

La nature juridique des *stablecoins*

Hubert de Vauplane

Avocat associé Kramer Levin

Les *stablecoins* sont des instruments digitaux basés sur la technologie blockchain qui visent à éliminer la volatilité des cryptomonnaies. Les *stablecoins* sont principalement utilisés dans l'écosystème de la cryptomonnaie comme mode de couverture de la volatilité, parfois aussi comme outil d'évasion fiscale et bien sûr, comme moyen de paiement en dehors du système bancaire. Cependant, les perspectives de développement des *stablecoins* sont bien plus larges, notamment du fait que certains grands acteurs de l'internet annoncent vouloir lancer leur propres cryptomonnaies, lesquelles sont en fait des *stablecoins* ; mais aussi du fait que de nombreux acteurs économiques regardent vers ce type d'instrument comme un mode de paiement dans les opérations du commerce international¹ ; certains États y voient aussi une manière de s'adosser à une devise internationale comme le dollar ou l'euro, sans les contraintes du rattachement plus formel à ces devises.

Il existe de nombreux types de *stablecoins*, selon ce que les projets veulent mettre en avant pour crédibiliser la promesse de moindre volatilité et corrélation du cours du *stablecoin* avec le ou les actifs sous-jacents. La pratique a pris l'habitude de distinguer par les *stablecoins* trois grands types de ces cryptoactifs, selon leur mode de fonctionnement.

La première catégorie concerne les *stablecoins* adossés à un actif réel, tel qu'une monnaie légale, de l'or ou une marchandise. Dans cette typologie, une organisation procède à l'émission de ces *stablecoins*, en assure la circulation et la corrélation avec le ou les actifs sous-jacents veille à ce que leur remboursement soit effectué en référence à l'actif ou aux actifs qu'elle détient en représentation des *stablecoins* émis. Ce modèle nécessite que l'organisation qui émet un *stablecoin* soit détentrice d'un stock d'actifs, devises (généralement le US dollar, l'euro, parfois aussi un panier de devises), de métaux précieux (le plus souvent l'or) ou marchandises, lui permettant d'émettre des *stablecoins* selon un rapport de valeur de 1:1 avec sa réserve de devises, de marchandises ou de métaux précieux. Autrement dit, le *stablecoin* émis est une représentation digitale circulant et stockée via la technologie blockchain de la valeur d'un ou plusieurs actifs, sans que ces actifs eux-mêmes ne circulent, l'objectif étant que la valeur du *stablecoin* corresponde exactement à la valeur de l'actif ou des actifs sous-jacents. Cette première catégorie de *stablecoins* est la plus développée. Elle vise clairement à supprimer toute volatilité

intrinsèque au *stablecoin* pour ne garder que la volatilité propre à l'actif (ou aux actifs) sous-jacent. Ce faisant, elle permet une circulation sous forme monétaire de l'actif sous-jacent plus aisée que cet actif lui-même, lequel nécessite généralement pour des marchandises ou métaux précieux des considérations de stockage et de circulation assez complexes, ou, pour ce qui concerne des devises, des opérations de compensation dans le cadre du système financier international (Swift, CLS ou autres). D'une manière plus macro-économique, il s'agit un peu d'un retour à la situation antérieure aux accords de Breton Woods avec l'étalon-or où les devises émises par les États étaient garanties par le stock d'or détenu par leur banque centrale et où les porteurs pouvaient demander à échanger leurs billets et pièces par le montant équivalent en or auprès de l'institut d'émission. La principale différence, bien sûr, étant que les *stablecoins* n'ont pas de cours légal et ne sont pas qualifiés de devises. On trouve aussi dans cette catégorie des *stablecoins* assis sur un indice, panier de devises, ou encore sur les DTS (droits de tirage spéciaux) du FMI ! L'idée est toujours la même : comment assurer le minimum de volatilité dans la valeur du *stablecoin* ? Outre la diminution des coûts, l'utilisation de tels *stablecoins* permet surtout de s'affranchir de toutes les lois monétaires de la devise en garantie, qu'il s'agisse de la réglementation des changes, mais aussi des restrictions d'utilisation liées aux sanctions contre certains pays ou personnes. En pratique, aucun des émetteurs de ces *stablecoins* n'a sollicité l'autorisation de la banque centrale de la devise sous-jacente.

Le deuxième type de *stablecoins* fonctionne sur le même modèle précédent, à savoir une émission de *token* par une entité centrale garantie par un actif sous-jacent, étant précisé qu'ici l'actif est lui-même une cryptomonnaie ou un cryptoactif. Il s'agit en quelque sorte d'un cryptoactif au carré ! Cette deuxième catégorie est un peu plus sophistiquée que la première dans la mesure où l'actif sous-jacent garantissant la valeur du stock de *stablecoins* émis est lié à ceux-ci via un algorithme permettant une valorisation quasi identique avec celle de l'actif sous-jacent, et non via l'offre et la demande du marché de l'actif sous-jacent, comme dans le modèle précédent où la parité 1:1 est assurée par les arbitragistes.

À qui appartient le stock d'actifs sous-jacents des *stablecoins* ?

Que ce soit des *stablecoins* de la première ou la deuxième catégorie, ils se caractérisent par le fait que la valeur crypto-actif émis dérive de l'actif sous-jacent, mais surtout, que l'émission est « garantie » par le stock d'actifs sous-jacents. La première difficulté consiste à s'assurer que le stock d'actifs correspond au montant en circulation des cryptoactifs, ce qui nécessite des ajustements de stocks, tout au moins en cas d'augmentation du nombre de *stablecoins* en circulation. Chaque création monétaire nouvelle nécessite de disposer de la valeur d'actifs sous-jacents supplémentaire au jour de l'émission. Si cette condition ne pose pas trop de difficulté pour les actifs comme les devises, cela est un peu plus complexe pour les actifs comme les métaux précieux ou les marchandises compte tenu de leur moindre

1- George Calle, Diana Barrero Zalles, Will Businesses Ever Use Stablecoins? : https://www.r3.com/wp-content/uploads/2019/03/R3_Stablecoin_Mar2019-New.pdf.

facilité de circulation. La deuxième difficulté tient à l'existence même de ce stock, non seulement lors du lancement de la cryptomonnaie, mais à tout moment. Il s'agit ici de vérifier à tout moment la réalité physique du stock d'actifs sous-jacents. Sur ce point, la plupart des *stablecoins* n'apportent pas, ou peu, de sécurité juridique quant à l'existence du stock, et les audits effectués par les émetteurs, y compris via des auditeurs de renom, ne permettent pas d'apporter un degré de confort suffisant quant à la réalité de ce stock. En fait, plane toujours le soupçon que le stock de 1:1 n'est pas vérifiable. Le problème n'est pas propre aux *stablecoins* dans la mesure où il s'agit d'une situation déjà rencontrées avec les stocks d'or de certaines banques centrales : on se souvient, par exemple, de l'impossibilité pour le gouvernement allemand d'aller inspecter ses réserves d'or localisées à Fort Knox en 2012² suite au refus affiché par le Federal Reserve Bank à toute inspection de ses coffres³, ce qui avait conduit à de nombreuses critiques et interrogations sur les réserves d'or des États-Unis d'Amérique⁴. Où l'on touche ici à la difficile question des réserves de changes et de la réalité des stocks de ces réserves par les banques centrales. Avec toutefois une différence majeure : depuis la fin de la convertibilité en or ou en dollars (Bretton Woods), les réserves de change sont des « simples » actifs inscrits au bilan des banques centrales, comme peuvent l'être d'autres actifs. Elles ne constituent plus un « droit à » convertir la monnaie fiduciaire en or. Une autre différence (parmi de multiples) avec les banques centrales tient au fait que la confiance dans ces *stablecoins* se fonde, pour partie, sur la transparence en matière d'audit des stocks des actifs sous-jacents, dans la mesure où les émetteurs de ces *stablecoins* ne disposent pas de la crédibilité des banques centrales en matière de valeur intrinsèque de la monnaie émise : c'est l'actif sous-jacent qui donne sa crédibilité au *stablecoin* et non l'émetteur du *stablecoin* ; alors que dans le cas de grandes devises internationales, c'est la crédibilité de la banque centrale et de la conduite de la politique monétaire qui contribue (pour partie) à la valeur de la devise. La troisième difficulté revient à déterminer ce qu'il convient d'entendre par « garantie » du stock d'actifs sous-jacents : quels sont les droits des utilisateurs de ces *stablecoins* sur ces actifs sous-jacents ? Disposent-ils d'un droit de conversion de 1:1 à tout moment, y compris en cas de crise ? De quel type de droit s'agit-il ? un droit de créance sur l'émetteur ou un droit de propriété sur les actifs sous-jacents ? Dans ce dernier cas, comment est matérialisée cette propriété sur un stock ? S'agit-il d'une part de propriété, d'une propriété indivise, d'une copropriété ? Ou bien, selon la distinction de *common law*, d'une distinction entre *legal owner* (les porteurs de *stablecoins*) et le *beneficial owner* (les émetteurs de *stablecoins*). La plupart des *stablecoins* de ces deux premières catégories ne prévoient pas de véritable droit de propriété au bénéfice des porteurs, mais un « droit de remboursement », lequel peut être plus ou moins bien contractualisé dans le contrat d'émission du *stablecoin*. Mais, comment ce droit de créance peut-il être exercé ? À tout moment, uniquement en cas de défaut de l'émetteur, dans des circonstances prévues dans la documentation contractuelle ? En fait, il n'existe pas de réponse générale

permettant de fixer les caractéristiques juridiques génériques de ces *stablecoins*, et le lien entre celles-ci et le stock d'actifs sous-jacents. Un nombre important de ces *stablecoins* fonctionnent dans des conditions relativement obscures, même si la tendance des nouveaux *stablecoins* réside dans une plus grande transparence. Dans ces conditions, il est difficile de classer de manière analogique ces *stablecoins*. Certaines ressemblent, de par leur fonctionnement, au DTS émis par le FMI, dans le sens où il ne s'agit pas de monnaie au sens légal, pas plus que d'une créance contre l'émetteur⁵ ; d'autres s'assimilent plus à un panier d'indices ou d'actifs, sans conférer pour autant une créance contre l'émetteur, ni même constituer un indice de référence au sens du Règlement (UE) 2016/1011 du Parlement européen et du Conseil du 8 juin 2016 concernant les indices utilisés comme indices de référence ; d'autres enfin attribuent un droit direct des porteurs sur les actifs sous-jacents, sans qu'il soit toujours possible de qualifier ce droit.

Il existe enfin une troisième catégorie de *stablecoins* où ceux-ci ne sont pas adossés à un actif, mais utilisent un ensemble de règles exprimées dans un code logiciel qui permettent de faire correspondre l'offre du *stablecoin* à la demande. En fonction de l'offre et de la demande, le *smart contract* inséré dans le code du *stablecoin* gère la disponibilité et l'émission du nombre de cryptoactifs en circulation afin de toujours conserver un prix stable.

L'impact des *stablecoins* sur les politiques monétaires

Les acteurs qui devraient être les plus intéressés par les conséquences du développement des *stablecoins* sont les banques centrales et les instances financières internationales. En effet, les *stablecoins* peuvent affecter les politiques monétaires des banques centrales, et plus généralement la politique économique de certains États. D'autant plus si les *stablecoins* conduisent à se référer au dollar américain comme référence et/ou réserve. Le FMI souligne d'ailleurs un risque de « dollarisation » accrue de l'économie⁶. Mais on peut aussi voir dans le recours des *stablecoins* déconnectés du dollar une volonté de s'affranchir du pouvoir des États-Unis d'Amérique.

En fait, on retrouve avec les *stablecoins* les grands débats monétaires du milieu du 20^e siècle et du rôle de la devise dominante comme outil d'échange du commerce mondial. Au 19^e siècle, l'or sert encore de contrepartie à la monnaie fiduciaire, mais progressivement, les banques centrales émettent, en regard des billets en circulation, de la dette publique et utilisent l'or pour solder leurs déficits courants. Ce qui sert, en pratique, au commerce international, ce sont des titres d'emprunt libellés dans la devise du pays dominant, le livre d'abord, le dollar ensuite. Le paradoxe dit de Triffin, du nom d'un économiste belge, consiste à constater que le pays possédant la monnaie de référence internationale connaît un déficit dans ses paiements avec le reste du monde (pour permettre l'expansion du commerce international), ce qui tend paradoxalement à affaiblir son économie et la confiance dans sa monnaie, aboutissant à faire de la monnaie de référence une monnaie moins attrac-

2 - The Truth About Bundesbank Repatriation of Gold From U.S: <https://www.zerohedge.com/news/2017-08-25/truth-about-bundesbank-repatriation-gold-fort-knox>.

3 - Koos Jansen, US Mint Releases New Fort Knox "Audit Documentation". The First Critical Observations: <https://www.bullionstar.com/blogs/koos-jansen/us-mint-releases-new-fort-knox-audit-documentation-the-first-critical-observations/>.

4 - <https://www.zerohedge.com/news/2017-08-25/truth-about-bundesbank-repatriation-gold-fort-knox>.

5 - Selon le FMI, « Le DTS n'est pas une monnaie, et il ne constitue pas non plus une créance sur le FMI. Il représente en revanche une créance virtuelle sur les monnaies librement utilisables des pays membres du FMI » - <https://www.imf.org/fr/About/Factsheets/Sheets/2016/08/01/14/51/Special-Drawing-Right-SDR>.

6 - <https://www.imf.org/en/News/Articles/2019/05/13/sp051419-stablecoins-central-bank-digital-currencies-and-cross-border-payments>.

tive et donc de moins en moins de référence⁷. Les autres pays lui réclament de l'or, le vidant de sa substance monétaire (c'est ainsi que les États-Unis détenaient 66 % de l'or mondial en 1946, 38 % en 1961 et 24 % en 1971, à la veille de la fin de la convertibilité du dollar)⁸. L'autre versant du dilemme est le refus du déficit extérieur par le pays dominant. Il garde alors son or, mais le commerce mondial est bridé par manque de monnaie. Ce qui est connue comme le « dilemme de Triffin » est la conséquence des accords de Bretton Woods consistant à désindexer le dollar de l'or, et à faire du dollar américain la monnaie de référence pour les échanges internationaux. La conséquence pratique de la fin des accords de Bretton Woods est une augmentation importante de la demande de dollars US pour alimenter le marché mondial et une émission de dollars bien plus forte qu'avant ces accords de Bretton Woods. Pour résoudre cette difficulté, Robert Triffin propose deux solutions : la création d'une monnaie mondiale gérée par le FMI ; et l'abandon par le pays dominant de toute référence pour sa monnaie. Ce qui conduit à souligner l'importance, pour de nombreux économistes, de créer une monnaie internationale qui ne soit pas en même temps une monnaie nationale. D'où l'idée de certains de remplacer le dollar comme monnaie des échanges par un *stablecoin* mondial, ce qui aurait pour avantage de résoudre le dilemme de Triffin.

Qualifications juridiques des *stablecoins*

Assez curieusement, et alors même que les *stablecoins* sont liés à des devises, voire une seule d'entre elles, ce sont plus les régulateurs bancaires et boursiers que les banques centrales qui s'intéressent à ces instruments. Or, selon les réglementations, les *stablecoins* peuvent être considérés, comme entrant dans les définitions de services de paiement, de monnaie électronique ou d'instruments financiers.

Aux États-Unis d'Amérique, la question de la qualification des *stablecoins* fait l'objet de l'attention des régulateurs boursiers. Ainsi, la SEC pourrait les qualifier de « billets à vue » (« *demand notes* »), qui sont traditionnellement définis comme des instruments négociables obligeant un débiteur à payer le porteur de billets à tout moment et sur demande de celui-ci, en s'appuyant sur la décision de la Cour suprême en 1990 dans l'affaire *Reves v. Ernst & Young*⁹, qui a considéré que les billets à vue sont présumés être des valeurs mobilières en vertu de l'article 3(a)(10) de l'Exchange Act, sauf exception ou exclusion. Pour sa part, la CFTC pourrait considérer que les *stablecoins* sont des « swaps » au sens de l'article 1(a)(47)(A) de la Commodity Exchange Act, selon lequel un swap est une « *option de toute nature qui est destinée à l'achat ou à la vente, ou fondée sur la valeur, d'un ou plusieurs taux d'intérêt ou autres taux, devises, matières premières, ou autres intérêts financiers ou économiques ou biens de toute nature* ». Pourtant, au niveau local, des initiatives se font de plus en plus pressantes pour donner des effets juridiques à l'utilisation de *stablecoins*. Ainsi, le Texas Department of Banking a publié un « Supervisory Memorandum 1037 »¹⁰ en 2019 qui accorde aux

stablecoins les mêmes effets que le US dollar. Mais cette reconnaissance est conditionnée à l'agrément par les plateformes d'échanges permettant le recours aux *stablecoins* par leurs clients aux lois texanes.

Au Japon, la loi japonaise modifiée sur les règlements des fonds et la loi sur les services de paiement régissent l'industrie des crypto-monnaies. La première définit les devises virtuelles, qui comprennent les crypto-monnaies, comme moyen de paiement, et les exonère de la taxe à la consommation. La seconde exige que les opérateurs du secteur s'inscrivent auprès de l'agence des services financiers. La FSA considère que, parce qu'ils sont adossés à un ratio fixe à une monnaie fiduciaire (comme le dollar, le yen ou l'euro), les *stablecoins* comportent des caractéristiques fondamentalement différentes des autres crypto-monnaies. En conséquence de quoi, les *stablecoins* indexés sur des monnaies légales ne relèvent pas de la catégorie des devises virtuelles au sens de la loi japonaise sur les services de paiement.

En Europe, seule l'EBA s'est prononcée en janvier 2019¹¹ sur la qualification des *stablecoins*, considérant que ceux-ci, selon leurs caractéristiques, pourraient rentrer dans la définition de la monnaie électronique dans le sens où il existe un droit de remboursement contre l'émetteur, au sens de la directive n° 2009/110/CE¹², ce qui oblige alors son émetteur à se faire agréer comme émetteur de monnaie électronique.

En fait, les *stablecoins* ont du mal à rentrer dans des catégories préexistantes, du fait notamment de leur diversité mais surtout du fait que la réglementation en place n'a pas été rédigée pour intégrer ces actifs qui constituent aussi des valeurs monétaires.

Nul ne sait l'avenir qui sera réservé aux *stablecoins*. Mais leur apparition révèle un phénomène de fond : le besoin d'une certaine stabilité dans la valeur des crypto-actifs d'une part ; et la facilité d'utilisation au même titre qu'une devise *fiat*. Ces projets, s'ils se confirment, pourraient accélérer ceux des banques centrales d'émettre leurs propres monnaies digitales, sous forme de CBCC (Central Bank Crypto Currencies)¹³. Mais il s'agit là de quelque chose de fondamentalement différent des *stablecoins* puisque l'émetteur est la banque centrale elle-même.

7 - Le dollar résiste néanmoins très bien jusqu'à aujourd'hui car il n'existe pas d'autres devises à même de le concurrencer actuellement et que l'économie américaine reste malgré tout dynamique.

8 - https://www.lemonde.fr/idees/article/2010/02/08/robert-triffin-et-le-dilemme-de-la-devise-dominante-par-jean-marc-daniel_1302530_3232.html.

9 - Scott D. Museles, "To Be or Note to Be a Security: *Reves v. Ernst & Young*", *Cath. U. L. Rev.* 711 (1991). <https://scholarship.law.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1782&context=lawreview>.

10 - <https://www.dob.texas.gov/public/uploads/files/consumer-information/sm1037.pdf>.

11 - EBA, Report with advice for the European Commission on crypto assets, January 2019: <https://eba.europa.eu/documents/10180/2545547/EBA+Report+on+crypto+assets.pdf>.

12 - Directive n° 2009-110/CE, 16 sept. 2009, JOUE 10 oct. 2009, n° L 267/7.

13 - Cf. H. de Vauplane « Les caractéristiques d'une crypto-monnaie émise par une banque centrale », *Revue Banque* n° 829.

