions ne sont pas familiarisées avec la monnaie électronique. Il faut évaluer en fonction de la juridiction respective où ces actifs monétaires ont été émis s'il s'agit d'une opération de dépôt ou d'un instrument financier, si un jeton n'est pas un instrument de paiement. Ces jetons, qui constitueraient de la monnaie électronique s'ils avaient été émis dans l'UE ou l'EEE, ne sont pas soumis à autorisation si un tiers indépendant de l'émetteur distribue ensuite ces jetons au Liechtenstein, puisque le champ d'application matériel ne couvre que l'émission de monnaie électronique (le jeton d'ancrage constituerait, par exemple, de

la monnaie électronique s'il avait été émis dans l'UE ou l'EEE). Si, toutefois, un point de vente devait agir pour le compte d'un émetteur dans l'UE ou l'EEE, cela serait considéré comme une émission directe par l'émetteur dans l'EEE ou l'UE, qui serait par conséquent soumise à approbation.

494 La monnaie électronique ne doit pas entraver l'innovation technique, selon les considérants de la directive sur la monnaie électronique. La chaîne de blocs décentralisés n'est pas non plus un obstacle au régime de la monnaie électronique. D'une part, la monnaie électronique peut être gérée sur le serveur d'un émetteur (compte spécifique pour la monnaie électronique), d'autre part, la monnaie électronique peut également être stockée sur des systèmes à base de cartes. En droit civil, la monnaie électronique est transférée par la cession de la créance représentée contre l'émetteur. Si un portefeuille de monnaie électronique symbolique est mis à disposition par un émetteur ou un fournisseur tiers, il constitue un compte de paiement, puisque la monnaie électronique est légalement définie comme un montant monétaire malgré la représentation effective d'une créance. Toutefois, aux fins du transfert de droit civil, l'argent électronique peut également être détenu dans des portefeuilles privés sans qu'il soit nécessaire d'obtenir une autorisation de contrôle.

495 Dans ce contexte, le commerce pour compte propre et, par la suite, le commerce pour compte propre de monnaie électronique au Liechtenstein sont sûrs du point de vue de la surveillance, car seules les créances sont cédées. Au mieux, une véritable transaction d'affacturage peut exister, mais comme expliqué ci-dessus, elle est inoffensive du point de vue réglementaire au Liechtenstein. L'appariement des intérêts en rapport avec l'achat ou la vente de monnaie électronique (symbolisée) ne

pose pas non plus de problème, mais si le règlement (exécution du contrat) est effectué en dehors du processus d'appariement, un service de paiement nécessitant une autorisation sera présent. Il convient de noter que l'exception en faveur des agents commerciaux pour les services de paiement a été restreinte par la DSP II et que, en vertu de la loi ADHGB, un agent commercial ou un courtier commercial ou un agent de vente ne peut plus représenter les deux parties contractantes (côté acheteur et côté vendeur) dans la négociation ou la conclusion du contrat tout en réclamant l'exception à la loi ZDG.

Il convient également de noter que le bureau de change dans le SPG du Liechtenstein tel que modifié par le LGBl 2009.047 ou le prestataire de services de change VT conformément au TVTG tel que modifié par le BuA 2019/93 ne met pas pleinement en œuvre la 5e directive sur le blanchiment de capitaux à cet égard, contrairement aux intentions du gouvernement. En effet, la directive européenne vise l'échange de monnaie fiduciaire contre d'autres monnaies fiduciaires ou contre des monnaies virtuelles. La monnaie électronique, qui, d'un point de vue dogmatique, repose sur une créance en argent, est incluse dans la monnaie fiduciaire. Au Liechtenstein, cependant, cette disposition fait toujours référence au cours légal, ce qui explique pourquoi, à proprement parler, la monnaie électronique provenant d'opérations de change n'est actuellement pas couverte au Liechtenstein. Le prestataire de services de lettres de change VT de lege ferenda n'enregistre également que l'échange de jetons contre des jetons ayant cours légal ou d'autres jetons. 496

4.2 Centres commerciaux centraux et décentralisés

Les éléments suivants, qui doivent être cumulatifs, sont essentiels pour l'existence d'une plateforme de négociation telle qu'un MTF ou un OTF :

- Système de négociation d'instruments financiers, dans lequel le terme "système" doit être interprété de manière neutre sur le plan technologique et couvre tout ensemble de règles (par exemple également la négociation vocale) ;
- Il est impératif que le système soit multilatéral (c'est-à-dire qu'aucune négociation pour compte propre, mais seulement une négociation pour compte d'autrui, ne peut être effectuée sur un MTF). C'est également le cas d'une FTO) ;
- Le système doit servir les intérêts des parties commerciales ;
- En raison de la mise en commun des intérêts, il n'est pas possible d'exécuter des transactions individuelles avec des parties contractantes sélectionnées individuellement ;
- Le contrat est conclu dans le cadre du système ou de la plateforme et non en dehors de celui-ci. Si le contrat est conclu en dehors du système, il existe potentiellement un pur système d'information ou un tableau d'affichage (en termes de jetons, un soi-disant DEX) ;
- En fin de compte, le système doit être conçu pour réunir les intérêts d'un grand nombre de participants à la négociation et doit effectuer des opérations de courtage individuelles (trois participants au minimum).

498 Pour une meilleure traçabilité, un processus de négociation typique via un MTF est décrit ci-dessous afin de délimiter ensuite l'activité sur une bourse décentralisée (DEX) :

1. Entre deux membres négociateurs agréés comme intermédiaires financiers, une transaction de négociation est conclue via la plateforme de négociation du MTF exploitée par une entreprise d'investissement ; le cas échéant, dans le but d'exécuter un ordre sous-jacent d'un client final (acheteur ou vendeur économique) ;
2. Une "transaction" achevée ou, plus précisément, les intérêts combinés relatifs à l'achat ou à la vente d'instruments financiers sont transmis par le MTF à la chambre de compensation (contrepartie centrale ; CCP) ;
3. La compensation a lieu entre la chambre de compensation et les membres de la chambre de compensation ;
4. Un rapprochement entre les membres compensateurs et les membres commerçants a lieu (détermination des créances mutuelles) ;
5. La chambre de compensation (CCP) transmet des instructions à l'agent de règlement (dépositaire central de titres ; DCT) pour l'exécution du règlement ;
6. La plate-forme de règlement (CSD) effectue ensuite le transfert effectif des instruments financiers en question et assure également le transfert effectif des fonds correspondants ; le règlement est effectué sur les livres (instruments financiers détenus dans le compte courant de titres) ;
7. En fin de compte, la réconciliation entre les membres du CSD et les membres de la chambre de compensation a lieu.

Outre les instruments financiers ou les jetons qui les représentent, le 499 modèle peut également être simulé en relation avec une contrepartie

centrale (CCP) pour les jetons qui ne représentent ni la monnaie électronique ni les instruments financiers (monnaies virtuelles). Les paragraphes suivants montrent concrètement comment ces opérations en principal peuvent être réalisées :

1. Les utilisateurs A et B s'inscrivent sur une plateforme de négociation pour des jetons qui ne représentent ni des instruments financiers ni de la monnaie électronique ;
2. L'utilisateur A souhaite acquérir la CTB avec son ETH ;
3. L'utilisateur B veut vendre la CTB (contre l'ETH) ;
4. Les deux étapes suivantes sont réalisées :
 - L'utilisateur A transfère l'ETH à l'exploitant de la plateforme de négoce pour les jetons, la raison juridique du transfert étant l'acquisition de BTC auprès de l'exploitant de la plate-forme de négoce en tant que contrepartie centrale conformément à l'accord contractuel (par exemple avec un report de paiement d'une seconde légale) ;
 - L'utilisateur B transfère la CTB à l'opérateur de la plateforme de négociation de jetons. Dans ce cas, la raison juridique du transfert est la vente de BTC à l'opérateur de la plateforme de négociation en tant que contrepartie centrale conformément à un accord contractuel.
5. L'opérateur de la plate-forme d'échange de jetons a ensuite acquis ETH auprès de l'utilisateur A pour au moins une seconde légale et doit à l'utilisateur A une CTB pour cela. Dans le même temps, l'opérateur de la plate-forme de négociation a acquis la CTB auprès de l'utilisateur B pour au moins une seconde légale et doit en contrepartie l'ETH à l'utilisateur A ;

6. L'opérateur de la plate-forme d'échange de jetons remplit son obligation envers l'utilisateur A avec les CTB acquises par l'utilisateur B. En même temps, l'exploitant de la plate-forme d'échange de jetons remplit sa responsabilité envers l'utilisateur B avec les jetons ETH achetés par l'utilisateur A.

L'élégance de cet exemple est due à la technologie des chaînes à blocs. 500 Une telle transaction est exécutée automatiquement et quasi en temps réel via un Smart Contract. Le risque de défaut de la contrepartie est effectivement fixé à zéro par une instance technique. Avec l'avènement de la technologie des chaînes de blocs sur le marché financier, même les marchés hautement réglementés tels que les centres de négociation multilatéraux peuvent être structurés plus efficacement. La technologie de la chaîne de blocs permet donc de réduire la densité de la réglementation tout en maintenant au moins le même niveau d'efficacité dans la lutte contre les défaillances du marché et permet ainsi une convergence avec l'efficacité de Pareto.

La technologie de la chaîne de blocs permet également de mettre en 501 place des échanges dits décentralisés (DEX). Sur un DEX, les ordres relatifs aux jetons, parfois aussi ceux représentant des instruments financiers, peuvent être réglés en peer-to-peer. En général, le carnet d'ordres, l'appariement et le règlement sont maintenus en chaîne (exécution via Smart Contracts). Toutefois, un DEX ne peut pas être classé comme une plateforme de négociation organisée comme un MTF ou un OTF, car il n'existe aucune entité juridique capable de réglementer en raison de la nature décentralisée d'une telle plateforme de négociation. En outre, il n'y a généralement que des échanges bilatéraux et non multilatéraux sur un DEX. Le rôle de l'intermédiaire sans risque, qui rassemble les

intérêts d'achat et de vente, est représenté par une entité technologique. Les acteurs du marché financier tels que les entreprises d'investissement - les teneurs de marché (OTC) ou les internalisateurs systématiques - peuvent également apparaître sur un DEX.

502 Un tel DEX représente techniquement le backend et des interfaces logicielles (front-end) sont également fournies, qui accèdent à un DEX pour refléter les informations sur les jetons et les ordres qui y sont détenus. Un tel frontal est comparable à un navigateur accédant au transfert hypertexte ou au protocole HTTPS (serveur central ou base de données), sauf que les nœuds décentralisés sont plutôt accessibles sur un protocole de chaîne de blocs. Ces interfaces sont souvent appelées "tableaux d'affichage" et peuvent être conçues comme un pur système d'information, à condition que seules les informations accessibles au public soient affichées graphiquement, ce qui constituerait un service technique non réglementé. Il est essentiel que la conclusion et l'exécution du contrat se fassent directement sur le DEX et non sur l'interface. Il n'y a pas non plus de médiation contractuelle tant qu'une telle interface ou son opérateur n'est pas une condition sine qua non pour la disponibilité de détails commerciaux concrets et donc pour la conclusion d'un contrat. Ce n'est normalement pas le cas si seules les informations accessibles au public sont représentées par une chaîne de blocs.

503 Dans le BuA 2019/54 sur la TVTG, le gouvernement a déclaré que les opérateurs de ces systèmes d'information fournissent des informations agrégées sur les prix des offres d'achat et de vente de jetons. Bien que cela puisse être le cas, ce n'est pas obligatoire et donc de lege ferenda un système d'information ne peut pas toujours être qualifié de prestataire de services de prix de TC.

En ce qui concerne le droit des prospectus de valeurs mobilières, il convient de noter, dans le cadre d'un DEX, qu'un prospectus doit être établi et approuvé pour les offres publiques de jetons qui représentent des instruments financiers, sauf exception. Des problèmes peuvent également survenir du fait qu'un DEX peut conduire à une offre globale d'instruments financiers, mais il n'existe pas de réglementation mondiale uniforme sur les exigences en matière de prospectus ; ce problème existe effectivement depuis l'existence d'Internet. 504

Sur un DEX sur lequel sont négociés des jetons de sécurité, les teneurs de marché (OTC) et les internalisateurs systématiques peuvent en principe agir comme des acteurs du marché financier. Il est important de noter que les informations et les entrées de prix dans les systèmes de négociation et d'ordres, les données dans les systèmes d'information ou l'activité d'un teneur de marché ne sont pas considérées comme des messages qui seraient nécessaires pour une offre publique. L'activité de ces acteurs du marché financier (sur un DEX) ne constitue pas une offre publique et ne déclenche donc pas d'obligation de prospectus. Ces deux acteurs sont les principaux responsables de l'augmentation de la liquidité sur le marché des capitaux en effectuant, de manière continue ou systématique et dans une large mesure, des transactions pour compte propre sur des instruments financiers. Il convient de noter à cet égard que les entreprises d'investissement sont soumises à certaines obligations de négociation en ce qui concerne les titres de participation et certains instruments dérivés en vertu des articles 23 et 28 de la MiFIR. 505

Le SPG tel que modifié par le SPG BuA 2019/93 couvre également les opérateurs de plateformes de négociation de devises ou de jetons virtuels en tant que personnes soumises à une diligence raisonnable. 506

Même si ce texte est conçu comme un fourre-tout, on ne sait pas très bien ce qu'il doit réglementer. Comme l'indique le gouvernement lui-même, les lettres de change à valeur symbolique ayant cours légal sont couvertes par le fournisseur de services de lettres de change de VT. Si un acteur agit pour le compte du gouvernement, il détient le jeton ou la clé privée du donneur d'ordre pendant au moins une seconde légale et est ensuite enregistré comme dépositaire de clés ou de jetons VT. La signification pratique de cette disposition dans le DDA devra donc d'abord être établie.

Bibliographie

Amstutz Marc / Breitschmid Peter / Furrer Andreas / Girsberger Daniel / Huguenin Claire / Müller-Chen Markus / Roberto Vito / Rumo-Jungo Alexandra / Schnyder Anton K. (Hrsg), *CHK - Handkommentar zum Schweizer Privatrecht*, 3e édition, Zurich, 2016.

Andreas Vonkilch (Ed.), *Commentaire sur la loi sur la monnaie électronique 2010*, Vienne 2015.

Assmann Heinz-Dieter / Tailleur Uwe H. / Mülbart Peter O. *Loi sur le commerce des valeurs mobilières*, 7e édition, Cologne, 2019.

Athanassiou Phoebus / Mas-Guix Natalia, *ECB Legal Working Paper Series, Electronic Money Institutions - Current Trends, Regulatory Issues and Future Prospects*, No 7 / juillet 2008.

Auffenberg Lutz, *la monnaie électronique en chaîne*, BKR 7/2019, p. 341.

Barnes Tom, *Banking Regulation Review*, dixième édition, Londres, 2019.

Beck Heinz / Sann Carl-Theodor / Kokemoor Axel, *KWG avec CRR*, Heidelberg, 2017.

Bergt, J., Esneault, A., Feldkircher, T., & Nägele, T. (2019). National legal & regulatory frameworks in select European countries. Country Analysis Liechtenstein in *The Regulation of Tokens in Europe Parts A & B: The EU legal and regulatory framework*, 117-128.

Bergt, J. (2019). *Verantwortung der Leitungs- und Kontrollorganen in der liechtensteinischen Aktiengesellschaft* (Doctoral dissertation, dissertation, Private Universität im Fürstentum Liechtenstein (UFL), Triesen).

*also released as

Bergt, J., (2020). Verantwortlichkeit der Leitungs- und Kontrollorgane in der liechtensteinischen Aktiengesellschaft: unter Berücksichtigung des schweizerischen und österreichischen Rechts. Schulthess Juristische Medien.

Binder Andreas/Vetter Meinrad, Der Partizipationsschein - eine Auslegung in *Lorandi Franco/Staehelin Daniel* (Hrsg), Innovative Law, FS for *Ivo Schwander*, S 275, Zurich/Saint-Gall, 2011.

Brandl Ernst / Saria Gerhard, WAG 2018, 2e édition, Vienne, 2018.

BuA 2012/69 du 29.05.2012.

BuA 2012/150 du 27.11.2012.

BuA 2013/33 du 11.06.2013.

BuA 2014/69 du 08.07.2014.

BuA 2015/37 du 14.04.2015.

BuA 2015/89 du 01.09.2015.

BuA 2016/159 du 28.10.2016.

BuA 2017/14 du 04.04.2017.

BuA 2017/72 du 26.09.2017.

BuA 2018/98 du 30.10.2018.

BuA 2019/13 du 29.01.2019.

BuA 2019/54 du 07.05.2019.

BuA 2019/93 du 03.09.2019.

Livre de Marc, Die Blockchain und das Recht, LJZ 06.2018 (numéro 2), p 55.

Casper Matthias / Terlau Matthias (Hrsg), ZAG : Das Aufsichtsrecht des Zahlungsverkehrs und des E-Money, Munich, 2014.

Dornseifer Frank / Jesch Thomas / Klebeck Ulf / Tollmann Claus, directive AIFM, Munich, 2013.

AEMF/2015/1874, Questions et réponses, Prospectus 23ème version mise à jour - 15 décembre 2015.

Forstmoser Peter / Meier-Hayoz Arthur / Nobel Peter, droit suisse des sociétés, Berne, 1996.

Frick Marie-Theres dans Festschrift pour Delle Karth Gert, 90 ans de la Cour suprême princière, Le développement récent du droit des sociétés du Liechtenstein à la lumière de l'adhésion à l'EEE, S 193, 2013.

Frick Mario, Reconnaissance et exécution des jugements étrangers au Liechtenstein - Un aperçu, LJ numéro 4/2010, p 106.

Frick Rony, The types of shares under Liechtenstein company law, thèse de doctorat Université de Berne, 1977.

Gruber Michael, Das Fern-Finanzdienstleistungs-Gesetz, wbl 2005, numéro 2, 15.02.2005, p 53.

Handschin Lukas, Zürcher Kommentar, 2e édition, Dispositions générales, art. 620-659b OU Die Aktiengesellschaft, 2e édition, Zurich, 2016.

Helbock Hein, Aspects particuliers de la personne classifiée segmentée (PCC) au Liechtenstein, LJZ 1/18, p 22.

Höhlein Thomas / Weiß Hagen, Crypto-Assets, ICO and Blockchain : Prospectus law perspective and supervisory practice, RDF 2019, p 116.

Honsell Heinrich, Tradition et Cession - causal ou abstrait ? dans *FS Wiegand Wolfgang*, S 349, Berne, 2005.

Jensen Michael C. / Meckling H. William, Théorie de l'entreprise : Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics*, octobre 1976, volume 3, numéro 4, pp 305-360, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=94043.

Kalss Susanne / Oppitz Martin / Zollner Johannes, *Capital Market Law*, 2e édition, Vienne, 2015.

Keiler Stephan / Klauser Alexander, *Droit autrichien et européen de la consommation*, 4e Lfg, Vienne, 2018.

Kletečka Andreas / Schauer Martin, ABGB-ON, 1.02, 1.04 et 1.06, sine loco, 2016, 2017 et 2019.

Krimphove Dieter, *Fintechs, Fondements juridiques des technologies financières modernes*, depuis loco, 2019.

Kümpel Siegfried / Wittig Arne (Hrsg), *Droit bancaire et des marchés de capitaux*, 4e édition, Cologne, 2011.

Laurer René / Borns Rainer / Strobl Johann / Schütz Melitta / Schütz Oliver, *BWG*, 3e édition, Vienne, 2010.

Laurer René / Schütz Melitta / Kammel Armin / Ratka Thomas (ed.), *BWG*, 4ème édition, Vienne, 2019.

Layr Angelika / Marxer Matthias, *Nature juridique et transfert de "jetons" du point de vue du Liechtenstein*, *LJZ* 1/19, p 11.

LTP du 26.10.2000, modification du PGR (n° 153/1988, rapport de la Commission et projet de loi modifié du 18 septembre 2000), deuxième lecture.

Marxer Florian, Die personalistische Aktiengesellschaft im liechtensteinischen Recht, Eine Analyse unter besonderer Berücksichtigung des Rechts der Vinkulierung und der Aktionärbindungsverträge, SSHW Band-Nr 263, Zurich, 2007.

Micheler Eva, Wertpapierrecht zwischen Schuld- und Sachenrecht, Zu einer kapitalmarktrechtlichen Theorie des Wertpapierrechts - Effekten nach österreichischem, deutschem, english und russischem Recht, Habilitationsschrift WU Wien, 2003.

Nägele, T., Bergt, J., (2018). Kryptowährungen und Blockchain-Technologie im liechtensteinischen Aufsichtsrecht, Regulatorische Grauzone?, Liechtensteinische Juristen-Zeitung (LJZ), 18/2, 63-69.

* also cited as

Nägele, T., Bergt, J., (2018). Cryptocurrencies and Blockchain Technology in Liechtenstein Supervisory Law. Regulatory Grey Zone, Liechtensteinische Juristen-Zeitung (LJZ), 18/2, 63-69.

Öhri Uwe, Die Grundlagen der zivilrechtlichen Verantwortung der mit der Verwaltung und Geschäftsführung einer AG, Anstalt oder Stiftung entrusted with the administration and management of an AG, Anstalt oder Stiftung, LJZ 12.2007 (numéro 4), p. 100.

*Opilio Antonius*⁹¹⁷, Working Commentary on Liechtenstein Property Law, Volume I, Dornbirn, 2009.

Patz Anika, Plateformes de négociation pour les crypto-monnaies et les crypto-achats, BKR 9/2019, S 435.

Piska Christian / Völkl Oliver, Blockchain Rules, Vienne, 2019.

Rummel Peter / Lukas Meinhard, ABGB, 4e édition, Vienne, 2018.

Rummel Peter, ABGB, 3e édition, Vienne, 2007.

Schopper Alexander / Raschner Patrick, La classification réglementaire des bourses de crypto en Autriche, ÖBA 4/2019, p. 249.

Schopper Alexander / Walch Mathias, Die Reform der liechtensteinischen GmbH, LJZ 03.2017 (numéro 1), p 1.

Schwimann Michael / Kodek Georg E., ABGB Praxiskommentar, 4 édition, Vienne, 2011.

Schwimann Michael / Neumayr Matthias (ed.), ABGB Taschenkommentar, 4 édition, Vienne, 2017.

Seeger Norbert, La responsabilité selon les articles 218 à 228 de la loi sur les personnes et les sociétés du Liechtenstein, Berne, 1987.

Stadler Arthur / Pfeil Andreas, les cryptocurrencies comme marchandises volatiles selon le § 18 Abs 1 Z 2 FAGG ?, VbR 03, mai 2018, S 101 (S 103).

Stark Emil W. / Lindenmann Barbara, dans Berner Kommentar, Der Besitz Art 641-977 ZGB, 4e édition, Berne, 2016.

⁹¹⁷ Ce nom est utilisé par l'auteur comme traductionnym (pseudonyme) pour le *berger Anton*.

Terlau Matthias in Schimansky Herbert / Bunte Hermann-Josef / Lwowski Hans-Jürgen (Hrsg), *Manuel de droit bancaire*, 5e édition, Munich, 2017.

Triffterer Otto / Rosbaud Christian / Hinterhofer Hubert (ed.), *Salzburg Commentary on the StGB*, 40th Lfg, Vienne, 2019.

Rapport de consultation du gouvernement sur la création d'une loi sur les systèmes de transaction basés sur des technologies fiables (VT) (loi sur les chaînes de blocs ; loi VT ; VTG) et la modification d'autres lois du 28 août 2018.

Weilinger Arthur (Ed.), *ZaDiG*, Vienne, 2017.

Weitnauer Wolfgang / Boxberger Lutz / Anders Dietmar, *KAGB*, 2ème édition, Munich, 2017.

Wohlschlägl-Aschberger Doris (Hrsg), *MiFID II, Droit, pratique, perspectives*, Francfort, 2018.

Zivny Thomas, *KMG (Kapitalmarktgesetz)*, bref commentaire, 2e édition, Vienne 2016.

*this woToken come Diritti di Valore & Offerte a Token e Centri Commerciali Decentralizzati was also published under:

Bergt, J. (2020). *Token as Value Rights & Token Offerings and decentralized Trading Venues (Japanese): An analysis of securities civil law and securities supervision law from the perspective of Liechtenstein, with particular reference to relevant Union acts* (Vol. 1). BoD—Books on Demand.

Bergt, J. (2020). *Token as value rights & Token offerings and decentralized trading venues (English): An analysis of securities civil law and securities supervision law from the perspective of Liechtenstein, with particular reference*

to relevant Union acts (Vol. 1). BoD–Books on Demand, ISBN 9783751937962.

Bergt, J. (2020). *Token as Value Rights & Token Offerings and decentralized Trading Venues (Russian): An analysis of securities civil law and securities supervision law from the perspective of Liechtenstein, with particular reference to relevant Union acts* (Vol. 1). BoD–Books on Demand, ISBN 9783751935968.

Bergt, J. (2020). *Token as Value Rights & Token Offerings and decentralized Trading Venues (Chinese simplified): An analysis of securities civil law and securities supervision law from the perspective of Liechtenstein, with particular reference to relevant Union acts* (Vol. 1). BoD–Books on Demand.

Bergt, J. (2020). *Token como Derechos de Valor & Ofertas de Token y Centros de Comercio Descentralizados: Un análisis del derecho civil de valores y la legislación de supervisión de valores desde la perspectiva de Liechtenstein, con especial referencia a los actos pertinentes de la Unión* (Vol. 1). BoD–Books on Demand.

Bergt, J. (2020). *Tokenowe Prawa do Wartości & Oferty Tokenowe i Zdecentralizowane Centra Handlowe: Analiza prawa cywilnego w zakresie papierów wartościowych i prawa nadzoru nad papierami wartościowymi z perspektywy Liechtensteinu, ze szczególnym uwzględnieniem odpowiednich aktów Unii* (Vol. 1). BoD–Books on Demand.

Bergt, J. (2020). *Token als Waarderechten & Tokenaanbiedingen en Gedecentraliseerde Handelscentra: Een analyse van het burgerlijk effectenrecht en het recht inzake effectentoezicht vanuit het oogpunt van Liechtenstein, met bijzondere aandacht voor de desbetreffende besluiten van de Unie* (Vol. 1). BoD–Books on Demand.

Bergt, J. (2020). *Token como Direitos de Valor & Token Offerings e Centros Comerciais Descentralizados: Uma análise do direito civil e do direito de supervisão dos valores mobiliários na perspectiva do Liechtenstein, com especial referência aos actos relevantes da União* (Vol. 1). BoD–Books on Demand.

Bergt, J. (2020). *Token als Wertrechte und Token Offerings und dezentrale Handelsplätze: Eine wertpapierzivilrechtliche und wertpapieraufsichtsrechtliche Analyse aus der Perspektive Liechtensteins unter besonderer Berücksichtigung einschlägiger Unionsrechtsakte* (Vol. 1). BoD–Books on Demand.

Bergt, J. (2020). *Token come Diritti di Valore & Offerte a Token e Centri Commerciali Decentralizzati: Un'analisi del diritto civile dei titoli e del diritto di vigilanza sui titoli dal punto di vista del Liechtenstein, con particolare riferimento ai pertinenti atti dell'Unione europea* (Vol. 1). BoD–Books on Demand.

Registre judiciaire

BGH VIII ZR 249/14 du 17.06.2015

BVGer B-4772/2017 du 19.12.2017.

AELE E-9/17 du 30 mai 2018, Edmund Falkenhahn AG / Autorité des marchés financiers du Liechtenstein, <https://eftacourt.int/download/9-17-judgment/?wpdmdl=1805>

CJCE C-191/15 du 28.07.2016, VKI/Amazon EU Sàrl, ECLI:EU:C:2016:612

OGH le 09 C 271/98-201 du 03.03.2005, LES 2006, 161.

öOGH à 2 Ob 155/16g à partir du 14.12.2017, ECLI:AT:OGH0002:2017:0020OB00155.16G.1214.000

RIS Justice RS0012049, ECLI:AT:OGH0002:1951:RS0012049.

StGH 1975/002 du 29.04.1975, ELG 1973, 381.

UVS Vienne du 5 mai 2004 le 06/42/9144/2003.

Sources numériques

Alexandra Petruş, How to extract data from a 2FA iCloud account, 12, August 2019, <https://www.iphonebackupextractor.com/blog/extract-data-two-factor-authentication/>, appelé le 28.08.2019.

Article technique de la BaFin, tokenization, 15.04.2019, https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Fachartikel/2019/fa_bj_1904_Tokenisierung.html

Informations de la BaFin sur les faits relatifs aux opérations pour compte propre et aux opérations pour compte d'autrui en date du 22.03.2011, modifiées en dernier lieu le 15.05.2018, https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_110322_eigenhandel_eigengeschaeft_neu.html

BaFin Merkblatt Emissionsgeschäft, 07.01.2009, modifié en dernier lieu le 24.07.2013, https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_090107_tatbestand_emissionsgeschaeft.html.

Brochure de la BaFin sur le système multilatéral d'échange de quotas d'émission de gaz à effet de serre du 07.12.2009, modifiée en dernier lieu le 25.07.2013, https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_091208_tatbestand_multilaterales_handelssystem.html

Brochure de la BaFin Examen des prospectus de valeurs mobilières pour en assurer la compréhensibilité, GZ : WA 51-Wp 7115-2019/0099, https://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/Merkblatt/WA/dl_wa_merkblatt_verstaendlichkeitspruefung_prospekte.pdf?__blob=publicationFile=8.

BaFin Merkblatt, Hinweise zum Zahlungsdiensteaufsichtsgesetz (ZAG) du 22.12.2011, modifiée en dernier lieu le 29.11.2017, https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_111222_zag.html?nn=9450978#doc7846622bodyText33

BaFin, Lettre interprétative sur le champ d'application de la KAGB et sur le terme "Fonds d'investissement", 14.06.2013, modifiée en dernier lieu le 09.03.2015, https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Auslegungsentscheidung/WA/ae_130614_Anwendungsber_KAGB_begriff_invvermoegen.html

BaFin, Crowdlending, daté du 4 janvier 2018, https://www.bafin.de/DE/Aufsicht/FinTech/Crowdfunding/Crowdlending/crowdlending_node.html.

BaFin, Notes sur les instruments financiers conformément à la section 1 (11) phrases 1 à 3 du KWG, 20.12.2011, modifié en dernier lieu le 26.07.2018, https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_111220_finanzinstrumente.html.

BaFin, brochure sur le courtage en investissements du 17 mai 2011, modifiée en dernier lieu le 13 juillet 2017, https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_091204_tatbestand_anlagevermittlung.html

BaFin, Code de pratique pour les activités de garde, 06.01.2009, modifié en dernier lieu le 17.02.2014, https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_090106_tatbestand_depotgeschaeft.html

BaFin, fiche d'information sur les activités de prêt, datée du 08.01.2009, modifiée en dernier lieu le 02.05.2016, https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_090108_tatbestand_kreditgeschaeft.html

BaFin, fiche d'information sur les activités de placement, 10.12.2009, modifiée en dernier lieu le 25.07.2013, https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_091211_tatbestand_platzierungsgeschaeft.html.

BaFin, Merkblatt Zweites Hinweisschreiben zu Prospekt- und Erlaubnispflichten in Zusammenhang der Ausgabe weiterer Krypto-Token, GZ : WA 51-Wp 7100-2019/0011 und IF 1-AZB 1505-2019/0003, https://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/Merkblatt/WA/dl_wa_merkblatt_ICOs.pdf?blob=publicationFile=1.

BaFin, obligation de publier un prospectus, 01.11.2013, modifié en dernier lieu le 05.08.2019, https://www.bafin.de/DE/Aufsicht/Prospekte/Wertpapiere/Prospektpflicht/prospektpflicht_node.html

BaFin, Circulaire 08/2017 (VA) - Instruments financiers dérivés et produits structurés du 30.08.2017, https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Rundschreiben/2017/rs_1708_derivate_finanzinstrumente_va.html.

Bont Patrick, Kryptowährungen - and what do the regulators do, 26.10.2017, <https://www.fma-li.li/files/fma/fma-digital-banking-liechtenstein.pdf>

Buterin Vitalik, 13.10.2018, 10:21, https://twitter.com/VitalikButerin/status/1051160932699770882?ref_src=twsrc%5Etfw, appelé le 30.09.2019.

Buterin Vitalik, <https://bitcoinmagazine.com/articles/what-proof-of-stake-is-and-why-it-matters-1377531463>/<https://bitcoinmagazine.com/articles/what-proof-of-stake-is-and-why-it-matters-1377531463/>, aufgerufen am 15.09.2019.

Projet de rapport sur la proposition de règlement du Parlement européen et du Conseil relatif aux prestataires européens de services de financement collectif (PESC) pour les entreprises (COM(2018)0113 - C8-0103/2018 - 2018/0048(COD)), 10.08.2018, https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/ECON-PR-626662_EN.pdfhttps://www.europarl.europa.eu/doceo/document/ECON-PR-626662_EN.pdf.

DStoq (DSQ Token) : Licensed Decentralized Stock & Crypto Exchange ?, 04.08.2018, <https://bitcoinexchangeguide.com/dstoq-dsq-token/>, aufgerufen am 15.09.2019.

Rapport de l'EBA avec conseils à la Commission européenne sur les crypto-actifs, 09.01.2019, <https://eba.europa.eu/documents/10180/2545547/EBA+Report+on+crypto+assets.pdf>.

Avis de l'ABE sur les "monnaies virtuelles", ABE/Op/2014/08 vom 04.07.2014, <https://eba.europa.eu/documents/10180/657547/EBA-Op-2014-08+Opinion+on+Virtual+Currencies.pdf>.

ESMA Advice, Initial Coin Offerings and Crypto-Assets, 9 janvier 2019 | ESMA50-157-1391, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-157-1391_crypto_advice.pdf.

ESMA Annex 1 Legal qualification of crypto-assets - survey to NCAs, Januar 2019, ESMA50-157-1384, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-157-1384_annex.pdf.

ESMA Discussion Paper 2012/117, Key concepts of the Alternative Investment Fund Managers Directive and types of AIFM, 23.02.2012, <https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2012-117.pdf>.

Lignes directrices 2013/611 de l'AEMF sur les concepts clés de la directive sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs (AIFMD), version corrigée du 30.01.2014 des lignes directrices sur les concepts clés de la directive sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs publiées le 13.08.2013 (AEMF/2013/611), https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/esma_2013_00600000_de_cor-_revised_for_publication.pdf

ESMA Questions et réponses ESMA70-872942901-38 vom 12.07.2019, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-872942901-38_gas_markets_structures_issues.pdf.

Rapport de l'AEMF 50-164-2430 vom 12.07.2019, Licences des modèles commerciaux de FinTech, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-164-2430_licensing_of_fintech.pdf.

BCE, Rapport sur la monnaie électronique, août 1998, <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/emoneyen.pdf>.

EZB, Virtual Currency Schemes, octobre 2012, <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/virtualcurrencyschemes201210en.pdf>.

FCA (Financial Conduct Authority du Royaume-Uni), The Perimeter Guidance Manual (PERG release 42 September 2019), <https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/PERG.pdf>, aufgerufen am 15.09.2019.

Circulaire FINMA 2008/3, Dépôts des particuliers auprès de non-banques, 20.11.2008, modifiée en dernier lieu le 26.06.2019, <https://www.finma.ch/de/dokumentation/rundschreiben/archiv/archiv-2008/>

Directives de la FINMA pour les enquêtes de subordination concernant les offres initiales de pièces de monnaie (Initial Coin Offerings, ICO) du 16.02.2018, <https://www.finma.ch/de/news/2018/02/20180216-mm-ico-wegleitung/>

Premier échange de jetons de sécurité en chaîne de blocs - Construit sur Stellar (XLM), 31.07.2018, <https://cryptocoinspy.com/first-blockchain-security-token-exchange-built-on-stellar-xlm/>, [aufgerufen](#) am 15.09.2019.

Communication FMA 2019/1 - Obligations supplémentaires concernant l'émission et le rachat de jetons de parts de fonds et la tenue du registre des parts de fonds du 03.09.2019, <https://www.fma-li.li/files/list/fma-mitteilung-2019-01.pdf>

Directive FMA 2019/7 du 11.06.2019, <https://www.fma-li.li/files/list/fma-wl-2019-7-sicherungsmaßnahmen.pdf>.

FMA, L'innovation comme défi - et comme opportunité, 20.09.2017, <https://www.fma-li.li/de/news/20170920-innovation-als-herausforderung-und-als-chance.html?comefrom=career>, [appelé](#) le 15.09.2019

Griffin John M. / Shams Amin, Is Bitcoin Really Un-Tethered ?, 13.06.2018, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3195066https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3195066.

Hacker Philipp / Thomale Chris, Crypto-Securities Regulation : ICOs, Token Sales and Cryptocurrencies under EU Financial Law, 22.11.2017,

dernière révision le 17 avril 2019, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3075820

<https://bittrexglobal.zendesk.com/hc/en-us/articles/360009624760>, consulté le 29 octobre 2019.

<http://www.e-archiv.li/personDetail.aspx?persID=30919ackurl=auto>.

<https://0x.org/>, appelé le 15.09.2019.

<https://bitcoin.stackexchange.com/questions/38994/will-there-be-21-million-bitcoins-eventually> ; https://en.bitcoin.it/wiki/Controlled_supplyhttps://en.bitcoin.it/wiki/Controlled_supply, appelé le 15.09.2019.

<https://bitcoin.stackexchange.com/questions/38994/will-there-be-21-million-bitcoins-eventually>, appelé le 15.09.2019.

<https://de.bitcoinwiki.org/wiki/Coin>, appelé le 08.08.2019.

<https://de.bitcoinwiki.org/wiki/Token>, appelé le 08.08.2019.

<https://dstoq.com/>, appelé le 15.09.2019.

<https://dutchx-rinkeby.d.exchange/>, appelé le 15.09.2019.

https://en.bitcoin.it/wiki/Genesis_block, appelé le 15.09.2019.

<https://en.bitcoin.it/wiki/Weaknesses>, appelé le 15.09.2019.

<https://etherdelta.com/>, consulté le 15 septembre 2019.

<https://etherscan.io/chart/blocktime>.

<https://github.com/trottier/original-bitcoin/blob/master/src/main.cpp>, appelé le 15.09.2019.

<https://idex.market/>, appelé le 15.09.2019.

<https://international.bittrex.com/>, appelé le 15.09.2019.

<https://kyber.network/>, appelé le 15.09.2019.

<https://londondx.com/about/>, appelé le 15.09.2019.

<https://poloniex.com/>, appelé le 15.09.2019.

https://register.fca.org.uk/ShPo_FirmDetails-Page?id=001b000000Op9S8AAJ, appelé le 15.09.2019.

<https://stellarterm.com/>, appelé le 15.09.2019.

<https://tether.to/>, appelé le 7 octobre 2019.

<https://tether.to/contact-us/>, appelé le 29.07.2019.

<https://tether.to/legal/>, dans la version du 26.02.2019, consulté le 29.07.2019.

<https://token.store/>, consulté le 15.09.2019.

<https://uniswap.io/>, consulté le 15 septembre 2019.

<https://www.airswap.io/>, appelé le 15.09.2019.

<https://www.bancor.network/>, appelé le 15.09.2019.

<https://www.binance.com/>, appelé le 15.09.2019.

<https://www.bitpanda.com/de>, appelé le 15.09.2019.

<https://www.coinbase.com/>, appelé le 15.09.2019.

<https://www.duden.de/rechtschreibung/Kennung>, consulté le 4 août 2019.

<https://www.esma.europa.eu/data-systematic-internaliser-calculations>, appelé le 15.09.2019.

<https://www.fma-li.li/de/aufsicht/bereich-banken/banken-und-wertpapierfirmen/bewilligungen-zulassungen.html>, appelé le 15.09.2019.

<https://www.fma-li.li/de/kundenschutz.html>, appelé le 15.09.2019.

https://www.hydrominer.org/wp-content/uploads/2018/11/Hydrominer-H3O-Prospectus_2018-11-26_approved.pdf, appelé le 04.08.2019.

<https://www.kraken.com/>, appelé le 15.09.2019.

<https://www.openfinance.io/>, appelé le 15.09.2019.

<https://www.swisscryptotokens.ch/wp-content/uploads/2019/06/Prospectus-XCHF-2019-07-v1.0-1.pdf>, appelé le 15.09.2019.

Khatri Yogita, Tether Says Its USDT Stablecoin May Not Be Backed By Fiat Alone, <https://www.coindesk.com/tether-says-its-usdt-stablecoin-may-not-be-backed-by-fiat-alone><https://www.coindesk.com/tether-says-its-usdt-stablecoin-may-not-be-backed-by-fiat-alone>, aufgerufen am 07.10.2019.

Association des banquiers du Liechtenstein, brochure d'information sur les types et les risques des instruments financiers, 3e édition, édition électronique n° B9808d, <https://www.bankfrick.li/Portals/0/06-downloads/diverse/risiken-im-effektenhandel.pdf>

Mersch Yves, discours à la conférence juridique de la BCE, Francfort-sur-le-Main, 2 septembre 2019, <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2019/html/ecb.sp190902~aedded9219.en.html>, appelé le 04.10.2019

Miller Mark S. / Drexler K. Eric, The Agoric Papers in The Ecology of Computation, *Huberman* (Hrsg), Markets and Computation : Agoric Open Systems, Incentive Engineering : for Computational Resource

Management, Comparative Ecology : A Computational Perspective, Nordholland, 1988, <https://e-drexler.com/d/09/00/AgoricsPapers/agoricpapers.html><https://e-drexler.com/d/09/00/AgoricsPapers/agoricpapers.html>, aufgerufen am 01.10.2019.

*Nakamoto Satoshi*⁹¹⁸, <https://bitcoin.org/bitcoin.pdf>, a appelé le 15.09.2019.

Rapport sur la proposition de règlement du Parlement européen et du Conseil relatif aux prestataires européens de services de financement collectif (PESC) pour les entreprises (COM(2018)0113 - C8-0103/2018 - 2018/0048(COD)), A8-0364/2018, 09.11.2018, https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/A-8-2018-0364_EN.html

Seth Rosenblatt/Jason Cipriani, Authentification à deux facteurs : What you need to know (FAQ), 15 Juni 2015, <https://www.cnet.com/news/two-factor-authentication-what-you-need-to-know-faq/>, aufgerufen am 28.08.2019.

Sritanshu Sinha, IEOs, ICOs, STOs and Now IDOs - How to Raise Funds for Crypto in 2019 ?, 01.09.2019, <https://cointelegraph.com/news/ieos-icos-stos-and-now-idos-how-to-raise-funds-for-crypto-in-2019>, aufgerufen am 02.09.2019.

Szabo Nick, Smart Contracts, 1994, <https://web.archive.org/web/20011102030833/http://szabo.best.vwh.net/smart.contracts.html> (seul lien d'archive disponible).

⁹¹⁸ Pseudonyme de la ou des personnes qui ont développé le protocole Bitcoin.

Valera Valeria, Tether Burns Half A Billion USDT Coins In An Act Of Redemption, 25.10.2018, <https://www.cryptomonedaseico.com/en/news-en/tether-burns-half-a-billion-usdt-coins-in-an-act-of-redemption/>, aufgerufen am 29.07.2019.

Huissier de justice Hans-Ueli, droit des sociétés, <https://www.rwi.uzh.ch/elt-lst-vogt/gesellschaftsrecht/grundlagen/de/html/index.html#>

WKO, Loi sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs (AIFM-G), 07.11.2013, <https://www.wko.at/branchen/information-consulting/finanzdienstleister/artikel-aifm-g.pdf>

Wozke Martin, Smart Contracts : Lorsque des contrats sont conclus entre ordinateurs, 11.07.2017, <https://blockchain-hero.com/smart-contracts-vertraege-zwischen-computern/>, appelé le 01.10.2019

Résumé

Ce document universitaire traite à la fois des aspects du droit civil (valeurs mobilières) et du droit réglementaire (valeurs mobilières). Ainsi, un résumé du droit de la propriété est fourni, qui traite de la classification des jetons en droit liechtensteinois.

En outre, les titres dématérialisés, qui sont connus du système juridique du Liechtenstein depuis près de 100 ans, seront examinés. La situation juridique concernant les titres et les titres intermédiés avant l'entrée en vigueur de la "loi sur la chaîne d'approvisionnement" (TVTG) est décrite et les titres intermédiés en vertu de la TVTG (principe d'abstraction) et les titres intermédiés en vertu du PGR tel que modifié par le Journal officiel fédéral 2019/93 (principe de causalité) sont examinés en détail ci-dessous.

L'accent est mis sur le droit civil et le droit des sociétés du Liechtenstein, tandis que la base de réception du droit des sociétés suisse et la réception du droit civil général du droit autrichien sont également prises en compte.

La partie du travail relative à la surveillance est clairement axée sur le droit de l'Union, mais tient également compte des spécificités nationales du Liechtenstein, de l'Autriche et de l'Allemagne, en plus des actes juridiques européens.

Ainsi, les jetons et les modèles d'entreprise basés sur les jetons sont également examinés à la lumière des actes juridiques de l'Union tels que la MiFIR, la MiFID II, la CRR, la CRD IV, la CSDR, l'EMIR, l'AIFMD, l'UCITS, la directive sur la monnaie électronique II, la PSD II, la MAD/MAR, le règlement sur les prospectus, la 5e directive LAB et

d'autres règlements, directives, ainsi que les règlements d'application et les règlements délégués. Une attention particulière est accordée aux bourses de cryptage et aux places de négociation décentralisées (DEX). En outre, l'accent sera mis sur le droit de la consommation en matière de jetons et de contrats de vente à distance, en tenant compte de la directive sur les clauses abusives et les droits de rétractation. Dans ce contexte, les jetons en tant que données ou logiciels et donc en tant que contenu numérique et donc en tant que marchandises sont également traités plus en détail et les parallèles avec les jetons en tant que jetons à valeur intrinsèque ou en tant que monnaies virtuelles par opposition à la monnaie fiduciaire sont présentés.

En outre, l'auteur vise à expliquer que les dépôts, les transactions en monnaie électronique et les instruments financiers sont des vases communicants par opposition aux monnaies virtuelles. Bien qu'il s'agisse avant tout d'un litige juridique, les aspects techniques des technologies des grands livres distribués, tels que la chaîne de blocs en tant que base de données décentralisée, les jetons et les pièces, les contrats intelligents, l'informatique agorique, l'identité autosouveraine, etc. - dans la mesure où cela est nécessaire pour l'évaluation juridique - sont également expliqués plus en détail ; en outre, des contextes économiques et des excuses pour une meilleure compréhension influencent également les thèses et les applications possibles de la technologie de la chaîne de blocs.

De cette manière, la monnaie électronique devrait également être déchiffrée de manière compréhensible par rapport aux monnaies cryptographiques sur la base du cas pratique pertinent de l'USD-Tether et une éventuelle reprise de la "clause de sonnerie" dans la monnaie électronique devrait être discutée.

La présente discussion doit être comprise comme un travail scientifique ayant une pertinence pratique pour les conseils en rapport avec les start-ups basées sur une chaîne de blocs, la représentation devant les autorités de contrôle, ainsi que des conseils généralement utiles sur la manière d'éviter les pièges de la mise en œuvre de projets entrepreneuriaux d'un point de vue juridique. Dans ce contexte, cet ouvrage s'adresse aux avocats, aux juristes d'entreprise ainsi qu'aux autorités, aux tribunaux, aux scientifiques et aux autres parties intéressées dans le domaine du droit des marchés financiers et de la technologie des chaînes de blocs.

curriculum vitae

Dr. iur. Josef Bergt

Date de naissance : 19.11.1991

Le lieu de naissance : AT-6179 Ranggen, Tyrol

Josef Bergt est spécialisé dans les domaines du droit liechtensteinois et européen des banques et des marchés financiers, du droit des sociétés et des marchés de capitaux et du droit informatique. Il possède une grande expertise du cadre réglementaire des marchés financiers, notamment en ce qui concerne la technologie des grands livres distribués (DLT) et ses diverses variantes telles que la chaîne de blocs, les graphiques acycliques dirigés (DAG), le hashgraph, la chaîne holo, etc., y compris la vente de jetons et les offres telles que les offres initiales de pièces, les événements générateurs de jetons et les offres de jetons de sécurité (ICO/TGE/STO). En outre, Josef Bergt a de l'expérience dans la création d'institutions financières et d'intermédiaires financiers réglementés, l'octroi de licences à ces institutions et la préparation de prospectus de valeurs mobilières et leur approbation par l'autorité de surveillance compétente. En outre, il a une expérience des litiges dans les domaines du droit civil et commercial. En outre, il possède une connaissance approfondie de la protection des données.

Josef Bergt faisait partie de l'équipe qui a soutenu le premier prospectus de jeton de sécurité approuvé par l'autorité des marchés financiers du Liechtenstein (FMA) en août 2018. Josef Bergt est également un partisan de la "Blockchaining Act" du Liechtenstein (loi sur les tokens et les fournisseurs de services VT ; TVTG) et de la scène des chaînes de blocage du Liechtenstein. En outre, il a également fait partie de l'équipe qui a

proposé le cadre juridique d'un document de réglementation symbolique de l'UE via thinkBLOCKtank asbl. Enfin, dans le cadre de ses activités juridiques, Josef Bergt a fourni des conseils et une assistance juridiques à plus de 250 entreprises en phase de démarrage et intermédiaires financiers, dont certains sont basés sur une chaîne de montage, et dans ce contexte, il a élaboré des avis d'experts et des conditions contractuelles en vertu de la législation sur les marchés financiers, tout en apportant les clarifications juridiques pertinentes et en représentant l'entreprise devant les autorités.

Outre ses activités d'auteur scientifique, Josef Bergt est également conférencier lors d'événements internationaux et dans des universités, où il donne un aperçu de l'interaction des nouvelles technologies avec le droit existant.

Formation

- | | |
|-------------|--|
| 2019 – 2020 | Cours intensif de comptabilité, Centre de formation professionnelle et continue (bzb) Buchs, canton de St-Gall |
| 2018 – 2020 | A étudié le Master exécutif en droit (droit des sociétés, des fondations et des fiducies) à l'université du Liechtenstein. |
| 2018 – 2020 | A étudié le Master exécutif de droit (droit bancaire et des marchés financiers) à l'université du Liechtenstein. |

2017 – 2019	Doctorat en droit d'une durée inférieure à la durée minimale des études, UFL Université privée de la Principauté du Liechtenstein, Triesen.
05/2018	Cours intensif "Corporate Data Protection Officer", Université du Liechtenstein.
2015 – 2016	Cambridge International Legal English (ILEC, niveau C1), WIFI Innsbruck.
2015	Diplôme en droit de la durée minimale des études, Université Leopold-Franzens d'Innsbruck.

Publications

Responsabilité des organes de gestion et de contrôle de la société anonyme du Liechtenstein - en considération des droits suisse et autrichien, Schulthess Verlag Zürich, 2020, ISBN 978-3-7255-8112-2 (réimpression de la thèse, Université privée de la Principauté du Liechtenstein, 2019).

Bergt / Esneault / Feldkircher / Nägele, Cadres juridiques et réglementaires nationaux dans certains pays européens, Analyse du Liechtenstein dans La réglementation des jetons en Europe Parties A & B : Le cadre juridique et réglementaire de l'UE, thinkBLOCKtank asbl, S 117, Juni 2019.

Cryptocurrencies and block-chain technology in Liechtenstein supervisory law, Regulatory Grey Zone ?, Nägele / Bergt in Liechtensteinische Juristen-Zeitung, Issue 2, (LJZ 2/18), p 63, juin 2018.

Les rétrocessions et les créances qui en résultent à l'encontre des gestionnaires de fortune suisses - La responsabilité des organes des associations liechtensteinoises pour défaut de revendication, Schwärzler / Bergt / Vollrath in Liechtenstein Journal (LJ), 33e édition 1/2017, p. 2, mars 2017.

Fusion pour former la Gesellschaft bürgerlichen Rechts, AV Akademikerverlag (ISBN 10 : 3639886607, ISBN 13 : 978-3639886603), avril 2016.

Activités pratiques

- | | |
|---------------|---|
| 01/18 – 03/20 | Stagiaire chez NÄGELE Rechtsanwälte GmbH, Vaduz. |
| 01/18 – 12/19 | Responsable de la protection des données de NÄGELE Rechtsanwälte GmbH, Vaduz. |
| 01/17 – 12/17 | Stagiaire chez Schwärzler Avocats, Schaan. |
| 05/16 – 10/16 | Stage au tribunal de district de Princely à Vaduz. |
| 01/16 – 03/16 | Stage au tribunal de district de Telfs. |
| 04/12 – 12/12 | Assistant juridique, cabinet d'avocats Dr. Peter Bergt. |

La carte de la vanité de Josef n°1 :

"Josef, où es-tu ?"

*"Quelque part, quelque chose d'incroyable attend d'être
connu."*⁹¹⁹

⁹¹⁹ *Carl Sagan.*

