

## **Régime pilote pour les security tokens : pourquoi les parties prenantes doivent-elles absolument s'impliquer ?**

La 24 septembre 2020, la Commission européenne a publié, dans le cadre de son *digital finance package*, une proposition de régime, dite "régime pilote", pour certaines activités financières fondées sur la technologie *blockchain*<sup>1</sup>. Cette proposition vise spécifiquement les activités liées aux titres inscrits en blockchain (ou "security tokens") et est destinée à aménager des exemptions réglementaires ciblées pour en soutenir le développement.

A la lumière du contenu du régime pilote (voir descriptif [ici](#)), il est impératif de souligner le caractère novateur de l'approche proposée par la Commission européenne au regard du cadre réglementaire européen. A notre connaissance, les institutions européennes n'ont jamais accepté de prévoir des systèmes d'exemptions ciblées, même sous condition, pour soutenir le développement d'un écosystème innovant. La démarche doit donc être saluée très positivement, témoignant d'une volonté politique claire de positionner l'Union européenne comme une référence dans le mouvement de digitalisation de la finance.

Cependant, on peut se demander si la proposition, en l'état, pourra permettre d'atteindre cet objectif. A cet égard, quatre enjeux semblent notamment mériter d'être soulignés, pour qu'ils fassent l'objet d'une attention particulière de la part des parties prenantes dans le cadre des négociations qui débutent et ce, jusqu'à l'adoption définitive de ce régime.

Ces enjeux ont trait à la qualité des acteurs éligibles (1.), la taille des projets qui seraient permis en vertu de ce régime pilote (2.), la nature de la technologie qu'ils peuvent utiliser (3.), les mesures compensatoires qui devraient être mises en œuvre en cas d'exemption ciblée (4.) ainsi que l'identification des obligations auxquelles il pourrait être dérogé (5.).

### **1. QUALITE DES ACTEURS ELIGIBLES : QUELLE ACCESSIBILITE POUR LES NOUVEAUX ENTRANTS ?**

A ce stade, le régime prévoirait de possibles exemptions ciblées pour les entreprises d'investissement gérant une plateforme de négociations multilatérales, les entreprises de marché et les dépositaires centraux de titres (voir descriptif [ici](#)). Ce régime dérogatoire ne bénéficierait ainsi qu'à des acteurs agréés en tant que tels.

Or, le coût d'obtention de ces agréments peut être significatif. L'éligibilité au régime pilote serait donc, pour la Commission européenne, restreinte aux seuls acteurs de taille et aux moyens en place déjà suffisants pour avoir ces agréments. On pense ici en priorité aux principaux acteurs financiers existants.

Il est intéressant de noter qu'à cet égard, l'approche de la Commission européenne diffère de celle de l'AMF. Dans sa proposition pour un laboratoire numérique européen, cette dernière prévoyait expressément que le bénéfice du régime dérogatoire européen devrait pouvoir s'étendre non seulement aux "entités d'ores et déjà régulées et agréées pour la fourniture de services d'investissement et de paiement [mais, au-delà, également aux entités agréées] au titre de dispositifs relevant d'agréments spécifiques nationaux comme les prestataires de service sur actifs numériques (PSAN) en France [et aux] entités non régulées qui présentent des garanties en matière d'honorabilité et d'organisation équivalentes à celles exigées pour les entités régulées"<sup>2</sup>.

---

<sup>1</sup> Dispositif d'enregistrement électronique distribué.

<sup>2</sup> AMF, [Etat des lieux et analyse relative à l'application de la réglementation financière aux security tokens](#), mars 2020, p. 35.

Ainsi, l'AMF envisageait un dispositif beaucoup plus ouvert, permettant aux acteurs financiers existants mais aussi aux nouveaux entrants, de se prévaloir du régime pionnier au soutien de la *blockchain* pour les activités de marché.

Une telle approche favoriserait certainement l'émergence de nouveaux participants au secteur financier et leur diversité. Si les institutions européennes décidaient de l'adopter, il serait impératif de définir les exigences précises que ces nouveaux acteurs, non encore agréés, devraient respecter pour assurer (i) leur traitement équitable et proportionné avec les acteurs existants et (ii) des garanties suffisantes en termes d'intégrité des marchés et de protection des investisseurs.

## **2. TAILLE DES PROJETS ELIGIBLES : QUELS SEUILS FIXER POUR LES VOLUMES D'ACTIFS FINANCIERS COUVERTS PAR LE REGIME PILOTE ?**

Le régime pilote proposé par la Commission européenne introduirait des seuils en termes de volumes d'actifs pour les projets éligibles, à savoir : (i) pour les actions, un seuil de 200 millions d'euros de capitalisation, (ii) pour les obligations, un seuil de 500 millions d'euros de volume d'émission, et (iii) pour les infrastructures assurant l'enregistrement de titres en *blockchain*, un seuil de 2,5 milliards d'euros de valeur de marché globale des titres visés (voir descriptif [ici](#)).

On peut s'interroger sur le niveau des seuils ainsi définis.

- On comprend l'importance de limiter les volumes d'actifs des projets éligibles pour le régime pilote, principalement pour des enjeux de stabilité financière.
- Il est cependant également essentiel de ne pas trop limiter ces montants, au risque sinon de nuire à la viabilité des opérations visées par ce régime et à la compétitivité des acteurs qui les portent. Des limites trop restrictives pourraient ainsi remettre en cause la pérennité de certains projets, alors que les obstacles rencontrés ne seraient pas dus à la pertinence de la technologie mais à leur incapacité à atteindre des volumes nécessaires pour leur développement dans la durée.

Ainsi, la définition de ces seuils sera sans aucun doute au cœur des discussions à venir sur le régime pilote.

## **3. NATURE DE LA TECHNOLOGIE : FAUT-IL IMPOSER LE RECOURS A DES TECHNOLOGIES PROPRIETAIRES ?**

A ce stade, nous comprenons que, dans la proposition de la Commission européenne, la *blockchain* sur laquelle les titres seraient enregistrés par le dépositaire central de titres, voire la plateforme de négociations multilatérales, devrait être une *blockchain* « propriétaire ». Le régime pilote imposerait en effet que ladite *blockchain* soit opérée par ces infrastructures elles-mêmes (voir descriptif [ici](#)).

Une telle exigence nous semble limiter excessivement la portée de la réforme proposée par la Commission européenne. Celle-ci devrait faire l'objet de discussions dans le cadre des négociations à venir, notamment pour les motifs ci-dessous.

- Une telle exigence ne correspond pas à la réalité de nombreux projets portés par des acteurs financiers au cours des années passées, où la technologie utilisée était majoritairement publique ou semi-publique. Elle remettrait en cause le choix de ces acteurs, pourtant parfois justifié par le coût de développement des protocoles privés et les enjeux d'interopérabilité qu'ils peuvent représenter.
- Elle aboutit à ce que la réglementation ne soit pas neutre quant au choix technologique fait par les acteurs. Elle se distingue ainsi, sans justification évidente, de plusieurs réformes menées au niveau

national, sur le recours à la *blockchain* dans le domaine financier, où le législateur n'a pas imposé de caractéristique spécifique à la technologie choisie. Au contraire, ces réformes se sont concentrées uniquement sur les garanties que cette technologie devrait présenter, quelle que soit sa nature. Ainsi, par exemple, le droit français reconnaissant la possibilité d'inscrire certains titres en *blockchain* se contente-t-il d'imposer des obligations notamment en termes de fiabilité des inscriptions et de continuité des activités, sans prescrire un type de protocole particulier. Il préserve ainsi la liberté des acteurs en la matière, sans préempter leurs choix technologiques, tout en veillant aux enjeux fondamentaux de sécurité et de stabilité des marchés.

- Une telle exigence semble ne pas tenir compte du fait que le développement de projets *blockchain*, notamment dans le domaine financier, implique non seulement le recours à une technologie mais également à une interface pour déployer le projet auprès de la clientèle. Si la technologie peut être publique et *open source*, l'interface est en général gérée et opérée par le porteur de projet. Cette interface, et le dispositif dont sa mise en œuvre s'accompagne, permettent le plus souvent d'offrir différentes garanties, qui assurent globalement la sécurité et la pérennité du projet, malgré le recours à une technologie publique.

Il semble ainsi essentiel de préserver la neutralité technologique dans l'approche du législateur européen. Le régime pilote envisagé ne devrait pas imposer de contrainte sur la technologie utilisée (i) qui ne serait pas justifiée au regard du besoin de sécurité et de pérennité des projets et (ii) qui risquerait de nuire aux objectifs d'innovation et d'attractivité de la Commission européenne.

#### **4. LES MESURES COMPENSATOIRES : FAUT-IL LAISSER A LA CHARGE DES ACTEURS LE SOIN DE PROUVER LEUR EFFICACITE ET LEUR PERTINENCE ?**

Dans le régime pilote, chaque acteur éligible au dispositif aurait l'obligation d'identifier, parmi les dispositions listées par la Commission européenne, celles dont il demande l'exemption. Il devrait alors mettre en place des mesures compensatoires et démontrer en quoi ces dernières permettent d'atteindre l'objectif poursuivi par les obligations dont il serait dispensé. Cette démonstration devrait convaincre non seulement l'autorité compétente auprès de laquelle la dérogation est demandée, mais aussi de fait l'ESMA (voir descriptif [ici](#)). Si l'avis de cette dernière serait certes non contraignant, on peut sans doute anticiper qu'il serait déterminant, au moins dans les premiers temps de mise en place du régime, pour la décision que l'autorité nationale prendrait.

La charge pour les acteurs que représenterait une telle démonstration, préalable à l'obtention de l'autorisation nécessaire pour le bénéfice du régime pilote, ne doit pas être sous-estimée. Là encore, l'objectif est de s'assurer qu'un tel dispositif n'est pas de fait limité à un périmètre trop restreint d'acteurs. En outre, il conviendra de s'assurer que la pertinence de la démonstration sera appréciée au regard de critères objectifs par les autorités, qu'il s'agisse des autorités nationales ou de l'ESMA.

Notons en outre que cette approche nécessiterait pour les autorités, nationales comme européennes, de se doter des ressources nécessaires, à la fois juridiques et technologiques, pour être en mesure d'apprécier, au cas par cas, la pertinence de mesures compensatoires mises en place pour chaque projet. A cet égard, on peut se demander si ces besoins ne risquent pas d'impacter à la hausse le budget estimatif

de mise en place du régime pilote pour ces mêmes autorités que la Commission européenne évalue dans sa proposition<sup>3</sup>.

D'autres approches sont envisageables pour limiter les coûts à la charge des acteurs. Le dispositif mis en place aurait pu prévoir directement d'exonérer les acteurs de certaines obligations, sous réserve de satisfaire des exigences préalablement définies dans la réglementation directement. Le respect de ces dernières aurait pu être vérifié par les autorités lors de l'octroi de l'exemption et/ou *a posteriori*, en particulier dans le cadre des échanges réguliers que les acteurs auraient avec ces dernières pendant la période pendant laquelle l'exemption durerait. Une telle approche, certes plus prescriptive, pourrait permettre de donner aux acteurs une meilleure visibilité sur l'accessibilité du régime pilote et de limiter les frais nécessaires pour y prétendre.

Les conditions d'accès au régime pilote devraient ainsi définir un juste équilibre entre lisibilité et frais à la charge des acteurs.

## 5. LES EXEMPTIONS POSSIBLES : FAUT-IL DEFINIR LIMITATIVEMENT LES OBLIGATIONS AUXQUELLES IL POURRAIT ETRE DEROGÉ ?

Dans sa proposition, la Commission européenne a listé limitativement les dispositions dont l'exonération pourrait être demandée (voir descriptif [ici](#)). L'ajustement de cette liste pourrait intervenir uniquement dans le cadre de la revue du régime pilote prévue cinq ans après son entrée en vigueur, sur la base d'un rapport que l'ESMA devrait élaborer.

Au soutien de l'innovation, et dans un contexte où il reste difficile d'anticiper une liste exhaustive des dispositions réglementaires qui freinent le développement de l'écosystème *blockchain* pour la finance, un dispositif plus agile pourrait être envisagé.

- Ainsi, une revue plus fréquente du régime pilote aurait pu être prévue, par exemple sur un rythme annuel ou semi-annuel, pour ajuster la liste des dispositions réglementaires dont l'exemption temporaire serait possible. L'identification de ces dispositions pourrait s'opérer sur la base des retours des parties prenantes (acteurs de marché, régulateurs, etc.) et des projets concrets dans lesquels elles sont impliquées.
- Il aurait pu être prévu qu'au-delà des dispositions listées dans le régime pilote, les acteurs seraient habilités à demander une exonération de toute autre disposition prévue dans le droit financier européen<sup>4</sup>, sous réserve de démontrer, auprès des autorités, que cette disposition empêche le développement du projet mais que des mesures ont été mises en place pour répondre aux risques potentiels liés à l'exonération demandée.

De telles approches permettraient ainsi d'accroître la souplesse du dispositif, au soutien de l'innovation, dans un écosystème en constante évolution.

---

<sup>3</sup> "The estimated supervisory costs for each Member State (including staff, training, IT infrastructure) can range from €150.000 to €250.000 per year per DLT market infrastructure. However, this would be partially offset by the supervisory fees that NCAs would levy on DLT market infrastructures. For ESMA, the estimated cost in relation to review and coordination are estimated at €150.000-300.000 in total, not per DLT market infrastructure, as they will have no direct supervision.", Commission européenne, [Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on a pilot regime for market infrastructures based on distributed ledger technology](#), 24 septembre 2020, p. 8.

<sup>4</sup> A l'exception de règles fondamentales concernant par exemple la lutte contre le blanchiment et le financement du terrorisme ou encore les abus de marché.