

BLOCKCHAIN & MARCHES FINANCIERS : la Commission européenne fait un pas en faveur de l'innovation

La 24 septembre 2020, la Commission européenne a publié, dans le cadre de son *digital finance package*, une proposition de régime pilote pour certaines activités financières fondées sur la technologie *blockchain*¹. Ce projet ambitionne de positionner l'Union européenne comme une juridiction de référence en la matière grâce à un régime inédit d'exemptions ciblées au soutien du développement de l'écosystème créé autour des titres financiers inscrits en *blockchain* (les *security tokens*). L'analyse du contenu de cette proposition confirme son caractère pionnier.

Depuis la création du Bitcoin en 2008, le recours à la *blockchain* et le marché afférent des crypto-actifs ont considérablement évolué. Initialement réservée à des experts spécialistes, cette technologie semble à présent élargir le périmètre des acteurs dont elle suscite l'intérêt. De plus en plus d'entreprises, et en particulier plusieurs institutions bancaires et financières reconnues, ont notamment annoncé le lancement de projets concrets pour explorer les opportunités qu'elle offre.

La *blockchain* présente en effet la particularité de pouvoir servir de registre distribué, notamment pour enregistrer des titres (les *security tokens*) et leurs transferts. Dans le secteur financier, les principaux avantages que la *blockchain* apporte tiennent notamment à sa capacité à concilier (i) la transférabilité facilitée des titres qu'elle permet d'enregistrer avec (ii) la transparence accrue sur les mouvements dont ils font l'objet, au bénéfice d'un périmètre potentiellement large de parties prenantes.

Les perspectives offertes par cette technologie constituent ainsi un axe de développement stratégique pour certains types de titres jusque-là peu liquides. Elle permet en effet de structurer des transferts sur le marché secondaire sans être limité par les enjeux de la tenue de registre et le besoin de visibilité directe de l'émetteur sur les porteurs des titres. On pense en particulier ici aux titres émis par certaines petites et moyennes entreprises, ou encore à l'industrie du capital investissement.

Ces perspectives intéressent également le marché des titres liquides, en particulier pour les titres cotés. Ici, un des principaux enjeux est d'apprécier l'apport de la technologie *blockchain* (en particulier de sa nature distribuée) à la lumière des missions de différents intermédiaires financiers dont le rôle est jusque-là d'assurer la sécurité et la transparence des transferts de titres, par définition nombreux et fréquents dans ce secteur.

Malgré ces perspectives, de nombreux acteurs identifient encore deux considérations qui limitent le développement du recours à la technologie *blockchain* dans le domaine financier : d'une part, le manque de clarté sur les règles applicables, et d'autre part, l'incompatibilité de certaines d'entre elles avec cette technologie.

Sensible à ces arguments, la Commission européenne a décidé d'agir. Dans le cadre de ses travaux sur la finance digitale², elle a publié différents textes le 24 septembre dernier³. Parmi eux figure une proposition de régime inédit, dit "régime pilote", pour les *security tokens* destiné à aménager des exemptions réglementaires ciblées pour soutenir le développement du recours à la *blockchain* dans le secteur financier.

¹ Dispositif d'enregistrement électronique distribué.

² Commission européenne, *Digital Finance Package*, 24 septembre 2020.

³ 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.

Quelles perspectives peut ainsi espérer l'industrie financière de cette approche ? Pour répondre à cette question, il est utile de revenir sur la genèse la proposition de la Commission européenne (1.) avant de se pencher sur son contenu (2.).

1. GENESE DE LA PROPOSITION DE LA COMMISSION EUROPEENNE POUR UN REGIME PILOTE POUR LES SECURITY TOKENS

La proposition de la Commission européenne s'inscrit dans le cadre de son programme de travail défini au début de l'année 2020, après la recomposition de ses membres en décembre dernier. Dans ce cadre, la Commission européenne ambitionne notamment de s'assurer que "l'Europe [est] adaptée à l'ère du numérique"⁴. Son objectif est notamment que "l'Europe puisse véritablement influencer la manière dont les solutions numériques sont élaborées et utilisées à l'échelle mondiale" et qu'elle soit ainsi "un acteur numérique fort, indépendant et constructif à part entière."⁵ Pour atteindre cet objectif, la Commission européenne annonçait vouloir proposer des réformes sur les crypto-actifs avant la fin de l'année 2020.

Cette stratégie a été définie alors que de nombreux Etats se positionnent pour faire des enjeux numériques, et notamment ceux liés à la *blockchain* dans le secteur financier, un enjeu d'attractivité et de compétitivité internationale fort. On pense d'une part à des Etats non-européens, comme les Etats-Unis, où les autorités ont accepté d'écarter certaines contraintes réglementaires pour permettre l'émission de *security tokens* sur leur territoire⁶. On pense d'autre part également à des Etats européens, dont les initiatives pionnières restaient toutefois isolées. Elles se heurtaient donc aux limites du cadre réglementaire européen et à l'absence de cadre harmonisé à cet égard pour un marché appelé à être unique.

La France en particulier s'est très tôt illustrée avec une approche inédite vis-à-vis des crypto-actifs⁷ et du recours à la *blockchain* dans le domaine financier. Dès 2016, la France a reconnu la possibilité d'inscrire et de transmettre certains titres enregistrés en *blockchain*. Récemment, l'Autorité des marchés financiers ("AMF") a également proposé la mise en place d'un laboratoire numérique européen⁸ pour aller plus loin et permettre le développement de la finance numérique. Cette proposition a été formulée précisément pour nourrir les réflexions en cours au niveau européen portant sur les réformes nécessaires pour accompagner le développement du recours à la *blockchain* dans le domaine financier. Ce laboratoire numérique a ainsi été pensé pour permettre, au niveau européen, à certains acteurs, sous des conditions préalablement définies, de demander des exemptions à des obligations réglementaires actuellement en vigueur dès lors que celles-ci empêchent le développement de certaines de leurs initiatives innovantes en lien avec les *security tokens*. L'objectif de ces exemptions est ainsi double : d'une part, permettre de tester la pertinence économique de projets concrets, sans être limité par le cadre réglementaire en vigueur ; d'autre part, mieux identifier les dispositions réglementaires empêchant le développement desdits projets, afin de cibler précisément et sur la base d'exemples concrets, les réformes nécessaires à l'essor des titres inscrits en *blockchain*.

⁴ Commission européenne, Programme de Travail, janvier 2020.

⁵ Communication de la commission au parlement européen, au conseil, au comité économique et social européen et au comité des régions, "Façonner l'avenir numérique de l'Europe", 19 février 2020.

⁶ Voir par exemple le recours aux *no-action letters* par la Securities and Exchange Commission

⁷ A cet égard, voir notamment le régime introduit pour les prestataires de services sur actifs numériques (PSAN) et les offres au public de jetons (ICO) dans la loi PACTE (Loi n° 2019-486 du 22 mai 2019)

⁸ AMF, Etat des lieux et analyse relative à l'application de la réglementation financière aux *security tokens*, mars 2020.

La démarche proposée le 24 septembre dernier par la Commission européenne avec ce régime pilote est très proche. La similarité des objectifs du laboratoire numérique européen et du régime pilote laisse en effet penser que la proposition de l'AMF a pu jouer un rôle déterminant dans l'élaboration de la proposition de la Commission européenne. A l'instar de la proposition formulée par l'AMF, le régime pilote de la Commission européenne vise à définir pour l'Union européenne un cadre favorable à l'innovation et compatible avec le recours aux technologies avancées, dont la *blockchain*⁹.

L'analyse des détails de cette proposition permet de mieux comprendre comment ce régime pilote pourrait effectivement servir cet objectif.

2. CONTENU DE LA PROPOSITION DE LA COMMISSION EUROPEENNE DE REGIME PILOTE POUR LES SECURITY TOKENS

La Commission européenne propose la mise en place d'un cadre réglementaire permettant, sous conditions, aux acteurs financiers d'être exonérés de contraintes réglementaires. L'objectif ainsi poursuivi revêt, selon la Commission européenne, quatre enjeux principaux : assurer la sécurité juridique, soutenir l'innovation, garantir la protection des investisseurs et l'intégrité des marchés, ainsi qu'assurer la stabilité financière.

En réponse à ces enjeux, le régime pilote proposé par la Commission européenne permettrait d'introduire, au bénéfice de certaines infrastructures de marché **(2.1.)**, un régime d'exemptions ciblées **(2.2.)**, sous la supervision des autorités nationales et européennes **(2.3.)**.

2.1 Le champ d'application : les infrastructures de marché *blockchain* et leurs opérateurs

Le régime pilote viserait les infrastructures de marché susceptibles d'être impliquées dans l'émission et l'échange de *security tokens*. Celles-ci incluraient les plateformes de négociations multilatérales ainsi que les systèmes de règlement des titres, dès lors que ces infrastructures sont fondées sur la technologie *blockchain*.

Le régime d'exception décrit ci-dessous (voir section 2.2.) s'appliquerait ainsi à leurs opérateurs, à savoir : (i) pour les plateformes de négociations multilatérales : une entreprise d'investissement agréée en vertu de la directive MIF¹⁰ ou entreprise de marché et (ii) pour les systèmes de règlements de titres : un dépositaire central de titre au sens du règlement CSDR¹¹.

En outre, le cadre d'exception ainsi introduit ne bénéficierait qu'aux activités en lien avec les *security tokens* prenant la forme d'actions ou d'obligations (hors obligations souveraines), dès lors que (i) pour les premières, leur capitalisation ne dépasse pas 200 millions d'euros et (ii) pour les secondes, leur volume d'émission n'excède pas 500 millions d'euros. . En outre, les activités d'une même infrastructure assurant l'enregistrement de titres en *blockchain* et bénéficiant de ce régime ne devraient pas excéder globalement 2,5 milliards d'euros. Ces contraintes en termes de volumes répondent ainsi aux enjeux de stabilité financière qu'un tel régime pourrait présenter.

On note enfin que les autres catégories d'instruments financiers, à savoir les parts ou actions d'organismes de placement collectif et les contrats dérivés, ne sont pas visés. Il s'agit là certainement d'une conséquence de la non-inclusion de ces instruments dans la notion européenne de "valeurs mobilières", leur permettant

⁹ 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. 1.

¹⁰ Directive européenne 2014/65/UE.

¹¹ Règlement européen 909/2014.

de ne pas se heurter aux dispositions réglementaires identifiées par la Commission européenne comme empêchant le développement des infrastructures de marché ayant recours à la *blockchain*.

2.2 L'innovation réglementaire : des exemptions ciblées

En substance, les infrastructures de marché ayant recours à la *blockchain* et éligibles au régime pilote pourraient demander d'être exonérées de certaines obligations qui devraient leur être applicables et précisément visées dans la proposition. Les obligations dont la dérogation serait permise seraient issues principalement de CSDR¹².

Parmi les dispositions dont l'exemption peut être demandée, figure notamment la nécessité pour les titres admis sur les plateformes de négociation d'être inscrits en compte auprès d'un dépositaire central de titres ou encore l'obligation de paiement en espèces applicable aux systèmes de règlement de titres opérés par les dépositaires centraux de titres.

Ces obligations correspondent aux dispositions identifiées jusque-là comme faisant obstacle au développement du recours aux *security tokens*, en particulier car elles en empêchent l'admission sur une plateforme de négociations. Ces dispositions sont considérées comme freinant la structuration d'un véritable marché secondaire pour cette nouvelle forme de titres, nuisant ainsi à leur liquidité et donc à leur attractivité pour les investisseurs.

Avec ces exemptions, des plateformes de négociations multilatérales pourraient admettre des titres inscrits en *blockchain*, que cette inscription soit faite par la plateforme elle-même (et donc sans nécessiter de dépositaire central de titres) ou par un dépositaire central de titres opérant un système de règlements de titres fondé sur la *blockchain*. Notons que le régime pilote semblerait imposer que la *blockchain* sous-jacente soit "propriétaire", sans que ce terme ne soit néanmoins précisément défini mais qui semble s'opposer aux *blockchain* en tout ou partie publique.

Pour bénéficier de ces exemptions, différentes conditions devraient être satisfaites. Ainsi, les opérateurs des infrastructures de marché *blockchain* éligibles devraient demander une autorisation spécifique. Cette autorisation impliquerait de respecter des exigences particulières qui s'ajouteraient à la procédure d'agrément actuellement en vigueur. Ces exigences particulières incluraient notamment :

- la fourniture d'un modèle d'affaires et d'un descriptif détaillé de l'activité envisagée ainsi que de l'organisation interne mise en place ;
- une démonstration de l'ensemble des mesures compensatoires mises en place pour atteindre les objectifs poursuivis par les différentes obligations réglementaires dont l'opérateur demande l'exonération ;
- pour les dépositaires centraux de titres et, le cas échéant, pour les opérateurs de plateformes de négociations multilatérales qui assurent l'enregistrement des titres en *blockchain*, le descriptif du fonctionnement de la *blockchain* propriétaire qu'ils utilisent ; et
- un descriptif de la stratégie de transition qui serait mise en place si/quand le bénéfice des exemptions réglementaires demandées était/serait appelé à prendre fin.

Cette autorisation serait octroyée pour une durée maximum de six ans et serait valable à travers toute l'Union européenne.

¹² Règlement européen 909/2014.

2.3 La supervision du régime : une implication conjointe des autorités nationales et européennes

L'autorisation spécifique visée ci-dessus devrait être obtenue de la part d'une autorité nationale, sur démonstration de la satisfaction des conditions précisées ci-dessus.

Cette autorité nationale ne pourrait décider de l'octroi de cette autorisation qu'après avoir notifié l'autorité européenne des marchés financiers (ESMA), en lui transmettant notamment l'ensemble des informations sur les exemptions demandées et les mesures compensatoires envisagées.

Sur la base de cette notification, l'ESMA devrait fournir dans le délai de trois mois un avis non contraignant sur la pertinence des exemptions octroyées, en tenant compte des besoins de cohérence d'approche entre Etats membres et de la proportionnalité des exemptions octroyées.

Afin de garantir la transparence du dispositif global, l'ESMA serait tenue de publier un registre des infrastructures de marché *blockchain* ayant demandé ces autorisations, leurs dates de validité et les exemptions qui auraient été octroyées.

Les autorisations pourraient enfin être retirées par les autorités compétentes, notamment en cas de constat de disfonctionnement de la *blockchain* sous-jacente.

Avec la publication de sa proposition de régime pilote, la Commission européenne propose l'adoption par l'Union européenne d'un dispositif pionnier et innovant au soutien du développement de la *blockchain* dans le domaine financier. Les négociations qui commencent jusqu'à l'adoption définitive du texte doivent être une opportunité pour l'ensemble des parties prenantes de s'assurer que le cadre dont l'Union européenne se dote trouve un juste équilibre entre les enjeux d'attractivité, de compétitivité, de protection des investisseurs et de stabilité financière. Il est donc essentiel que les acteurs se mobilisent pour contribuer activement à la définition d'un cadre pertinent et pour faire de l'Union européenne et de ses acteurs financiers ayant recours à la *blockchain* une référence dans le domaine de la finance digitalisée.

Pour aller plus loin sur les enjeux des négociations à venir en lien avec le régime pilote, veuillez consulter notre article accessible [ici](#).