

Juillet 2020

SECURITY TOKENS

NÉCESSITÉ D'UN CADRE
EUROPÉEN ADAPTÉ

TABLE DES MATIÈRES

Contexte et présentation de l'enquête	3
Synthèse du rapport	4
Cartographies des répondants et des projets/activités sur security tokens	5
Exemples de projets de security tokens des répondants à l'enquête	8
Les attentes des acteurs vis-à-vis du projet de « Digital Lab » de l'AMF	10
L'impact de la crise de la COVID-19 sur les projets en lien avec des security tokens	11
Conclusions et recommandations	12
À propos des partenaires à l'enquête	14
Synthèse de la proposition de « Digital Lab » de l'AMF	15

CONTEXTE

ET PRÉSENTATION DE L'ENQUÊTE

La consultation de la Commission européenne sur le marché des crypto-actifs, qui s'est clôturée en mars 2020, a ouvert la marche réglementaire, au niveau européen, qui devrait déboucher sur un **projet de réforme d'ici fin 2020**. Au titre des sujets traités par la Commission européenne figurent non seulement l'opportunité de mettre en place un nouveau régime spécifique dédié aux activités sur crypto-actifs échappant aujourd'hui à la réglementation, mais également **la nécessité d'adapter la législation financière existante pour les activités captées par les règles en vigueur**. Ce chantier revêt une importance particulière dans le contexte actuel de crise sanitaire qui a rappelé la nécessité d'accélérer la digitalisation des services financiers, dont le marché des crypto-actifs constitue indéniablement une composante.

Si la France s'est très tôt positionnée dans le paysage réglementaire européen avec la loi PACTE et le régime PSAN (« prestataires de services sur actifs numériques »), la [récente publication de l'AMF](#) précisant certaines dispositions applicables aux activités en lien avec les « security tokens », ainsi que sa proposition consistant à **la mise en place d'un laboratoire numérique européen (« Digital Lab »)** confirment son souhait de rester une juridiction pionnière et de référence en matière de crypto-actifs. Un synthèse de cette proposition est disponible en [annexe](#) de ce rapport.

C'est dans le contexte des réflexions européennes, et dans la lignée de la proposition de l'AMF, que l'Adan, l'AFTI, l'AMAFI et l'équipe Gide255, ont préparé un court [questionnaire](#) à destination des acteurs impliqués dans le développement du marché des security tokens. La consultation des acteurs s'est achevée le 15 juin 2020.

Cette initiative a pour objectif d'alimenter les travaux réglementaires en cours en apportant des détails précis et concrets sur (i) les projets impliquant des security tokens, actuellement développés par les acteurs et (ii) le périmètre que pourrait recouvrir le laboratoire numérique européen. Seule la compréhension détaillée de ces projets permettra en effet aux autorités compétentes de se prononcer de manière éclairée sur le futur de la réglementation applicable.

A la clôture de la consultation le 15 juin 2020, 81 réponses au questionnaire ont été collectées, dont 42 portent effectivement sur un projet en lien avec les security tokens.

SYNTHÈSE

DU RAPPORT

Des projets en lien avec des security tokens sont portés à la fois par les nouveaux entrants du secteur « crypto/blockchain » et par des acteurs historiques du monde bancaire et financier, et dans une moindre mesure par d'autres secteurs économiques. Les opportunités que présentent ces projets semblent unanimement reconnues, en témoignent la maturité des initiatives présentées et les ressources - parfois conséquentes - mobilisées pour leur mise en œuvre.

La qualification légale des security tokens est un exercice délicat pour les acteurs. Si un grand nombre d'entre eux assimile leurs jetons à des instruments financiers au sens de la réglementation existante (actions, obligations, parts de fonds ou contrats financiers), ils reconnaissent néanmoins les difficultés rencontrées pour y parvenir.

Les marchés des security tokens se développent largement, depuis les émissions primaires à l'organisation d'échanges via la mise en place de marchés secondaires, en passant par une vaste palette de « services périphériques » comme la commercialisation, la conservation, la gestion de portefeuille, le conseil en investissement et le conseil aux porteurs de projets.

L'émission primaire de security tokens est l'activité la plus représentée, suivie de près par l'organisation de marchés secondaires de ces tokens. Si les réponses collectées indiquent que l'échange des security tokens peut prendre des formes variées, la majorité des acteurs qualifie leurs infrastructures de « plateformes de négociation » au sens du régime MIF 2. Par conséquent, ces acteurs doivent devenir ou recourir à un dépositaire central de titres, situation dans laquelle les frictions

réglementaires les plus importantes ont déjà pu être identifiées.

Les difficultés remontées par les acteurs dans le cadre de l'identification du droit applicable à leurs activités expliquent **le plébiscite que rencontre l'idée du Laboratoire numérique européen portée par l'AMF**. Dans ce contexte, les exigences réglementaires apparentées à des obstacles à l'avènement des security tokens portent principalement sur (i) la négociation de ces actifs sur des marchés réglementés ou organisés et (ii) le règlement-livraison des tokens admis aux opérations d'un dépositaire central de titres.

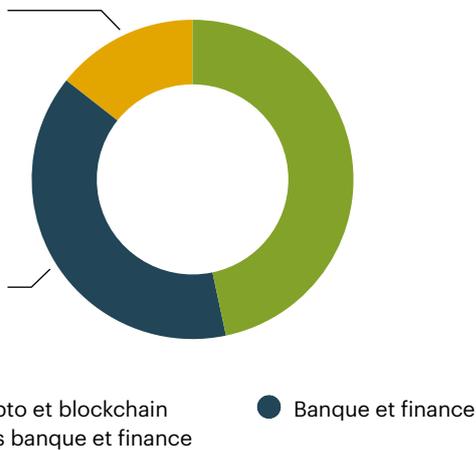
Une large majorité des répondants favorables à la création d'un Laboratoire numérique européen se prononce également en faveur de l'émission d'un actif numérique facilitant le règlement des transactions sur la blockchain (un « euro on chain »). Un tel besoin est cohérent avec les entraves que la réglementation actuelle constitue aux activités de post-marché en lien avec les security tokens. Enfin, l'enquête révèle que l'impact du COVID19 sur le développement des security tokens reste très difficilement mesurable : si la plupart des acteurs éprouve des difficultés à l'estimer, les autres sont très partagés. En tout état de cause, la présente conjoncture renforce la nécessité d'encourager les acteurs dans la poursuite de leurs projets et de stimuler l'innovation, dans le contexte de la numérisation renforcée des services financiers et plus largement de l'économie au sortir de la crise.

CARTOGRAPHIES DES RÉPONDANTS ET DES PROJETS/ACTIVITÉS SUR SECURITY TOKENS

Le premier objectif de cette enquête consistait à déterminer le périmètre des acteurs du marché des security tokens, susceptibles de bénéficier du dispositif d'expérimentation prévu dans le cadre du projet de Laboratoire numérique européen.

des actifs numériques et de la blockchain (industrie « crypto/blockchain »). Mais les acteurs historiques institutionnels du secteur bancaire et financier représentent également une part substantielle des acteurs explorant les opportunités des security tokens, avec un tiers des répondants. Enfin, 9,5 % des participants sont constitués d'entreprises émanant de secteurs autres que le secteur bancaire et financier (notamment des cabinets d'avocats).

CARTOGRAPHIE DES RÉPONDANTS PAR SECTEUR



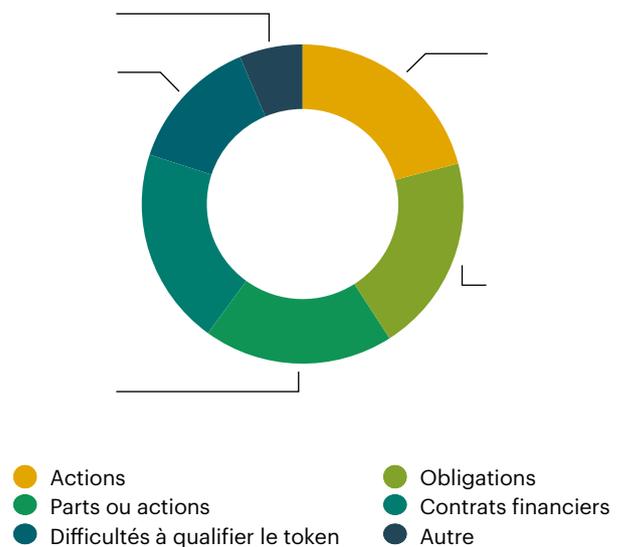
Les security tokens sont entendus comme des actifs enregistrés sur la blockchain et ayant les mêmes caractéristiques juridiques que les instruments financiers (actions, obligations, parts ou actions de fonds d'investissement, contrats financiers).

42 acteurs ont ainsi pu être identifiés, dont les réponses sont exploitées pour établir le présent rapport¹.

Sans surprise, la grande majorité (57 %) des parties prenantes au développement du marchés des security tokens, qui se distinguent par la conduite d'un projet ou d'une activité en lien avec ces actifs, sont des acteurs de l'industrie

La grande majorité des répondants réussit à qualifier les instruments financiers impliqués dans leurs projets de security tokens au sens de la réglementation actuelle, quand bien même 36 % indiquent éprouver certaines difficultés dans cet exercice.

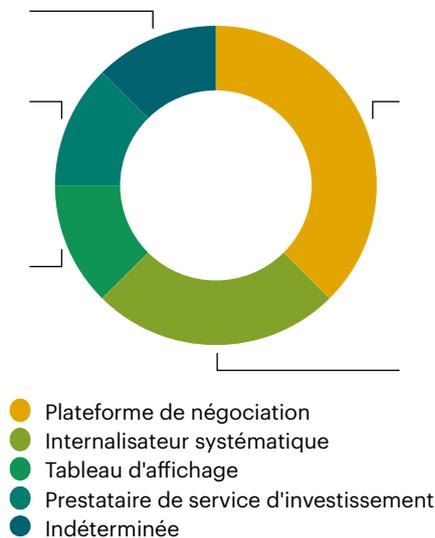
QUALIFICATION JURIDIQUE DES SECURITY TOKENS DES RÉPONDANTS



¹ Compte tenu du nombre de répondants qui constitue la base statistique de ce questionnaire, la ventilation des réponses examinées dans ce rapport est, dans certains cas, donnée à titre indicatif (i.e. rapportée à une base 100).

Leurs projets et activités portent sur un large spectre d'instruments financiers : les actions (55 %), les obligations et les contrats financiers (52 % respectivement) et les parts ou actions de fonds d'investissement (la moitié des participants). Près de 17 % des répondants qualifient leurs tokens sous chacun de ces concepts. En effet, la plupart des projets et activités impliquent plusieurs catégories d'instruments financiers.

TYOLOGIE DE PLATEFORMES D'ÉCHANGE OPÉRÉES PAR LES RÉPONDANTS



Un répondant sur 6 notifie une autre qualification que celles proposées dans le questionnaire, parmi lesquelles : des unités marchandes de valeur, des crédits pré-payés négociables, des unités convertibles (donnant comme exemples les grammes de CO2 et l'index RSE), des volumes pré-payés.

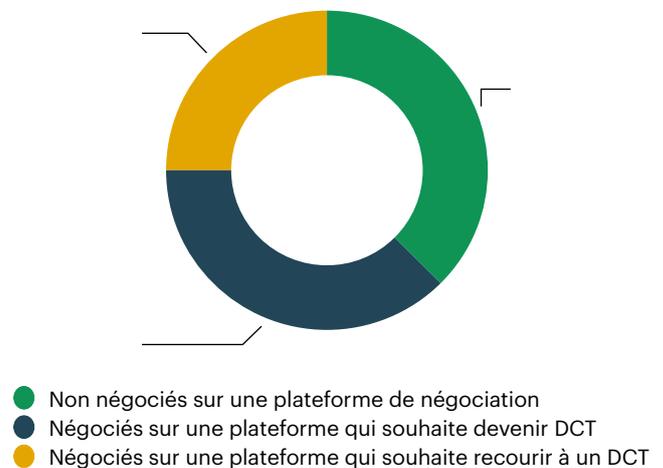
Enfin, pour certains acteurs, la solution offerte est agnostique au regard de la qualification des crypto-actifs de leurs clients (par exemple, les solutions de conservation de type non-custodial). Ainsi, qu'il s'agisse de security tokens, de cryptomonnaies, d'utility tokens, de stablecoins, etc., le service proposé n'est pas impacté.

Les activités des répondants, en lien avec les security tokens, sont de nature très hétérogène.

- ▶ L'émission de security tokens est l'activité la plus représentée, avec plus de 26 % des participants à la présente enquête. Les montants communiqués par les répondants s'inscrivent dans une fourchette allant de 10 000 à 100 millions d'euros.
- ▶ La gestion de plateforme pour organiser des échanges de security tokens se place en deuxième position, et regroupe 19 % des répondants.
- ▶ 37,5 % qualifient leur plateforme de « plateforme de négociation » au sens de la réglementation MIF 2 (marché réglementé, MTF ou OTF) ; un quart, d'internalisateur systématique ; 12,5 %, de tableau d'affichage ; 12,5 %, d'un autre service d'investissement (RTO, exécution d'ordres) ; et, enfin, 12,5 % n'ont pas réussi à qualifier leur service.

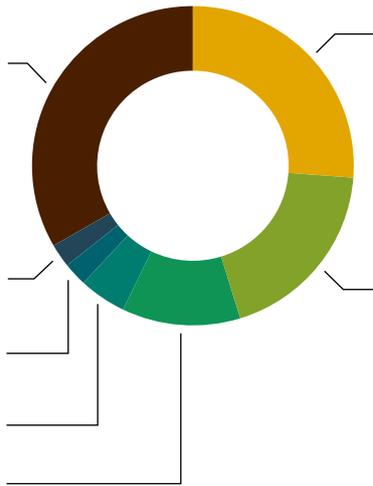
Parmi les acteurs qui organisent l'échange de security tokens négociés sur une plateforme de négociation, 60 % indiquent vouloir devenir dépositaire central de titres (DCT) et 40 % recourir à un DCT existant.

TYOLOGIE DE SECURITY TOKENS ÉCHANGÉS SUR LES PLATEFORMES DES RÉPONDANTS



Les acteurs indiquent qu'à ce stade, les volumes de négociation moyens annuels sont difficiles à estimer ou bien maintenus confidentiels.

NATURE DE L'ACTIVITÉ PRINCIPALE DES RÉPONDANTS EN LIEN AVEC LES SECURITY TOKENS



- Emission de security tokens
- Gestion de plateformes d'échange de security tokens
- Commercialisation de security tokens
- Conservation de security tokens
- Investissement en security tokens pour compte de tiers
- Conseil en investissement en security tokens
- Autre

- ▶ 12 % des acteurs indiquent entreprendre la commercialisation de security tokens. Les montants n'ont pas été communiqués par les répondants.
- ▶ La conservation de security tokens mobilise près de 5 % des acteurs, qui estiment que leurs projets pourraient assumer plusieurs milliards d'euros d'actifs sous conservation.
- ▶ L'investissement pour compte de tiers et le conseil en investissement (à une clientèle mixte de professionnels et non-professionnels) réunissent chacun un peu plus de 2 % des porteurs de projet. Aucun montant d'actifs sous gestion n'a été communiqué par les répondants.

Enfin, un tiers des participants présentent des activités diverses : conseil lié aux security tokens (juridique, réglementaire, fiscal, de structuration ou encore d'accompagnement de projets) ; tenue de position de security tokens ; fourniture du prix des données de marché des security tokens ; prêt avec un collatéral de security tokens ; fourniture d'infrastructures blockchain permettant l'émission et l'échange de ces tokens.

Certains répondants ont invoqué la confidentialité de leur projet.

CARTOGRAPHIE DES PROJETS SELON LEUR STADE DE DÉVELOPPEMENT



- Concept
- Projet en développement
- Projet en production

Les projets des répondants sont souvent à un stade avancé de maturité, et ne se résument plus à de seules preuves de concept. En effet, près de 40 % sont en production, 33 % en développement et 28 % au seul stade de concept. Les équipes mobilisées sur ces projets (chefs de projet, développeurs, commerciaux, etc.) atteignent jusqu'à 140 personnes.

EXEMPLES DE PROJETS

DE SECURITY TOKENS DES RÉPONDANTS À L'ENQUÊTE

Equisafe est une plateforme numérique de tokenisation et d'investissements avec un fort historique en immobilier. La plateforme a notamment réalisé en juin 2019 la première vente immobilière via la blockchain en Europe (opération AnnA). Depuis mai 2020, elle accompagne Koytcha Immo - gestionnaire immobilier et administrateur de foncières non-cotées - pour assurer la tenue de registre et la gestion de la gouvernance à travers sa solution reposant sur la technologie blockchain, dans un triple objectif de sécurité, fluidité d'échange et traçabilité de ses investissements immobiliers.

G&T Equity est une entreprise spécialisée dans la tenue de registre dématérialisée grâce à la technologie Blockchain. La solution a pour but de rendre l'actionariat en non coté liquide et accessible à tous. Grâce à l'utilisation de security tokens et la dématérialisation des documents de cession, le transfert de propriété et le règlement-livraison sont réalisés sur la plateforme. Les investisseurs peuvent gérer leurs comptes-titres et se positionner comme acheteur ou vendeur des entreprises enregistrées ayant digitalisé leurs actions.

Kaiko a pour projet de collecter les données de marchés pour chaque STO listé sur les plateformes d'échange. En collectant ces transactions, Kaiko pourra apporter une plus grande transparence et compréhension sur les échanges financiers dans l'écosystème Blockchain et STO. Kaiko souhaite débiter ce développement en 2021 et ainsi étoffer son catalogue existant en données de marchés des actifs numériques.

Mata Capital, en partenariat avec **Consensys**, a développé un outil de tenue de registre (ou de compte-émission) pour les Fonds d'Investissement Alternatifs immobiliers destinés aux investisseurs professionnels. L'actif immobilier détenu par ces FIA (SPPICAV, SLP et SAS) représente à ce jour une valeur de 330 millions d'euros.

OFI est utilisateur en production de la solution **IZNES**, fruit de la collaboration d'une communauté de plus d'une vingtaine de sociétés de gestion, est une plateforme internationale de souscriptions et rachats de parts d'OPC européens, compatible avec les différents canaux de distribution. Grâce à la technologie blockchain, la plateforme IZNES permet la mise en relation directe des investisseurs et des sociétés de gestion, le passage d'ordre sur parts d'OPC et leur tenue au registre en temps réel. En production depuis plus de 2 ans, la plateforme enregistre déjà plus de 10 milliards d'euros de transactions et vient de recevoir un agrément européen d'Entreprise d'Investissement.

Société Générale - FORGE est un prestataire de services innovant dédié à la structuration, à la garde et à l'échange d'instruments financiers et d'actifs numériques basés sur la technologie blockchain. Deux opérations ont été réalisées récemment par les équipes du groupe Société Générale en coordination avec Société Générale - FORGE : une première émission par Société Générale SFH, filiale de Société Générale, de 100 millions d'euros d'instruments financiers obligataires tokenisés le 18 avril 2019, ainsi qu'une seconde émission le 14 mai 2020 par Société Générale SFH de 40 millions d'euros d'obligations sécurisées, émises sous forme de « security tokens » sur une blockchain publique. Pour cette seconde opération, les titres, notés Aaa par Moody's et AAA par Fitch, ont été entièrement souscrits par Société Générale et simultanément payés à l'émetteur au moyen d'une représentation numérique d'euros émis par la Banque de France sur une blockchain.

Tokeny Solutions permet aux acteurs de la finance opérant sur les marchés non-cotés d'émettre, transférer et gérer en toute conformité des titres financiers sur la blockchain. Les émetteurs utilisent ces solutions pour automatiser l'application des règles de conformité et de contrôle sur une infrastructure performante et sécurisée. Cela leur permet de faciliter les levées de capitaux et d'offrir à leurs investisseurs des titres digitalement transférables.

We fundia est une plateforme de « crowdlending B2B » dédiée aux prêts inter-entreprises, où les entreprises se prêtent entre-elles au sein de leur filière. Elle est fondée sur la tokenisation des titres de créances (obligations, minibons, ...) émis par celles-ci. We fundia a ainsi développé Re fundia, une solution technologique permettant l'échange en gré à gré des créances entre les financeurs primaires et secondaires. Un tableau d'affichage (bulletin board) facilite l'achat/vente en gré à gré des créances tokenisées, permettant aux entreprises financeuses de recouvrer de la liquidité en cas de besoin.

LES ATTENTES DES ACTEURS VIS-À-VIS DU PROJET DE « DIGITAL LAB » DE L'AMF

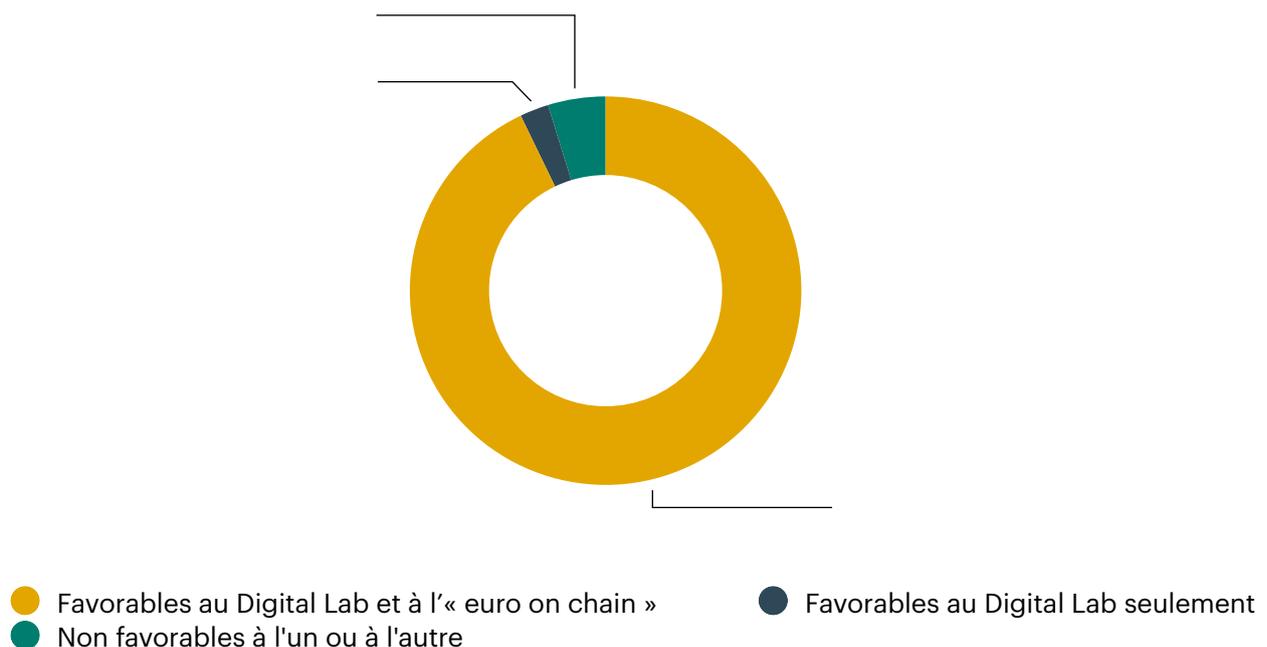
La seconde velléité de cette enquête consistait à appréhender l'appétence des acteurs du marché des security tokens pour la proposition de l'AMF de mettre en place un mécanisme d'octroi d'exemptions à certaines exigences réglementaires actuelles dès lors qu'elles sont réputées entraver le développement de leurs projets.

L'enquête a permis de révéler un large plébiscite pour la proposition de l'AMF de créer un Laboratoire numérique européen (« Digital Lab ») et la nécessité d'émettre un actif facilitant le règlement des transactions sur la blockchain (un « euro on chain »), sous la forme probable d'un stablecoin ou d'une monnaie digitale de banque centrale (MDBC).

Près de 93 % des participants à l'enquête expriment leur intérêt à bénéficier de la mise en place d'un laboratoire numérique européen. Le faible reliquat fait part de ses réflexions encore en cours sur le sujet, ou juge - de façon étonnante - que la réglementation est suffisante en matière d'actifs tokenisés.

Un peu plus de 90 % des acteurs estiment que l'émission d'un actif de règlement légal sur la blockchain (sous la forme d'une monnaie digitalisée inscrite en blockchain) constituerait un des éléments de réponse de ce laboratoire. Pour les quelques répondants qui ne partagent pas cette vision, un tel « euro on chain » n'est pas jugé nécessaire ; l'un d'eux souligne l'existence suffisante de la monnaie électronique.

ATTENTES DES RÉPONDANTS QUANT AU LABORATOIRE NUMÉRIQUE EUROPÉEN ET À L'ACTIF DE RÈGLEMENT LÉGAL SUR LA BLOCKCHAIN

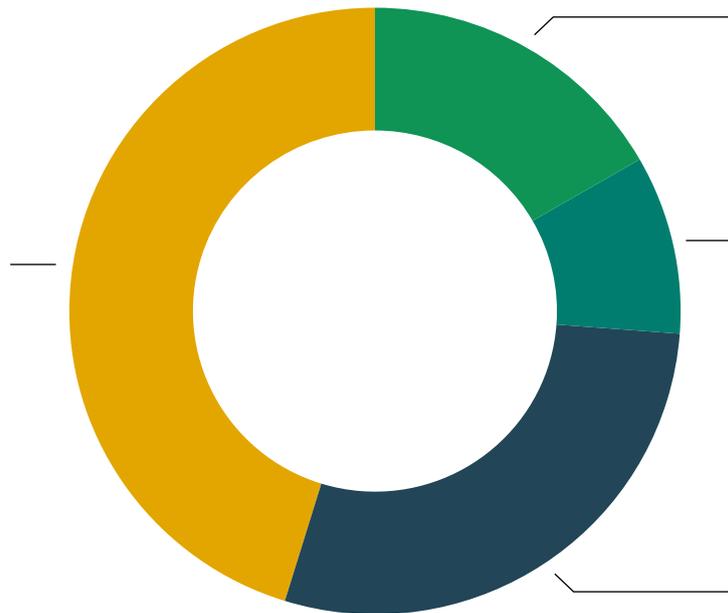


L'IMPACT DE LA CRISE DE LA COVID-19 SUR LES PROJETS EN LIEN AVEC DES SECURITY TOKENS

Lancée dans le cadre d'une conjoncture sanitaire et économique sans précédent, la présente enquête a souhaité en recenser l'impact sur les marchés de security tokens.

La grande majorité des répondants (plus de 45 %) ne parvient pas à estimer les conséquences de la crise de la COVID19 sur leur projet ou activité. Pour plus de 28 %, la crise n'a eu aucun impact. A contrario, près de 17 % rapportent que leur projet/activité sur security tokens a bénéficié de cette situation extraordinaire contre 9,5% qui jugent en avoir souffert.

IMPACT DE LA CRISE DU COVID19 SUR L'ACTIVITÉ DES RÉPONDANTS



- J'estime une hausse de mon activité en lien avec les security tokens (en tout ou partie)
- J'estime une baisse de mon activité en lien avec les security tokens (en tout ou partie)
- J'estime que mon activité en lien avec les security tokens n'est pas impactée par la crise
- Je ne parviens pas à estimer l'impact de la crise sur mon activité en lien avec les security tokens

CONCLUSIONS ET RECOMMANDATIONS

Les réponses apportées au questionnaire permettent **(i) d'illustrer l'intérêt des acteurs** - nouveaux entrants ou déjà établis - pour les security tokens ; **(ii) de témoigner des perspectives prometteuses** que présentent ces actifs ; et **(iii) de souligner la nécessité de soutenir ces nouveaux projets**, notamment en facilitant leur mise en conformité réglementaire via la mise en place de dispositifs d'expérimentation. Une première réponse peut en effet être apportée par la **création d'un Laboratoire numérique européen** permettant à ces projets d'évoluer dans un environnement réglementaire adapté et garant d'une **sécurité juridique nécessaire**, notamment du point de vue des utilisateurs/investisseurs et vis-à-vis du système financier dans son ensemble.

Les enseignements de cette étude permettent d'établir un certain nombre de recommandations pour la mise en place d'un « **Digital Lab** » **utile, efficace et proportionné**.

- ▶ La cartographie des répondants a mis en exergue la très forte implication de l'industrie des actifs numériques et de la blockchain. C'est pourquoi le **Laboratoire doit être ouvert à tout acteur**, sans exigence sine qua none de statuts réglementaires, mais selon des conditions ad hoc propres au dispositif (même si celles-ci peuvent toutefois s'inspirer de certaines obligations existantes, par exemple le respect de règles organisationnelles et de bonne conduite). Si les entités régulées devraient pouvoir bénéficier de l'expérimentation sans autre pré requis que leur agrément (par exemple d'entreprise d'investissement, d'établissement de crédit, mais aussi de prestataire de services d'actifs numériques), il conviendra de veiller à l'absence de barrière à l'entrée de ce dispositif, notamment pour les acteurs non-régulés.
- ▶ **Le périmètre du Laboratoire numérique européen doit être le plus large possible s'agissant :**
 - ▶ **des instruments financiers admis à l'expérimentation**. En revanche, il ne s'agit pas d'étendre la définition existante pour capturer d'autres crypto-actifs que les seuls instruments financiers tokenisés ou natifs de la blockchain ;
 - ▶ **des activités couvertes par le Laboratoire**, au regard de la forte hétérogénéité des projets portés par les répondants ; et
 - ▶ **des exemptions pouvant être accordées**, tenant compte des principales difficultés relevées concernant la négociation et le règlement-livraison des security tokens admis aux opérations d'un dépositaire central de titres. Il convient ainsi d'analyser, de façon approfondie, les obligations issues notamment du régime MIF 2, de la directive Finalité, du règlement CSDR, et des règles applicables au secteur de la gestion d'actifs.
- ▶ Dans le cadre des nécessaires exemptions à l'avènement du post-marché des security tokens, **l'émission d'un actif de règlement à valeur légale sur la blockchain (« eurocoin ») semble s'imposer comme un élément indispensable** à leur mise en place. Toutes les possibilités doivent ainsi être explorées : le stablecoin, la monnaie digitale de banque centrale (MDBC), mais aussi la MDBC synthétique prônée par le FMI.
- ▶ Les difficultés éprouvées par les porteurs de projet afin de qualifier juridiquement leurs

tokens et les services fournis en lien avec ces tokens témoignent du **besoin d'un dialogue permanent et étroit entre acteurs et régulateurs, en amont et tout au long de l'expérimentation**. A ce titre, les autorités nationales - nécessairement plus proches de leur industrie que les institutions supranationales - doivent jouer un rôle important.

- ▶ **L'efficacité et la pertinence du Laboratoire numérique européen sont corrélées à des impératifs de réactivité et de rapidité**, à la fois dans sa mise en place et dans l'octroi des exemptions aux participants à l'expérimentation. A cette fin :
 - ▶ **la création du « Digital Lab » doit être concomitante de (voire précéder) l'instauration du régime européen des « crypto-assets »**, dont la proposition législative est attendue au troisième trimestre 2020 ;
 - ▶ **les exemptions doivent être accordées par les autorités nationales, qui sont au plus proche de leurs industries et afin d'assurer l'efficacité du dispositif**. Le possible scénario d'une demande d'exemption impliquant des ressortissants actifs au sein de plusieurs États membres implique également **la mise en place d'un mécanisme de coordination** entre les régulateurs des différents États membres.
- ▶ **Le Laboratoire numérique européen ne doit pas générer une nouvelle forme d'incertitude juridique pour ses participants** qui pourraient être réticents à la perspective d'être soumis à un régime réglementaire inconnu à ce jour. Une transition souple et progressive doit pouvoir accompagner les acteurs vers la réglementation applicable aux security tokens qui aura été ajustée et proportionnée à l'aide des conclusions tirées de l'expérience du Laboratoire numérique européen. Il est ainsi recommandé que **l'expérimentation ne soit pas limitée par le**

temps afin d'assurer son attractivité aux yeux des acteurs. Il est toutefois proposé de **prévoir une clause de revue** (par exemple d'ici trois ans) devant permettre de tirer les leçons du dispositif, de décider (ou non) de la nécessité de sa reconduction et des éventuelles modifications à apporter à la réglementation existante.

Les partenaires à la réalisation de cette enquête se mettent à disposition de toutes personnes intéressées afin d'échanger sur le présent rapport.

À PROPOS

DES PARTENAIRES À L'ENQUÊTE

ADAN. L'Association pour le développement des actifs numériques (Adan) est une association loi 1901 qui a pour objet de promouvoir le développement des actifs numériques en France et en Europe, au service d'une nouvelle économie numérique. Elle a vocation à fédérer l'industrie des actifs numériques et de promouvoir son développement. Ses membres fondateurs incluent Ark Ecosystem, Blockchain Partner, Coinhouse, Coinhouse Custody Services, ConsenSys France, iExec, Kaiko, Ledger, LGO Markets, Nomadic Labs et Woorton. Ces entreprises, toutes basées en France, représentent ensemble plus de 350 salariés et 150 m€ levés.

AFTI. L'Association Française des Professionnels des Titres (AFTI), constituée en 1990, a pour objet de rassembler les professionnels des établissements du secteur bancaire et financier concernés par les activités sur les instruments financiers. L'AFTI est une association professionnelle régie par la loi du 1er juillet 1901. L'AFTI a pour missions de : représenter les acteurs du « post-marché » en France et en Europe ; contribuer à améliorer les conditions d'exercice de ces métiers et services ; entretenir les relations avec les régulateurs et autres acteurs du système financier ; contribuer à l'élaboration et à l'harmonisation des normes européennes et françaises ; diffuser une information claire et intelligible aux acteurs de la Place de Paris : et promouvoir les liens étroits avec le monde de l'Éducation et de la formation professionnelle.

AMAFI. L'Association Française des Marchés Financiers (AMAFI) est l'association professionnelle qui, aux niveaux national, européen et international, représente les acteurs des marchés financiers établis en France, qu'ils soient établissements de crédit, entreprises d'investissement ou infrastructures de marché et de post-marché, où qu'ils interviennent et quel que soit le lieu de résidence de leurs clients et contreparties. Ses adhérents agissent sur les différents segments des activités de marché, et notamment, que ce soit pour compte propre ou pour compte de clients, sur les marchés organisés et de gré-à-gré où sont traités des titres de capital et de taux ainsi que des dérivés, y compris de matières premières. Pour un tiers environ d'entre eux, ces adhérents sont des filiales ou succursales d'établissements étrangers.

Gide 255. Fondé à Paris en 1920, Gide est l'un des principaux cabinets d'avocats internationaux, offrant aux entreprises, aux institutions publiques et privées, aux fonds d'investissement ainsi qu'aux gouvernements, une assistance juridique à compétence multiple. Au sein du cabinet Gide, Gide 255 est une équipe créée en 2018 et dédiée à l'innovation. A ce titre, Gide 255 a développé une expertise particulière dans les domaines de la blockchain, des crypto-actifs dont les security tokens et les activités liées.

SYNTHÈSE DE LA PROPOSITION DE « DIGITAL LAB » DE L'AMF

Dans le contexte des réflexions en cours au niveau européen sur les réformes nécessaires pour accompagner le développement de security tokens, l'AMF a récemment proposé la mise en place d'un « laboratoire numérique européen »².

OBJET DU LABORATOIRE NUMÉRIQUE EUROPÉEN

Le dispositif ainsi mis en place aurait pour objet de 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 projets.

L'enjeu serait ainsi de :

- ▶ tester la pertinence économique de projets concrets sans être limité par le cadre réglementaire en vigueur ; et
- ▶ mieux cibler les dispositions réglementaires empêchant le développement dudit projet, afin d'identifier précisément, et sur la base d'exemples concrets, les réformes nécessaires à l'essor des security tokens.

BÉNÉFICIAIRES POTENTIELS DU LABORATOIRE NUMÉRIQUE EUROPÉEN

Le bénéfice des exemptions possibles serait conditionné à des exigences tant sur l'acteur qui en ferait la demande que sur les activités qu'elles viseraient.

- ▶ Les acteurs susceptibles de demander le bénéfice de ce régime devraient (i) soit être d'ores et déjà régulés et agréés (par exemple dans le cadre de la fourniture de services bancaires, financiers ou sur crypto-actifs) ; (ii) soit présenter des garanties en termes d'honorabilité et d'organisation.
- ▶ Les activités sur lesquelles l'exemption porterait devraient être relatives à des instruments financiers inscrits en blockchain. Ceux-ci devraient représenter un volume limité. Cette condition devrait permettre de limiter les risques liés à la non-application des exigences réglementaires en vigueur. Le caractère limité des volumes serait apprécié au regard des critères de liquidité définis dans le règlement européen concernant le marché des instruments financiers (« MiFIR »)³ sur l'obligation de transparence. Ces critères seraient ainsi notamment fondés sur la qualification juridique des security tokens impliqués, les volumes qu'ils représentent et les échanges auxquels ils donnent lieu quotidiennement.

LES EXEMPTIONS POSSIBLES DANS LE CADRE DU LABORATOIRE NUMÉRIQUE EUROPÉEN

Pour l'AMF, la mise en place du laboratoire numérique européen doit permettre d'écarter l'application des règles grevant actuellement le développement des activités en lien avec les security tokens. A ce stade, l'AMF considère que ces exemptions pourraient concerner :

² AMF, [Etat des lieux et analyse relative à l'application de la réglementation financière aux security tokens](#)

³ Règlement européen n° 600/2014 du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers, art. 2 17) b).

- ▶ le règlement sur les dépositaires centraux de titres (« CSDR »)⁴ ; et
- ▶ certaines dispositions de la directive européenne sur les marchés d'instruments financiers (« MiFID »)⁵.

Dans tous les cas, aucune exemption ne pourrait être octroyée concernant les obligations relatives :

- ▶ à la lutte anti-blanchiment et contre le financement du terrorisme ; et
- ▶ aux exigences relatives aux abus de marché.

COMPÉTENCE POUR LA MISE EN ŒUVRE DU LABORATOIRE NUMÉRIQUE EUROPÉEN

Les demandes d'exemption dans le cadre de ce dispositif seraient formulées auprès des régulateurs nationaux. Ces derniers auraient pour mission d'assurer un suivi rapproché et une « surveillance accrue »⁶ de l'expérimentation ainsi permise.

L'ensemble du dispositif devrait faire l'objet d'une supervision européenne, afin d'harmoniser la pratique des régulateurs nationaux et d'assurer la cohérence de leur approche en la matière.

La création du laboratoire numérique européen a ainsi pour objectif d'accompagner le développement des security tokens. S'il était mis en place au niveau européen, l'ensemble de ce dispositif proposé par l'AMF devrait être précisé dans son contenu et ses modalités de fonctionnement. Il témoigne en tout état de cause d'une volonté politique nouvelle, se traduisant par une approche innovante d'autorités de régulation telles que l'AMF. Il revient désormais aux institutions européennes, et en particulier à la Commission européenne, de déterminer si elles souhaitent adopter une telle

démarche. La proposition ainsi publiée par l'AMF offre également une opportunité unique aux acteurs de se positionner vis-à-vis d'un tel laboratoire et de contribuer à la réflexion des institutions européennes sur ce sujet.

⁴ Règlement européen n° 909/2014 du 23 juillet 2014 concernant l'amélioration du règlement de titres dans l'Union européenne et les dépositaires centraux de titres.

⁵ Directive européenne n° 2014/65/UE du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers.

⁶ [AMF, Etat des lieux et analyse relative à l'application de la réglementation financière aux security tokens](#), ibidem.