Questionnaire sur les Jetons Financiers

(*security tokens*)

Synthèse des réponses

Mai 2019

FD2A Amafi afg ASPIM GIDE 255 WOORTON CONSENSYS pwc

Sommaire

P.01 Synthèse

P.02 Présentation et objectif de l'initiative
Un questionnaire de place sur la réalité des *security tokens*

P.04 Participants au questionnaire
Des participants nombreux et variés

P.06 Définition des *security tokens*
De quoi doit-on parler ?

P.08 Considérations business et opérationnelles sur les *security tokens*
Une appétence réelle pour des applications multiples

P.13 Enjeux business du développement des *security tokens*
Des enjeux de nature multiple, partiellement appréhendés

P.15 Régime juridique des *security tokens*
Le besoin d'un cadre réglementaire mieux adapté

P.18 Annexe 1 - Partenaires à l'élaboration et à la diffusion du questionnaire

P.22 Annexe 2 - Questionnaire sur les *security tokens*

Synthèse

Une intuition confirmée par des chiffres et des projets

A son commencement, cette initiative, reposant sur un questionnaire ouvert au plus grand nombre, visait à mesurer l'intérêt ressenti, mais non encore démontré, pour une nouvelle forme de titres financiers, « *security tokens* », ou « jetons financiers assimilables à des instruments financiers ». Les nombreuses réponses reçues d'acteurs historiques et de nouveaux entrants, français ou étrangers, ont permis de confirmer une tendance qui pourrait se matérialiser dans les mois à venir par des projets concrets sur le plan national comme international.

D'un point de vue quantitatif d'abord, le questionnaire a permis de collecter un volume de réponses significatif (148 réponses reçues) permettant d'exprimer un début d'analyse statistique éclairante.

D'un point de vue qualitatif également, la diversité des acteurs y ayant répondu, spécialisés dans la *blockchain*, ou bien issus de secteurs multiples, dont le domaine bancaire et financier traditionnel, illustre un mouvement qui pourrait, à terme, s'industrialiser.

Un premier consensus semble par exemple s'exprimer autour de la définition de ces nouvelles formes d'actifs financiers. En effet, la grande majorité des répondants considèrent que les « *security tokens* », ou « jetons financiers assimilables à des instruments financiers », devraient être définis comme les actifs numériques, enregistrés sur une *blockchain*, et qualifiables d'instruments financiers (i.e. actions, obligations ou parts ou actions de fonds d'investissement) puisqu'ils en ont les mêmes caractéristiques.

L'intérêt pour ce type d'instruments est aussi clairement affirmé. Plus de trois quarts des réponses obtenues au questionnaire l'ont confirmé, au-delà même du seul secteur financier.

On notera toutefois un intérêt prononcé pour les acteurs développant des activités d'émission de titres, de fourniture de services et d'investissement en lien avec les *security tokens*.

Leurs motivations, également diverses, trouvent leur source dans les avantages spécifiques que les *security tokens* sont susceptibles d'offrir aux acteurs de marché, par rapport à des titres financiers inscrits en compte-titres. Les potentiels identifiés sont ainsi nombreux, au premier rang desquels figurent (i) l'automatisation des exigences réglementaires ou de contraintes contractuelles par des *smart contracts*, (ii) la réduction des coûts opérationnels et de fonctionnement et (iii) l'automatisation de la gestion des évènements (OST) affectant la vie des titres par des *smart contracts*.

Le choix de la technologie semble aussi se préciser. Les dispositifs évoqués incluent en effet, dans leur large majorité et au moins pour partie, une *blockchain* publique. Les obligations réglementaires applicables qui semblent notamment orienter leurs préférences en la matière, pourraient sans doute appeler de la part des instances de régulation des ajustements susceptibles d'être apportés sur le plan juridique. La conservation des *security tokens* présente quant à elle des enjeux multiples, à la fois technologiques, réglementaires et juridiques.

Le cadre réglementaire applicable aux dispositifs idoines, ainsi que les documents contractuels qui les régissent, devront être en mesure de les traiter dans leur ensemble.

Au regard des réponses reçues, le développement du recours aux *security tokens* est soumis à différents enjeux. Qu'ils soient techniques, opérationnels, comptables et fiscaux, ceux-ci semblent toutefois globalement bien appréhendés. Cependant, les réponses reçues appellent encore des clarifications sur les exigences réglementaires et juridiques applicables et leurs mises en œuvre.

Plus précisément, les textes *a priori* les plus susceptibles de régir les activités des acteurs ayant répondu au questionnaire sont notamment le règlement Prospectus, la Directive AIFM et la Directive MIF 2. Une analyse au cas par cas reste cependant nécessaire pour identifier précisément le cadre applicable, les opportunités qu'il offre et les limites qu'il impose.

Des adaptations au cadre réglementaire existant semblent donc être utiles, sinon nécessaires, afin de faciliter le recours aux *security tokens* et permettre de pleinement tirer profit des avantages que cette nouvelle forme de dématérialisation des titres, et sa technologie sous-jacente, présentent.

Les répondants confirment ainsi l'intuition à l'origine de cette initiative, et le besoin de poursuivre les travaux initiés récemment au niveau européen.

Présentation et objectif de l'initiative

Un questionnaire de place sur la réalité des *security tokens*

Plus de dix ans après la création de la première *blockchain* (Bitcoin), le recours à ce type de protocole informatique continue de faire naître de nouvelles applications.

Tant dans l'usage de cette technologie que dans celui des actifs numériques qu'elle permet d'émettre et d'échanger (i.e., les crypto-actifs), l'écosystème *blockchain*[1] - a considérablement évolué et se développe dans des secteurs de plus en plus nombreux et variés.

Le domaine bancaire et financier n'y fait pas exception, au contraire. Alors que certains acteurs de ce secteur ont pu exprimer initialement des interrogations quant au recours à cette technologie dans le cadre de leurs activités, cette situation pourrait être en train de changer. A l'initiative d'acteurs existants comme de nouveaux entrants, les protocoles *blockchain* et leurs différents modes d'application semblent sensiblement pénétrer l'industrie financière.

Parmi les cas d'usage, le recours à des crypto-actifs ayant les mêmes caractéristiques que des instruments financiers (qualifiés en pratique de « jetons financiers assimilables à des instruments financiers » ou « ***security tokens*** ») est de plus en plus évoqué.

Les régulateurs prudentiels et des marchés financiers s'intéressent d'ailleurs de près à cette question. L'Union européenne et certains de ses Etats membres semblent même vouloir se positionner sur ce terrain porteur et construire les bases juridiques nécessaires à son développement. Des réformes réglementaires, en vigueur ou en cours de discussions, témoignent de la volonté des pouvoirs et institutions publics d'accompagner cette évolution technologique, notamment au sein du secteur bancaire et financier.

- Ainsi, la France[2] a fait évoluer son cadre législatif dès 2016 pour reconnaître la possibilité d'inscrire certains titres financiers notamment dans un dispositif d'enregistrement électronique partagé (dont par exemple une *blockchain*), en lieu et place de leur inscription en compte-titres, pour établir la propriété de leurs porteurs et son transfert.
- Le Luxembourg[3] a précisé, par une réforme législative datant du mois de mars 2019, que les teneurs de comptes soumis à la réglementation de cette juridiction peuvent tenir les comptes-titres et effectuer les inscriptions de titres financiers dans les comptes-titres au sein ou par le biais de dispositifs d'enregistrement électroniques sécurisés, y compris de registres ou bases de données électroniques distribués (dont par exemple une *blockchain*).

1 La blockchain peut être définie comme une technologie de stockage et de transmission d'informations, transparente, sécurisée, et fonctionnant sans organe central de contrôle.

2 Sur la possibilité d'inscription des titres financiers dans un dispositif d'enregistrement électronique partagé : voir l'ordonnance n° 2016-520 du 28 avril 2016 relative aux bons de caisse, l'ordonnance n° 2017-1674 du 8 décembre 2017 relative à l'utilisation d'un dispositif d'enregistrement électronique partagé pour la représentation et la transmission de titres financiers et leur décret d'application n° 2018-1226 du 24 décembre 2018 relatif à l'utilisation d'un dispositif d'enregistrement électronique partagé pour la représentation et la transmission de titres financiers et pour l'émission et la cession de minibons.

3 Loi du Grand-Duché de Luxembourg du 1er mars 2019 portant modification de la loi modifiée du 1er août 2001 concernant la circulation de titres.

- L'Allemagne[4], à son tour, a récemment initié une consultation publique portant sur de possibles adaptations de son droit national, notamment pour tenir compte du recours aux *security tokens* et de leurs modalités de fonctionnement.
- Les institutions européennes se sont également positionnées sur le sujet. Le 9 janvier 2019, l'Autorité européenne des marchés financiers (« ESMA »)[5] a remis à la Commission européenne une opinion portant notamment sur les *security tokens*, leurs potentiels et les éventuels besoins d'adaptation du cadre réglementaire européen qui s'y appliquerait.

> Dans ce contexte de travaux réglementaires menés par les autorités françaises et européennes portant sur le sujet des *security tokens*, il semble essentiel de mieux connaître la réalité de marché de cette nouvelle forme d'instruments financiers.

Puisque des adaptations de la réglementation financière pourraient être envisagées pour accompagner et encadrer le recours aux *security tokens*, celles-ci devront impérativement tenir compte des enjeux opérationnels qu'ils soulèvent.

Afin de participer activement à cette analyse et d'identifier les besoins exprimés par le marché, la French Digital Asset Association (FD2A), en liaison avec l'Association française des marchés financiers (AMAFI) et l'Association française de la gestion financière (AFG) (**Annexe 1)** ont soumis à leurs membres un questionnaire portant sur ce sujet (**Annexe 2**).

Etabli et diffusé en partenariat avec l'Association française des sociétés de placement immobilier (ASPIM) (**Annexe 1**), ce questionnaire est resté ouvert aux réponses du 13 février 2019 au 4 mars 2019.

> Le questionnaire a permis d'interroger les parties prenantes du marché sur les *security tokens*, les opportunités qu'ils offrent, ainsi que les limites auxquelles les acteurs qui y recourent (ou souhaitent y recourir) sont confrontés.

Son ambition est de mieux mesurer l'appétence du marché pour ce type d'actifs numériques. Le questionnaire entend également évaluer les attentes des participants, dans le but de contribuer activement aux réflexions en cours sur ce sujet chez les régulateurs, et d'apporter à ces derniers un éclairage concret sur les tendances de marché.

Le présent rapport propose une synthèse des différentes contributions, et des enseignements, que ce questionnaire permet de tirer.

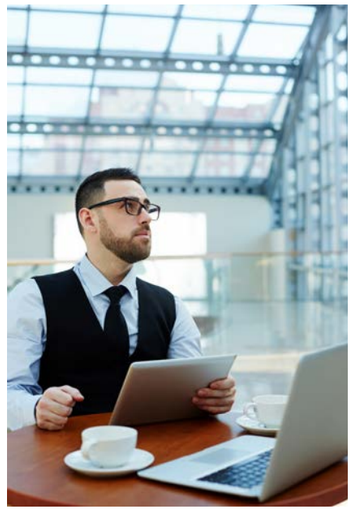
La FD2A, l'AMAFI, l'AFG et l'ASPIM, en partenariat avec Gide 255, PwC, ConsenSys et Woorton, ont souhaité élaborer ce premier rapport, notamment pour apporter des éclairages aux différentes institutions susceptibles de s'y intéresser. Celui-ci pourrait, par exemple, servir de base dans les travaux qui se poursuivront sur le sujet, et alimenter le dialogue entre institutions et acteurs de marché, au service d'une réglementation efficace et adaptée aux particularités de ces actifs numériques.

4 Voir notamment « Eckpunkte für die regulatorische Behandlung von elektronischen Wertpapieren und Krypto-Token - Digitale Innovationen ermöglichen - Anlegerschutz gewährleisten », Bundesministerium des Finanzen & Bundesministerium des Justiz und für Verbraucherschutz, 7 mars 2019.

5 Voir sur ce sujet l'opinion de l'Autorité européenne des marchés financiers (ESMA) du 9 janvier 2019 sur les crypto-actifs et le rapport de l'Autorité bancaire européenne (EBA) du 9 janvier 2019.

Participants au questionnaire

Des participants nombreux et variés



La diffusion du questionnaire sur les *security tokens* a suscité un fort intérêt de la part des acteurs de marché, manifestement sensibles au développement de ce marché et aux discussions réglementaires afférentes.

Le questionnaire a permis de collecter 148 réponses, dont 127 sont pleinement exploitables[6].

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).

Les réponses obtenues représentent des industries très variées. Les acteurs spécialisés dans la *blockchain* ont activement participé à l'initiative, représentant près de 30% des retours collectés.

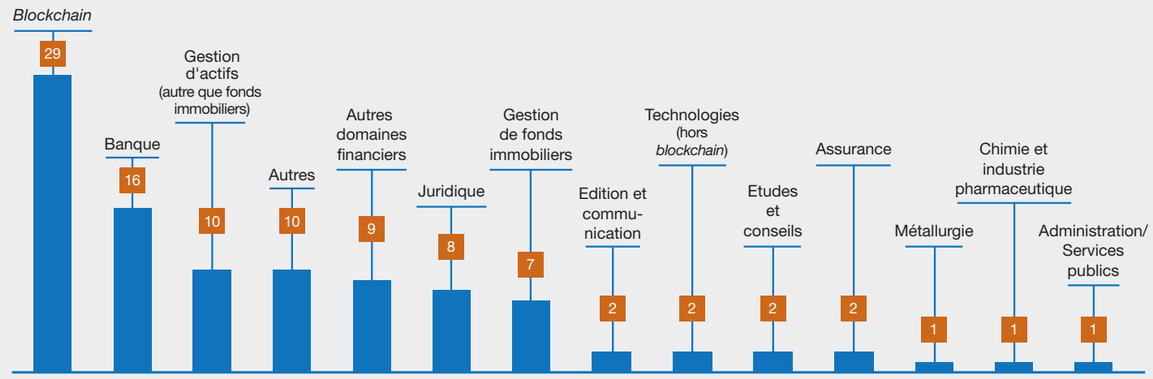
Au sein de ces 30%, les répondants développent cependant des métiers variés. Parmi eux, on peut ainsi dénombrer des acteurs impliqués dans l'intermédiation d'achat de crypto-actifs, la fourniture de solutions de conservation pour ces derniers, ou encore le conseil et l'accompagnement de clients dans le développement technologique et opérationnel de projets *blockchain*.

L'industrie bancaire s'est également mobilisée, représentant plus de 16% des retours obtenus, dont plusieurs acteurs majeurs et établis du secteur.

Plus largement, **le secteur financier (hors secteur bancaire et assurance) a également marqué un intérêt fort pour cette initiative**, comptabilisant au total plus de 25% des acteurs ayant répondu, dont plus de 17% pour la gestion d'actifs. Au sein de cette dernière industrie, près d'un tiers est identifié dans le secteur de la gestion de fonds immobiliers.

6 21 réponses n'ont pu être prises en compte à défaut d'informations suffisantes et/ou exploitables dans leur contenu.

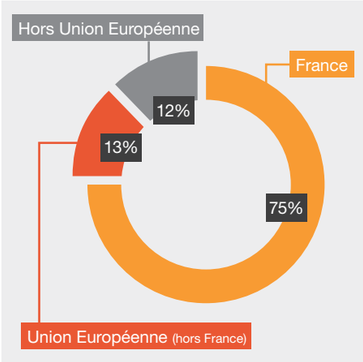
Domaine d'activité des participants au questionnaire (en %)



Le questionnaire a été également l'occasion d'obtenir les avis de représentants de secteurs variés, comme les professions juridiques, des sociétés technologiques (hors *blockchain*) ou d'autres encore issues de l'industrie pharmaceutique et de la chimie.

D'un point de vue géographique[7], les participants à ce sondage ayant renseigné leur localisation géographique sont, dans une large majorité, des établissements français (75%).

Domiciliation des répondants

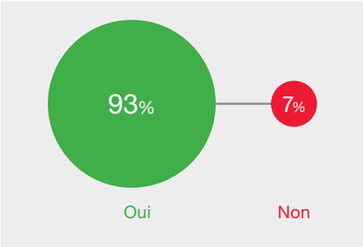


Les répondants étrangers intéressés par cette initiative se répartissent à part quasi-égale entre acteurs européens (12%) et internationaux (13%).

Pour les Européens[8], il s'agit essentiellement d'entités situées au Royaume-Uni et au Luxembourg. Les autres proviennent des Pays-Bas, de l'Espagne ou de la Slovénie. En dehors de l'Union européenne, les intérêts se sont manifestés chez des acteurs australiens et suisses notamment.

Face à cette diversité de répondants, tant par leurs activités que par leur localisation géographique, **plus de 93% des acteurs s'étant exprimés sur ce thème[9] ont témoigné un intérêt positif sur le sujet des *security tokens***.

Intérêt exprimé pour les *security tokens*



Les réponses collectées reflètent ainsi un intérêt marqué de la part de nombreux membres issus d'industries variées pour le sujet des *security tokens* et de leur potentiel.

7 Soit 86% du nombre total de réponses reçues.

8 Au sens de l'Union européenne.

9 Représentant 81% des acteurs ayant répondu à la question les interrogeant sur un éventuel intérêt pour les *security tokens*.

Définition des *security tokens*

De quoi doit-on parler ?

Les « *security tokens* », ou « jetons financiers assimilables à des instruments financiers », désigneraient, selon cette proposition, des actifs numériques, enregistrés sur une *blockchain*, et qualifiables d'instruments financiers (comme des actions, des obligations ou des parts ou actions de fonds d'investissement) car ils en ont les mêmes caractéristiques.

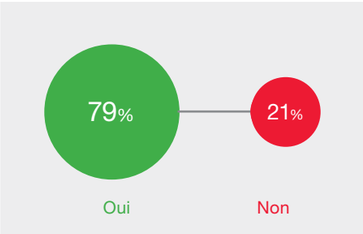
Si le sujet des *security tokens* est souvent évoqué, ce thème ne fait pourtant pas l'objet d'une définition unique et harmonisée. Un des objectifs du questionnaire est de mieux comprendre la réalité des *security tokens* derrière cette notion protéiforme.

Le questionnaire interrogeait les participants sur une possible définition.

Cette proposition envisage une définition globale, ayant pour ambition de couvrir l'ensemble des situations et procédés par lesquels des actifs assimilables à des instruments financiers pourraient être enregistrés sur une *blockchain*.

Plus de 77% des réponses globales se sont prononcées sur la pertinence de cette définition. Parmi eux, 79% soutiennent cette définition.

Accord avec la définition proposée



Parmi les acteurs ne soutenant pas cette définition, certains militent notamment pour l'élargissement de cette notion à tout type de jetons permettant de s'exposer à un actif sous-jacent ou promettant des rendements financiers. L'enjeu serait alors par exemple l'application de l'ensemble de la réglementation financière à ces crypto-actifs, et en particulier les dispositions ayant pour objectif la protection des investisseurs.

Les *native security tokens* désigneraient les actifs numériques qualifiables d'instruments financiers et inscrits sur une *blockchain* sans être précédés d'une émission de titres classiques (par exemple des actions ou obligations inscrites dès leur émission sur une *blockchain*).

Les *non-native security tokens* désigneraient des actifs numériques « *tokenisant* » des instruments financiers ayant fait l'objet préalablement d'une émission classique (par exemple des parts de fonds d'investissement émises classiquement puis enregistrées sur une *blockchain* par des souscripteurs).

D'autres répondants mentionnent des difficultés à mettre en œuvre la définition proposée et les critères qu'elle contient, notamment pour les crypto-actifs de types hybrides revêtant des caractéristiques multiples et non restreintes à celles des instruments financiers.

Au sein de la définition des *security tokens* proposée par le questionnaire, celui-ci envisage une distinction entre les *native security tokens* et les non-*native security tokens*.

L'enjeu de cette sous-division est de tenir compte des caractéristiques distinctes des crypto-actifs que ces deux catégories recouvrent et des risques différents que chacune d'elles peut engendrer, notamment en termes de transformation de liquidité/maturité. Cette distinction pourrait ainsi légitimer, selon certains, des réponses réglementaires différentes pour répondre aux risques spécifiques de chaque catégorie.

Par exemple, un *non-native security tokens* pourrait être caractérisé lorsque (i) des parts de fonds de capital investissement sont émises hors *blockchain* et soumises à une période de *lock-up* et un montant d'investissement minimal, puis (ii) ces parts sont « *tokenisées* », avec l'enregistrement sur une *blockchain* de crypto-actifs qui en reflètent les caractéristiques mais auxquels ne s'appliquent plus de période de *lock-up* ni d'investissement minimal. Cette hypothèse peut engendrer des risques de transformation de liquidité, qui auraient été différents si les parts de fonds de capital investissement avaient été enregistrées immédiatement sur la *blockchain* (alors qualifiables de *native security tokens* selon l'approche proposée).

77% des répondants se sont prononcés sur la pertinence de la distinction entre *native security tokens* et les *non-native security tokens*. Parmi eux, 70% des répondants la soutiennent.

Parmi ces répondants, certains regrettent le manque de clarté quant aux conditions de mise en œuvre de ces critères de distinction. D'autres mettent en avant l'absence de différence effective dans les risques engendrés par ces deux catégories de jetons. Il ne serait donc pas pertinent, selon eux, de distinguer le cadre juridique applicable à chacune d'entre elles. Certains, enfin, considèrent que cette distinction pourrait ne pas justifier une réglementation particulière mais avant tout une consolidation des flux d'informations plus précise.

Globalement, les retours au questionnaire semblent confirmer la pertinence d'une approche large concernant la notion de *security tokens*, pour y inclure tout type d'actifs numériques, enregistrés sur une blockchain, et qualifiables d'instruments financiers car ils en ont les mêmes caractéristiques.

Les répondants semblent également soutenir, dans leur majorité, l'introduction de catégories distinctes au sein de cette définition, selon la nature des risques que ces actifs peuvent générer, pour y apporter des réponses réglementaires distinctes.

Considérations business et opérationnelles sur les *security tokens*

Une appétence réelle pour des applications multiples

Pour mieux comprendre la réalité de l'appétence des acteurs de marché vis-à-vis des *security tokens*, le questionnaire a interrogé ces derniers sur différents enjeux business que ce type d'actifs soulève[10].

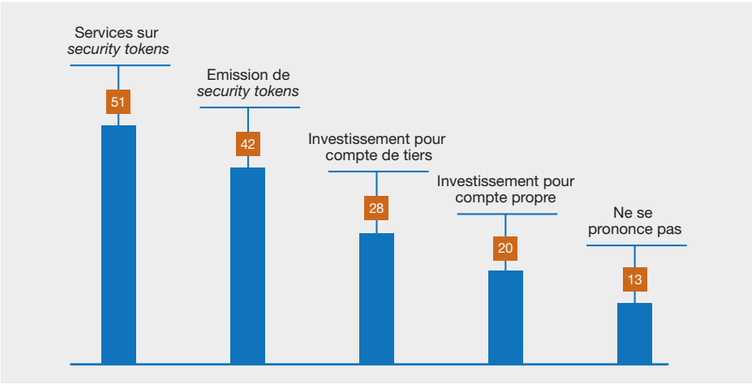
Quant aux activités envisagées

Plus de 56% des participants ont accepté de se prononcer sur la nature des projets de nouvelles activités qu'ils développent, ou souhaiteraient développer, en lien avec les *security tokens*.

Parmi ces acteurs :

- 51% des répondants entendent fournir des services impliquant des *security tokens*[11],
- 48% des répondants entendent développer des activités d'investissement en *security tokens* - parmi eux, 41% développent des activités d'investissement pour compte propre et 52% des activités d'investissement pour compte de tiers, et
- 42% des répondants entendent émettre des *security tokens*.

Activités développées sur *security tokens* (en %)



10 Le questionnaire a interrogé les acteurs notamment sur le dispositif de règlement-livraison des *security tokens* que ces derniers ont mis, ou envisagent de mettre, en place. Seuls 5% du nombre total de réponses reçues ont souhaité s'exprimer sur ce sujet, ce qui ne permet pas d'en tirer de conclusion pertinente dans la présente synthèse.

11 Ces activités sont susceptibles d'inclure des prestations telles que la conservation de jetons pour compte de tiers, le service de trading, les prestations d'audit, la fourniture de conseil, etc.

Notons bien entendu qu'un même acteur peut développer plusieurs types d'activités sur les *security tokens*.

Ces activités concerneraient pour une large majorité à la fois des *native security tokens* et des *non-native security tokens*[12].

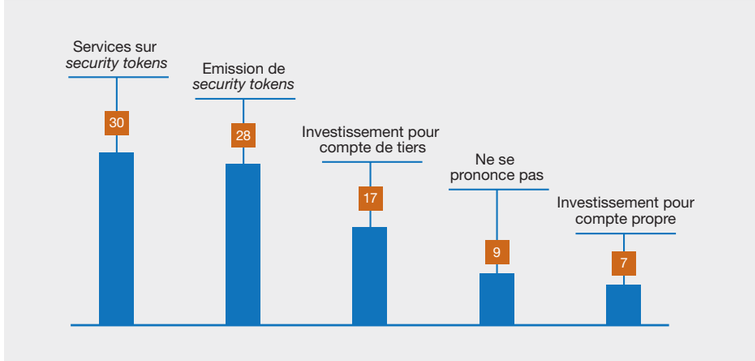
Il est intéressant de noter que la tendance identifiée ci-dessus quant à la nature des activités envisagées est identique quand l'analyse se concentre sur les 54 acteurs ayant indiqué exercer des activités dans le domaine bancaire, de la gestion d'actifs (immobilière ou autre) ou dans les autres services financiers.

Ces répondants indiquent également privilégier les activités de prestations de services sur les *security tokens* par rapport aux activités d'émission ou d'investissement, même si un nombre non négligeable d'entre eux (9%) préfère ne pas se prononcer sur le sujet.

Concernant les activités d'investissement pour compte de tiers dans des *security tokens*, 13%, soit 17 acteurs, ont souhaité préciser la nature des activités qu'ils développent ou entendent développer (les autres répondants s'étant abstenus sur cette question) :

- 9 indiquent développer ces activités pour le compte de personnes situées en France : pour 6, ce sont des personnes physiques - 8 indiquent le faire pour le compte de personnes morales,
- 17 indiquent vouloir le faire pour le compte de personnes domiciliées dans d'autres Etats membres de l'Union européenne, qu'il s'agisse de personnes physiques (pour 6 d'entre eux) ou de personnes morales (pour 12 d'entre eux), et

Activités développées sur *security tokens* par les acteurs bancaires, gestion d'actifs et autres services financiers (en %)



- pour 10 d'entre elles, les personnes pour le compte desquelles ces acteurs investissent sont en dehors de l'Union européenne, avec 4 acteurs agissant pour des personnes physiques et 8 pour des personnes morales.

Quant à la nature du véhicule utilisé, 20 acteurs ont souhaité apporter des précisions sur cette question. Parmi eux :

- 7 indiquent qu'il s'agirait d'un véhicule français,
- dans 9 cas, il s'agirait d'un véhicule situé ailleurs dans l'Union européenne, et
- pour 10 répondants, le véhicule est situé en dehors de l'Union européenne.

Là encore, notons qu'un même acteur peut développer des activités impliquant plusieurs types de véhicules, français et/ou situés ailleurs dans l'Union européenne et/ou en dehors de l'Union européenne.

Enfin, 18 acteurs ont précisé le type d'investissement effectué par ces véhicules :

- 8 répondants à cette question indiquent que le véhicule ne serait investi qu'en *security tokens*, et
- 10 indiquent que le véhicule ne serait que partiellement investi en *security tokens*.

Les activités que les répondants développent, ou entendent développer, sont variées et réparties principalement entre des activités d'émission, de fourniture de services et d'investissement.

12 Plus de 78% des répondants à cette question (eux-mêmes représentant 55% du nombre total de réponses reçues).

Quant aux avantages de recourir à des *security tokens* par rapport à des titres financiers inscrits en compte-titres

Le questionnaire proposait des avantages possibles liés au recours aux *security tokens* par rapport à des titres financiers inscrits en compte-titres, à savoir :

- la réduction des coûts opérationnels et de fonctionnement,
- l'automatisation du respect des exigences réglementaires par *smart contracts*,
- l'automatisation de la gestion des évènements affectant la vie des titres par smart contracts,
- une meilleure profondeur de marché et liquidité,
- l'optimisation du règlement-livraison,
- la capacité à toucher de nouvelles catégories d'investisseurs potentiels,
- le fractionnement de la propriété des actifs, et/ou
- la diversification des investissements.

Sur le fondement des réponses globales obtenues sur cette question (représentant 78% du nombre total de réponses reçues au questionnaire), les avantages considérés par les sondés comme les plus importants résident dans : (i) **l'automatisation des exigences réglementaires ou de contraintes contractuelles par des « *smart contracts*[13] »**, puis (ii) **la réduction des coûts opérationnels et de fonctionnement** et (iii) **l'automatisation de la gestion des évènements** affectant la vie des titres par des « *smart contracts* ».

Il est intéressant de noter que la classification de ces avantages n'est pas significativement affectée par le type d'activités que les répondants développent ou envisagent de développer. Cette classification correspond en effet aux avantages prioritaires retenus par les acteurs, que le classement ne concerne que les acteurs voulant émettre des *security tokens*, que ceux souhaitant fournir des services en lien avec ces derniers, ou uniquement ceux envisageant d'investir dans les *security tokens* (pour compte propre ou compte de tiers).

Globalement, la classification proposée par les répondants souligne cependant que les autres avantages identifiés dans le questionnaire, même s'ils ne sont pas identifiés comme les plus marquants, demeurent pertinents. Ces avantages offrent en effet des perspectives intéressantes, comme l'impact des *security tokens* sur la profondeur de marché et la liquidité de l'instrument, ou le fractionnement de la propriété des actifs qu'ils permettent.

Plusieurs participants ont souligné l'importance d'autres avantages que ceux identifiés dans le questionnaire. Parmi ces avantages, figurent la désintermédiation des opérations de financement et leur sécurisation.

La capacité de la *blockchain* à identifier les porteurs des jetons et à mettre à jour leur registre de façon instantanée est également mise en avant. Les répondants soulignent à plusieurs reprises la disponibilité de certains actifs, jusque-là peu visibles, et la possibilité d'effectuer des transactions souvent de façon ininterrompue. La rapidité accrue des transactions est également évoquée.

> Les répondants confirment la diversité des avantages que les *security tokens* peuvent offrir aux acteurs de marché par rapport à des titres financiers inscrits en compte-titres. Parmi les potentiels identifiés, un début de consensus semble se profiler, quelles que soient leurs activités, en ce qui concerne (i) l'automatisation des exigences réglementaires ou de contraintes contractuelles par des *smart contracts*, (ii) la réduction des coûts opérationnels et de fonctionnement et (iii) l'automatisation de la gestion des évènements affectant la vie des titres par des *smart contracts*.

13 Les smart contracts sont des protocoles informatiques qui facilitent, vérifient, ou appliquent la négociation ou l'exécution d'un contrat, ou rendent des clauses contractuelles non nécessaires.

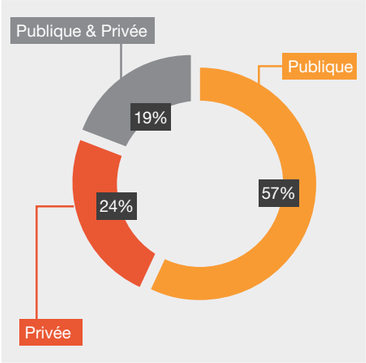
Quant au choix de la technologie

50% des répondants ont accepté de se prononcer sur le choix technologique et le type de protocole à utiliser.

Plus de trois quarts des répondants à cette question indiquent vouloir recourir au moins pour partie à une *blockchain* de type public.

57% d'entre eux indiquent vouloir recourir uniquement à une *blockchain* publique.

Type de blockchain retenu



Cette préférence technologique exprimée par une large majorité des sondés en faveur des *blockchains* publiques semble s'expliquer notamment au regard du caractère interopérable que leur(s) développement(s) « *on-chain* » doi(ven)t avoir avec ceux d'autres acteurs. Les réponses mettent en avant également le besoin d'indépendance de la tenue de registre par rapport à l'émetteur des *security tokens* notamment.

Plusieurs répondants mettent en avant la pertinence de définir une solution hybride, combinant à la fois *blockchain* publique et *blockchain* privée. Une telle approche peut s'expliquer par différents éléments, notamment la prise en compte de certaines contraintes réglementaires. Par exemple, on peut penser à cet égard aux exigences liées à la protection des données personnelles, comme rappelé récemment par la Commission nationale de l'informatique et des libertés (« CNIL »)[14].

Plus largement, il est en effet intéressant d'analyser l'expression de ces préférences à la lumière des contraintes applicables au recours à la *blockchain* dans le domaine financier. Par exemple, la réforme française citée en introduction permet désormais l'inscription de titres financiers dans un dispositif d'enregistrement électronique partagé en lieu et place de leur inscription en compte-titres[15].

Cette réforme impose notamment des contraintes sur la solution technologique sous-jacente à cet enregistrement des titres, dont (i) la capacité de cette solution à permettre à l'émetteur des titres d'identifier leurs porteurs ou (ii) la mise en place d'un plan de continuité. Les acteurs souhaitant développer des activités en lien avec les *security tokens* devront en tenir compte, lorsque ces contraintes leur sont applicables, dans le choix des caractéristiques de la *blockchain* qu'ils retiennent et la compatibilité de ces dernières avec les contraintes réglementaires en vigueur.

> Les dispositifs technologiques auxquels les répondants veulent avoir recours pour leurs activités portant sur des *security tokens* semblent de natures variées. Ils incluent, dans leur large majorité et au moins pour partie, une *blockchain* publique.
>
> Les choix technologiques ainsi faits semblent dictés par des considérations multiples, dont les contraintes réglementaires applicables. A cet égard, il est essentiel que les acteurs choisissent la technologie et les protocoles qu'ils utilisent pour leurs activités sur les *security tokens* au regard du régime auquel elles sont soumises.

14 Voir notamment « Premiers Éléments d'analyse de la CNIL sur la blockchain », CNIL, Septembre 2018.

15 Ordonnance n° 2016-520 du 28 avril 2016 relative aux bons de caisse et ordonnance n° 2017-1674 du 8 décembre 2017 relative à l'utilisation d'un dispositif d'enregistrement électronique partagé pour la représentation et la transmission de titres financiers.

Quant aux modes de distribution des *security tokens*

44% des répondants se sont exprimés sur le mode de distribution des *security tokens* auxquels ils ont, ou entendent avoir, recours pour leurs activités. Ce taux de réponse s'explique sans doute par la nature diverse des activités que les répondants souhaitent développer, qui ne nécessite pas, pour toutes, de distribuer des *security tokens*.

Parmi les réponses obtenues, seuls 13% envisagent de distribuer des *security tokens* auprès du grand public. 32% envisagent de les distribuer auprès d'un nombre limité d'investisseurs uniquement, et 29% entendent à cet égard se restreindre aux investisseurs professionnels uniquement.

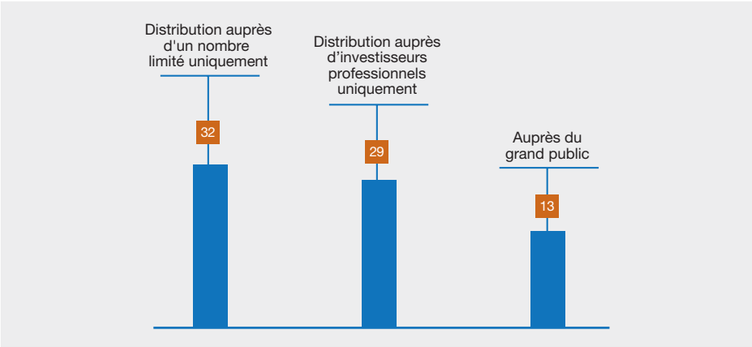
Ces résultats doivent être analysés à la lumière de la réglementation actuelle et des exigences qu'elle prévoit pour les offres au public de titres, y compris lorsque ces derniers sont des crypto-actifs (à défaut d'adaptation du cadre réglementaire existant pour les *security tokens*). Ils pourraient être appelés à évoluer en cas de modification du cadre applicable à ces opérations.

> Les répondants qui entendent développer des activités de distribution des *security tokens* semblent *a priori* privilégier des canaux autres que l'offre faite au grand public et s'adresser à des catégories d'investisseurs restreintes et/ou averties.

Quant au dispositif de conservation mis en place

43 répondants ont souhaité répondre à cette question. Certains acteurs ont en effet préféré ne pas s'exprimer sur ce sujet, notamment pour des raisons de confidentialité.

Mode de distribution des *security tokens* (en %)



Les contributions des participants au questionnaire s'étant prononcés sur la question permettent de distinguer différents types d'enjeux liés à la conservation des *security tokens* qui font échos aux fonctions traditionnellement associées à la conservation de titres financiers.

D'une part, il ressort des réponses au questionnaire que le dispositif d'accès aux jetons permettant de mobiliser les *security tokens* doit faire preuve d'une sécurité suffisante pour s'assurer que leur propriétaire est protégé dans ses droits, en particulier lorsque la *blockchain* sous-jacente est publique. A cet égard, le recours à un tiers prestataire, par opposition à la conservation par les porteurs eux-mêmes de ces moyens d'accès (parfois appelée « *self-custody* » des moyens d'accès), semble souvent privilégié.

Cette sécurité suffisante nécessite d'autre part un dispositif technologique approprié. En la matière, plusieurs répondants indiquent préférer des solutions impliquant au moins pour partie des outils qui ne sont pas connectés à des systèmes informatiques de façon permanente (souvent dites de « *cold storage* ») obéissant à une gouvernance multi-signature (i.e. nécessitant l'autorisation conjointe de personnes dûment mandatées à cet effet) avec une possibilité de régénération des clés privées en cas de perte ou de vol de ces dernières.

Enfin, certains des répondants soulignent le rôle de registre global que la *blockchain* peut assurer dans le cadre de l'émission des titres et de la tenue de registre, ainsi que l'impact que ces protocoles pourraient avoir sur les missions actuelles des dépositaires centraux.

> La conservation des *security tokens* présente des enjeux multiples, à la fois technologiques, réglementaires et juridiques. Il semble essentiel que le cadre applicable à ce dispositif, et les documents contractuels qui le régissent, soient en mesure de les traiter dans leur ensemble.

Quant au recours à des données externes

Moins de la moitié des participants a souhaité se positionner sur le recours ou non à des données externes dans le cadre de la structuration des *security tokens*. Parmi eux, près de 40% ont indiqué ne pas avoir recours à des données externes. Pour les 60% y ayant recours, celles-ci seraient le plus souvent obtenues auprès de tiers spécialisés, même si la diversité des réponses rend difficile l'identification d'une méthode privilégiée.

Enjeux business du développement des *security tokens*

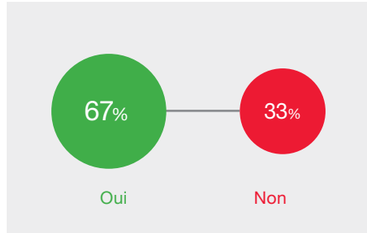
Des enjeux de nature multiple, partiellement appréhendés

Interrogés sur l'existence d'éléments limitant la possibilité de recourir aux *security tokens*, les deux tiers des répondants[16] ont considéré que de tels éléments existent effectivement.

Le questionnaire a identifié quatre catégories de limites : juridiques, opérationnelles, techniques ou d'une autre nature (à préciser le cas échéant).

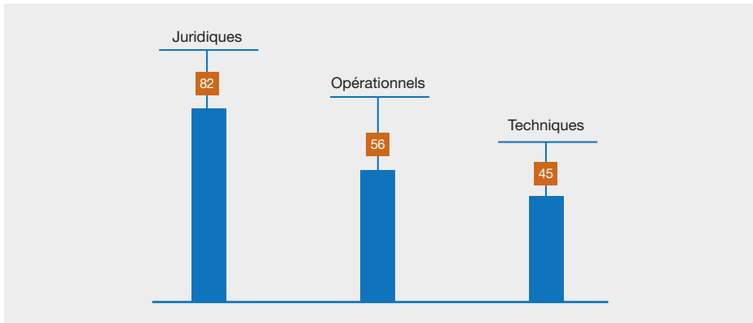
43% des personnes interrogées se sont prononcées sur cette question. Pour 82% des répondants, les limites au développement des *security tokens* sont d'abord de nature juridique. Sont citées ensuite les limites opérationnelles (56%), puis techniques (45%), étant précisé que ces différentes catégories ne sont pas exclusives pour un même répondant.

Existence de freins aux *security tokens*



Parmi les commentaires formulés, certains répondants indiquent que l'utilisation des *security tokens* se heurte à des limites d'ordre comptable. Des enjeux business sont également mentionnés, notamment les réticences persistantes de certains investisseurs à investir dans ce type de titres et leur liquidité parfois limitée. D'un point de

Nature des freins aux *security tokens* (en %)



16 66,6% pour un taux de réponse de 68,5% du nombre total de réponses reçues.

vue juridique, certains regrettent que le droit français ne reconnaisse à l'inscription en *blockchain* une valeur équivalente à l'inscription en compte-titres que pour certaines catégories de titres, et exclue notamment la majorité des titres admis aux négociations sur une plateforme. Des risques liés au blanchiment d'argent et au financement du terrorisme viendraient également entraver le développement des *security tokens*.

A cet égard, la réglementation européenne a apporté différentes réponses lors d'une réforme adoptée en mai 2018. La directive européenne relative à la prévention de l'utilisation du système financier aux fins du blanchiment de capitaux ou du financement du terrorisme[17] soumet en effet aux obligations en ce domaine certains intermédiaires de l'univers d'investissement des crypto-actifs, prestataires de services d'échange entre monnaies virtuelles et monnaies légales et prestataires de services de portefeuilles de conservation. Chaque État membre doit transposer ce régime au plus tard le 10 janvier 2020. En France, cette transposition doit intervenir via le projet de loi PACTE[18], dont l'entrée en vigueur est prévue avant la fin du premier semestre de l'année 2019. Cette transposition rapide par la France montre l'importance accordée par cette juridiction à ces problématiques. Elle devrait permettre d'apporter aux acteurs des réponses réglementaires crédibles à ce risque qui semble freiner encore le développement de l'écosystème.

Parmi les 34 répondants ayant souhaité s'exprimer sur l'existence d'éventuelles problématiques liées au traitement fiscal et comptable des *security tokens* par rapport à celui des instruments financiers, 16 considèrent que ces problématiques ne soulèvent pas de sujet particulier.

Sans doute est-il utile à cet égard de souligner l'apport des travaux récents de l'Autorité des normes comptables (« ANC »), qui a clarifié le traitement comptable applicable en France aux actifs enregistrés sur une *blockchain*[19]. Pour l'ANC, ce régime dépend notamment de la qualification des jetons. Si ces derniers présentent les caractéristiques de titres financiers ou de contrats financiers (et s'ils sont ainsi qualifiables de *security tokens* tels que définis dans le questionnaire), ils sont comptabilisés comme tels selon les dispositions du plan comptable général[20]. Les réponses à cette question illustrent aussi le fait que la clarification du traitement comptable applicable aux *security tokens* constitue une avancée considérable pour le cadre français dans le développement de ce nouvel écosystème.

Selon certains répondants, le régime comptable et fiscal applicable peut toutefois encore soulever certaines problématiques. Des interrogations demeurent par exemple sur l'impact des modalités de conservation des *security tokens* sur leur comptabilisation. D'autres soulignent les difficultés comptables liées aux interrogations quant à la qualification juridique de certains jetons, compte tenu de leurs caractéristiques. Des enjeux relatifs à la valorisation des *security tokens* à intégrer dans leur comptabilisation sont également mentionnés.

> Si les enjeux techniques, opérationnels, comptables et fiscaux semblent globalement bien appréhendés, le développement des *security tokens* pourrait encore bénéficier de clarifications réglementaires et juridiques.

17 Directive (UE) 2018/843 du Parlement européen et du Conseil du 30 mai 2018 modifiant la directive (UE) 2015/849 relative à la prévention de l'utilisation du système financier aux fins du blanchiment de capitaux ou du financement du terrorisme ainsi que les directives 2009/138/CE et 2013/36/UE.

18 Projet de loi relatif à la croissance et la transformation des entreprises.

19 Règlement n° 2018-07 du 10 décembre 2018 modifiant le règlement ANC n° 2014-03 du 5 juin 2014 relatif au plan comptable général modifié, homologué par arrêté du 26 décembre 2018 publié au Journal Officiel du 30 décembre 2018.

20 Article 619-3 du règlement ANC n° 2014-03 du 5 juin 2014 relatif au plan comptable général modifié.

Régime juridique des *security tokens*

Le besoin d'un cadre réglementaire mieux adapté

Les enjeux réglementaires qui semblent encore freiner le développement des *security tokens* seraient de nature multiple.

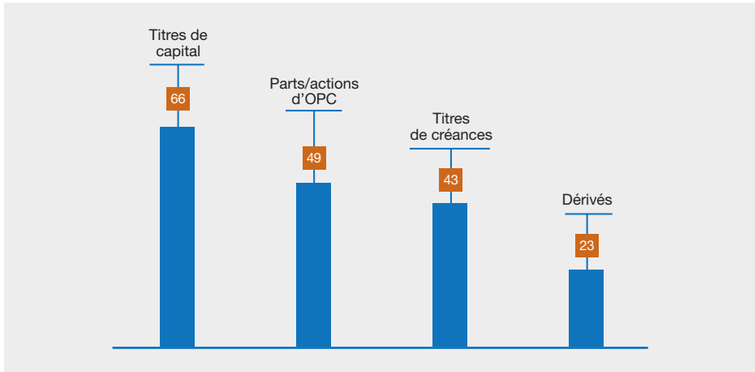
Quant à la qualification des *security tokens*

41% des répondants considèrent être en mesure de déterminer la qualification juridique des *security tokens* auxquels ils recourent pour développer cette activité.

Parmi ces réponses :

- 66% estiment avoir recours à des *security tokens* juridiquement qualifiables de titre de capital,
- 49% estiment avoir recours à des *security tokens* juridiquement qualifiables de parts ou actions d'organismes de placement collectif,
- 43% estiment avoir recours à des *security tokens* juridiquement qualifiables de titre de créance, et
- 23% estiment avoir recours à des *security tokens* juridiquement qualifiables d'instruments dérivés.

Qualification juridique (en %)



Notons que, dans le cadre de leurs activités, les répondants peuvent avoir recours à différents types de *security tokens*.

Plusieurs retours indiquent, là encore, la difficulté à déterminer en pratique la catégorie exacte des instruments financiers auxquels se rattachent les *security tokens* compte tenu de leurs caractéristiques.

La qualification juridique des instruments est pourtant essentielle en pratique, notamment pour les implications financières et opérationnelles qu'elle peut emporter. Par exemple, la nature juridique de l'actif peut impacter sa valorisation, élément central dans le cadre de la structuration des projets et de leur commercialisation.

Il en ressort que les *security tokens* peuvent correspondre à l'ensemble des catégories juridiques existantes d'instruments financiers, même si la qualification juridique de certains actifs se révèle parfois délicate compte tenu de leurs caractéristiques.

Quant au régime applicable aux activités développées en lien avec les *security tokens*

Seuls 46% des répondants ayant répondu à la question (environ un tiers du nombre total de répondants) indiquent avoir identifié le régime juridique applicable aux activités qu'ils développent ou entendent développer en lien avec les *security tokens*. Une large majorité des acteurs ayant répondu au questionnaire pourrait donc se heurter à des difficultés d'analyse dans la qualification juridique des instruments à émettre.

Pour les acteurs ayant indiqué émettre, ou entendre émettre, des *security tokens* pour les besoins de cette question[21], cette émission serait, selon eux, régie par les textes suivants :

- pour 76%, l'émission serait soumise au Règlement européen concernant le prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de valeurs mobilières à la négociation sur un marché réglementé[22].

Par ailleurs, 50% des réponses s'étant prononcées à cet égard indiquent que leur émission devrait donner lieu à l'établissement d'un prospectus, contre 50% qui estiment bénéficier d'une exemption à cette obligation.

A cet égard, il est intéressant de souligner ici le choix récent fait par la France, dans le cadre de la négociation européenne de ce règlement dit Prospectus, de relever le seuil national en deçà duquel une offre de titres peut ne pas faire l'objet d'un prospectus, tel que régi par ledit règlement. Ce seuil s'élève désormais à 8 millions d'euros.

Ce dispositif[23], en application depuis le 21 juillet 2018, offre en France un régime attractif et souple dont peuvent vouloir bénéficier certains émetteurs de *security tokens*.

- Pour 52%, l'émission serait également soumise à la directive européenne sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatif[24].
- Certains répondants précisent que ces différentes réglementations s'appliquent cumulativement à leurs activités, selon le contenu de celles-ci. D'autres indiquent être soumis à des régimes nationaux, comme le droit prévu en France pour les plateformes de financement participatif. Enfin, plusieurs répondants soulignent également être soumis à une réglementation applicable hors de l'Union européenne.

Certains répondants précisent que ces différentes réglementations s'appliquent cumulativement à leurs activités, selon le contenu de celles-ci. D'autres indiquent être soumis à des régimes nationaux, comme le droit prévu en France pour les plateformes de financement participatif. Enfin, plusieurs répondants soulignent également être soumis à une réglementation applicable hors de l'Union européenne.

Parmi les acteurs ayant indiqué vouloir offrir des services sur *security tokens* pour les besoins de cette question[25] :

- 95% indiquent que leurs activités entreraient dans le champ d'application de la directive sur les marchés d'instruments financiers (« MIF 2 »)[26],
- 10% indiquent que leurs activités entreraient dans le champ de la directive sur les services de paiement (« DSPII »)[27],
- 33% indiquent que leurs activités entreraient dans le périmètre d'un régime national applicable à la fourniture, dans une juridiction donnée, de services d'investissement (par exemple, le cadre français applicable aux conseillers en investissement financier), et
- plusieurs réponses indiquent que leurs activités sont assujetties à une réglementation applicable en dehors de l'Union européenne.

Sans être exhaustif, il ressort de ces réponses que les textes *a priori* les plus susceptibles de régir les activités des acteurs ayant participé comprennent notamment le règlement Prospectus, la Directive AIFM et la Directive MIF 2. Compte tenu de la diversité des réponses, une analyse au cas par cas se révèle nécessaire pour identifier précisément le cadre applicable, les opportunités qu'il offre et les limites qu'il impose.

Quant à la mise en œuvre des textes existants

Le questionnaire a interrogé les participants sur les éventuelles problématiques juridiques ou réglementaires liées à l'application au *security tokens* que soulève le cadre réglementaire actuel. 77% des répondants s'étant exprimés à cet égard[28] confirment que la mise en œuvre des textes peut constituer un frein essentiel au développement des *security tokens*.

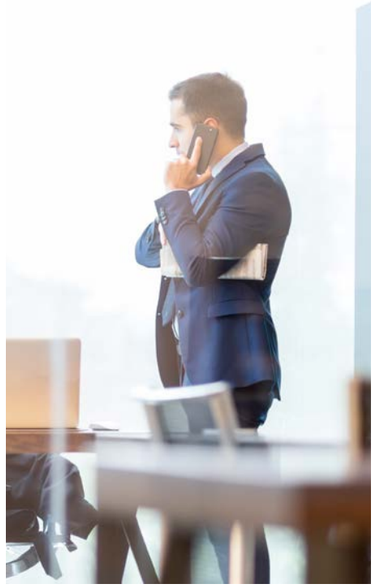
Le respect d'un certain nombre de contraintes réglementaires applicables dans le domaine financier se révèle délicat pour le cas particulier des *security tokens* selon certains. En cohérence avec les problématiques mentionnées par l'ESMA dans son opinion récemment publiée, la mise en œuvre pour les *security tokens* de certaines dispositions issues de la Directive MIF 2, du règlement concernant l'amélioration du règlement de titres dans l'Union européenne et les dépositaires centraux de titres (« CSDR »)[29], de la directive sur le caractère définitif du règlement dans les systèmes de paiement et de règlement des opérations sur titres (« Directive Finalité »)[30] ou du règlement Prospectus est considérée par plusieurs acteurs comme délicate.

Le cadre juridique applicable à leur conservation (avec, en lien, l'éventuelle obligation de restitution lorsque cette mission est assurée par un dépositaire) pourrait également justifier de la part de certains acteurs des réticences à recourir aux *security tokens*.

De même, la possibilité et le régime applicable aux plateformes sur lesquelles ils seraient échangés sont également identifiés comme des préoccupations essentielles pour les acteurs s'intéressant aux *security tokens*.

Les contraintes prudentielles applicables aux acteurs développant des activités en lien avec les *security tokens* freineraient aussi l'apparition d'intermédiaires nouveaux spécialisés dans ce type d'actifs.

Enfin, l'approche réglementaire encore divergente entre les pays et le manque d'uniformisation du cadre applicable, notamment au sein de l'Union européenne, constitue aussi un défi à relever pour accompagner le développement des *security tokens*.



Pour une forte majorité des acteurs, le cadre réglementaire applicable dans le domaine financier doit être adapté pour faciliter le recours aux *security tokens* et permettre aux acteurs de pleinement tirer profit des avantages que cette nouvelle forme de dématérialisation, et sa technologie sous-jacente, présentent. Les répondants confirment ainsi toute la pertinence des travaux initiés récemment en ce sens au niveau européen.

21 Soit près de 20% du nombre total de réponses reçues.

22 Règlement (UE) n° 2017/1129 du 14 juin 2017.

23 Article 211-2 du règlement général de l'AMF.

24 Directive (UE) n° 2011/61/UE du 8 juin 2011.

25 Représentant 17% du nombre total de réponses reçues.

26 Directive (UE) n° 2014/65/EU du 15 mai 2014.

27 Directive (UE) n° 2015/2366 du 25 novembre 2015.

28 Représentant 31% du nombre total de réponses reçues.

29 Règlement (UE) n° 909/2014 du 23 juillet 2014.

30 Directive (UE) n° 2009/44/CE du 6 mai 2009.

ANNEXE 1

Partenaires à l'élaboration et à la diffusion du questionnaire

La French Digital Asset Association (FD2A), anciennement Association française pour la gestion des cyber-monnaies (AFGC), est une association dont l'objet est de promouvoir le développement structuré, durable et porteur de croissance économique du secteur d'activités dédié aux actifs numériques et ayant recours aux technologies avancées (telles que la technologie des registres distribués).

L'Association entend rassembler tous les acteurs et professionnels clés du secteur, de manière à favoriser des synergies d'expertises et des opportunités de partenariats d'affaires. Elle propose également d'en accompagner la structuration pour assurer la lisibilité des prises de position.

La FD2A s'engage en effet à contribuer aux débats législatifs et règlementaires, en France, en Europe et à l'international, de manière à favoriser la mise en place d'un ensemble de règles adapté aux risques identifiés, vecteur de confiance et propice au développement de l'innovation.

L'Association se mobilise pour promouvoir l'attractivité de l'industrie française et européenne, et accompagner la pérennisation des modèles d'affaires innovants, notamment la « tokénisation » de l'économie.

La FD2A ambitionne enfin de favoriser le partage des savoirs et d'expériences, et de participer à l'acculturation des décideurs économiques et politiques du pays sur la réalité et les enjeux du secteur qu'elle représente.

La FD2A comporte, parmi ses fondateurs, Paymium, CACEIS, Woorton, Eiffel Investment Group, PWC ou le cabinet d'avocats GIDE.

FD2A - 9, rue Newton - 75008 Paris - France
www.fd2a.com

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.

AMAFI - 13, Rue Auber, 75009 Paris - France
www.amafi.fr - info@amafi.fr

L'Association Française de la Gestion financière (AFG) représente et défend les intérêts des professionnels de la gestion de portefeuille pour compte de tiers. Créée en 1961, elle réunit tous les acteurs du métier de la gestion d'actifs, qu'elle soit individualisée sous mandat ou collective via les Organismes de placement collectif (OPC). Ses membres sont les sociétés de gestion de portefeuille, entrepreneuriales ou filiales de groupes bancaires ou d'assurance, français et étrangers.

Depuis 2009, l'AFG accueille des "membres correspondants" (80 à fin 2018) représentatifs de l'écosystème de la gestion : avocats, cabinets de conseil, SSII, fournisseurs de données, succursales.

La gestion d'actifs française représente près de 4 000 Mds € sous gestion, soit un quart du marché de la gestion d'Europe continentale. Source de plus de 85 000 emplois dont 26 000 propres aux sociétés de gestion, elle joue un rôle essentiel dans le financement de l'économie. L'AFG a pour mission d'informer, d'assister et de former ses adhérents. Elle leur apporte un concours permanent dans les domaines juridique, fiscal, économique, comptable et technique.

Elle anime la réflexion de la profession sur l'évolution des techniques de gestion, la recherche, et la protection et l'orientation de l'épargne. Interlocuteur des pouvoirs publics français, européens et internationaux, l'AFG contribue activement à l'évolution de la réglementation. Elle définit les règles de déontologie de la profession et joue un rôle moteur en matière de gouvernement d'entreprise.

L'Association contribue également à la promotion et au rayonnement de la gestion française (l'une des premières au monde) auprès de l'ensemble des acteurs concernés : investisseurs, émetteurs, politiques et médias, en France et à l'international.

AFG - 41, rue de la Bienfaisance, 75008 Paris - France
Tél. +33 (0)1 44 94 94 00 - www.afg.asso.fr - afg@afg.asso.fr

ASPIM

ASSOCIATION FRANÇAISE
DES SOCIÉTÉS
DE PLACEMENT IMMOBILIER

L'Association Française des Sociétés de Placement Immobilier (ASPIM) promeut, représente et défend les intérêts de ses adhérents, les gestionnaires de fonds d'investissement alternatif (FIA) en immobilier (SCPI, OPCI et autres FIA « par objet »). Créée en 1975, l'ASPIM est une association à but non lucratif qui réunit tous les acteurs du métier de la gestion des fonds immobiliers non cotés. Au 31 décembre 2017, les Fonds d'Investissement Alternatifs (FIA) en immobilier (SCPI, OPCI, OPPCI et autres FIA) global de plus de 163 milliards €.

Les 93 adhérents de l'ASPIM sont des Sociétés de Gestion de Portefeuille (SGP) de SCPI, OPPCI, OPCI et autres FIA en immobilier agréées par l'AMF, qu'elles soient filiales de groupes bancaires, d'assurance, de gestion immobilière étrangère ou entrepreneuriales, mais aussi les autres professionnels de l'écosystème immobilier (avocats, consultants, auditeurs et experts).

Dans ses relations avec les autorités françaises, européennes et internationales en charge des sujets intéressant ses adhérents, l'ASPIM défend et promeut les intérêts des investisseurs de ces fonds et s'attache à démontrer les apports de ce secteur professionnel à l'économie nationale.

ASPIM - 10, rue La Boétie, 75008 Paris - France
Tél. +33 (0)1 44 90 60 00 - www.aspim.fr - c.kacy@aspim.fr

GIDE 255
FROM DIGITS TO OPPORTUNITIES

Gide 255 est une équipe créée en 2018 au sein du cabinet d'avocats Gide 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, et de l'intelligence artificielle.

L'accompagnement proposé par Gide 255 est global dans l'ensemble des secteurs où l'innovation et le digital sont un enjeu. Cet accompagnement peut comprendre, au choix des clients :

- la formulation de **recommandations stratégiques**, pour les conseiller dans leurs prises de décision, l'identification des opportunités et l'analyse des risques liés à leurs initiatives dans le domaine de l'innovation,
- leur **structuration juridique,** avec l'analyse du cadre réglementaire qui s'y applique et sa mise en œuvre en tenant compte des enjeux opérationnels et commerciaux qu'il peut impliquer, et
- la définition d'une **stratégie d'influence**, dont les initiatives des clients peuvent s'accompagner pour contribuer à la pertinence du cadre réglementaire applicable et afin d'établir un dialogue constructif dans le cadre des travaux menés avec les différentes autorités compétentes en France, en Europe et à l'international.

L'équipe de Gide 255 se compose de profils pluridisciplinaires, bénéficiant notamment d'une longue expérience dans le secteur financier. Gide 255 travaille pour ses clients en collaboration étroite avec les équipes du cabinet Gide, dont l'expertise est établie en droit des affaires. Ce savoir-faire reconnu combiné à l'expérience pointue d'experts rompus à l'ensemble des enjeux liés à la transformation digitale, permet ainsi au cabinet d'offrir à ses clients un outil unique d'aide à la prise de décision dans un contexte bouleversé par l'avènement de technologies avancées.

Le cabinet Gide comprend 550 avocats, exerçant dans 12 bureaux à travers le monde et comporte 13 lignes de métiers, avec plus de 80 spécialités.

Gide 255 - Gide Loyrette Nouel AARPI, 15 rue de Laborde, 75008 Paris - France
Tél. +33.(0)1.40.75.60.00 - www.gide255.com - matthieu.lucchesi@gide.com

WOORTON
LIQUIDITY PROVIDER

WOORTON est un teneur de marché en crypto-actifs leader en Europe et redéfinissant la manière dont ces actifs sont échangés grâce à sa technologie propriétaire.

L'API OTC de WOORTON ainsi que leur desk de trading permet une exécution fluide, des prix upfront, pas de carnet d'ordre, pas de pre-funding et un accès aux meilleurs prix et à une importante liquidité pour les investisseurs professionnels.

En tant que teneur de marché, WOORTON gère la liquidité de nombreux clients en déployant ses algorithmes sur plus de 15 plateformes de change. WOORTON est le seul acteur de marché focalisé sur les acteurs institutionnels présents sur le marché centralisé et décentralisé grâce à une infrastructure de trading agnostique.

WOORTON - 18, rue Sainte Foy, 75002 Paris - France
www.woorton.com

CONSENSYS

ConsenSys est fondé par Joseph Lubin (co-fondateur de l'Ethereum) en 2014 et regroupe près de 1000 personnes dans 30 pays. ConsenSys est une société technologique à la pointe de l'innovation mondiale dans le domaine de la blockchain et une organisation décentralisée. Cette structure hybride participe à la construction d'un écosystème vertueux autour de l'utilisation des technologies Blockchain.

ConsenSys est à la fois un StartUp Studio qui incube une cinquantaine de projets à travers le monde, ainsi qu'une structure d'accompagnement des entreprises et des administrations dans leur transition vers la décentralisation. ConsenSys compte parmi ses clients et partenaires de nombreux gouvernements et grandes entreprises comme la ville de Dubai, le canton de Zug (Suisse), l'Union Européenne, les banques centrales de Singapour et d'Afrique du Sud, JP Morgan, Santander, BHP Billiton, GSK et le WWF.

ConsenSys participe également à l'émergence des *security tokens* grâce au développement de la solution ConsenSys Digital Asset permettant l'émission et la gestion d'instruments financiers sur la blockchain. Pour les émetteurs, cette solution simplifie ces process et en réduit les coûts opérationnels, ouvrant le marché à de nouveaux investisseurs pour lesquels l'acquisition et l'échange de ces actifs sont plus fluides et moins coûteux.

En capitalisant sur l'utilisation de technologies et de standards «open source», ConsenSys Digital Asset assure la création d'instruments financiers compatibles avec un grand nombre de plateformes d'échange et de réseaux blockchain. Son standard de jeton et son module de KYC garantissent une parfaite conformité de l'émission et des échanges des instruments financiers "tokénisés" avec l'ensemble des exigences réglementaires en vigueur.

La filiale ConsenSys France a été créée en 2017 et travaille actuellement sur une dizaine de projets ambitieux.

ConsenSys France - 10 rue Vauvilliers, 75001 Paris - France
www.consensys.net - paris@consensys.net

Le Blockchain Lab de PwC France et Afrique francophone, est constitué de spécialistes de la technologie blockchain et fédère une équipe pluridisciplinaire d'experts métiers, de juristes, de fiscalistes, d'auditeurs, de consultants ou encore de spécialistes en Cybersécurité, en risques et data science. L'approche de PwC en France s'inscrit dans une démarche d'innovation portée par l'ensemble de son réseau au niveau mondial, soit plus de 400 spécialistes PwC dans plus de 15 pays.

Les équipes blockchain accompagnent les clients de PwC de l'élaboration de la stratégie blockchain à l'insertion opérationnelle complète. PwC développe des solutions blockchain innovantes à destination de ses clients autour de trois grands domaines : le financement digital (STO, ICO, plateformes d'échanges), l'audit et le recours à la blockchain pour disrupter les processus et les business models des industries.

PwC - 62, rue de Villiers, 92200 Neuilly-sur-Seine - France
www.pwc.fr

ANNEXE 2

Questionnaire sur les *security tokens*

En partenariat avec :

Security Tokens

Introduction

Le présent sondage est réalisé par l'Association française de gestion des cryptomonnaies (AFGC) en liaison avec l'Association française des marchés financiers (AMAFI) et l'Association française de la gestion financière (AFG).

L'objet du présent questionnaire est d'interroger le marché français sur les « security tokens » ou « jetons financiers assimilables à des instruments financiers », les opportunités qu'ils offrent, ainsi que les limites auxquelles les acteurs qui y recourent (ou souhaitent y recourir) sont confrontés.

On peut entendre par « security tokens », des actifs numériques, enregistrés sur une blockchain, et qualifiables d'instruments financiers (comme des actions, des obligations ou des parts ou actions de fonds d'investissement) car ils en ont les mêmes caractéristiques. Ils se distinguent ainsi, et sont complémentaires, des autres catégories de crypto-actifs structurés comme des valeurs d'échange (souvent désignés comme des « crypto-monnaies » malgré l'absence de cours légal) ou donnant un accès privilégié à un service (jetons utilitaires).

Les retours individuels obtenus feront l'objet d'un dispositif de confidentialité strict. Ils seront collectés par le cabinet Gide Loyrette Nouel, pour le compte de l'AFGC/l'AFG/l'AMAFI, qui s'engage à ne pas divulguer les informations ainsi reçues et est par ailleurs soumis au secret professionnel sur les informations auxquelles il a accès.

Les retours individuels feront l'objet d'une synthèse anonymisée, dont les résultats ont pour objectif d'être partagés avec les autorités françaises et européennes. Ces dernières ont en effet commencer à travailler sur ce sujet, et à se positionner sur le droit applicable et les possibles réformes envisageables. L'Autorité européenne des marchés financiers (ESMA) a notamment publié une opinion le 9 janvier 2019 sur les crypto-actifs. Elle s'y interroge par exemple sur l'opportunité de réformer la réglementation financière européenne actuelle pour encadrer les activités liées aux crypto-actifs qualifiables d'instruments financiers*.

Il semble ainsi essentiel de nourrir ces discussions et d'y contribuer activement, notamment en leur apportant un éclairage sur les tendances de marché que notre questionnaire participerait à mesurer.

Ce questionnaire demande moins de 10 minutes pour être complété. Les retours à ce questionnaire doivent être transmis avant le 4 mars 2019. Le questionnaire peut être envoyé même si vous ne souhaitez pas répondre à l'ensemble des questions (sauf questions 1 & 6).

** voir également le rapport de l'Autorité bancaire européenne (EBA) du 9 janvier 2019.*

En partenariat avec :

Security Tokens

Les informations reçues dans le cadre de ce questionnaire doivent servir à établir une synthèse pour nourrir les discussions réglementaires avec les autorités européennes et françaises. Elles seront accessibles uniquement par le cabinet Gide Loyrette Nouel, pour le compte de l'AFGC/l'AFG/l'AMAFI et ne seront conservées que pour la durée de 3 mois à compter de la date d'expiration de la période ouverte pour répondre au présent questionnaire.

* 1. Entité

2. Ville

3. Code postal

4. Pays

5. Si vous souhaitez être recontacté par l'AFGC, l'AFG et l'AMAFI dans le cadre de leurs travaux sur les security tokens, et notamment pour recevoir la synthèse des réponses au présent questionnaire, veuillez svp renseigner votre adresse email

* 6. Domaine d'activités

- [ ] Agroalimentaire
- [ ] Chimie et industrie pharmaceutique
- [ ] Administration / Services publics
- [ ] Edition et communication
- [ ] Etudes et conseils
- [ ] Métallurgie
- [ ] Juridique
- [ ] Transports
- [ ] Commerce et distribution
- [ ] Luxe et habillement
- [ ] Technologies (hors blockchain)
- [ ] Blockchain
- [ ] Banque
- [ ] Assurance
- [ ] Gestion de fonds immobiliers
- [ ] Autres activités de gestion d'actifs
- [ ] Autres domaines financiers
- [ ] Autre (veuillez préciser)

Gide Loyrette Nouel (Association d'avocats à responsabilité professionnelle individuelle, située au 15 rue de Laborde, 75008 Paris, France) traite vos données personnelles renseignées au cours du présent questionnaire pour le compte des associations AFGC/AFG/AMAFI.
Vos données personnelles sont collectées sur la base de votre consentement, et pour pouvoir vous partager les résultats de l'étude sous forme anonymisée. Vos données personnelles sont conservées 3 mois à compter de la date d'expiration du questionnaire. Les données personnelles ne sont pas communiquées à des tiers, et ne font l'objet d'aucun transfert hors UE. Vous disposez des droits d'accès, de rectification et de suppression de vos données personnelles, ainsi que du droit de demander la limitation du traitement, et de celui de retirer votre consentement à tout moment.
Vous pouvez les exercer en écrivant à privacy@gide.com. Vous pouvez à tout moment saisir la CNIL en cas de réclamation.

En partenariat avec :

Recours aux security tokens

Comme indiqué en introduction, les « security tokens », ou « jetons financiers assimilables à des instruments financiers », pourraient être définis comme des actifs numériques, enregistrés sur une blockchain, et qualifiables d'instruments financiers (comme des actions, des obligations ou des parts ou actions de fonds d'investissement) car ils en ont les mêmes caractéristiques.

Parmi les security tokens, peuvent être distingués les « native security tokens » et les « non-native security tokens » :

- Les native security tokens désignent les actifs numériques qualifiables d'instruments financiers et inscrits sur une blockchain sans être précédés d'une émission de titres classiques (par exemple des actions ou obligations inscrites dès leur émission sur une blockchain) ;
- Les non-native security tokens sont des actifs numériques « tokenisant » des instruments financiers ayant fait l'objet préalablement d'une émission classique (par exemple des parts de fonds d'investissement émises classiquement puis enregistrées sur une blockchain par des souscripteurs). Certains les comparent aux « deposit receipts » en tant qu'instruments permettant de représenter des titres sous-jacents émis par un émetteur tiers.

Même si les native security tokens et les non-native security tokens restent tous des security tokens, ils ont des caractéristiques différentes. Ils peuvent présenter des risques distincts, notamment en termes de transformation de liquidité/maturité. Chacune de ces catégories pourrait appeler des réponses réglementaires différentes.

7. Vous intéressez-vous aux security tokens ?

- ◯ Oui
- ◯ Non

8. Etes-vous d'accord avec la définition proposée ci-dessus des security tokens ?

- ◯ Oui
- ◯ Non

Si non, quelle serait la définition la plus appropriée ?
Pouvez-vous fournir des exemples de crypto-actifs dont la qualification est délicate au regard de cette définition (par exemple parce qu'ils ne représentent pas un « instrument financier » au sens juridique, mais constituent néanmoins un outil d'investissement) ?

9. Etes-vous d'accord avec la pertinence de distinguer les native security tokens des non-native security tokens ?

- ◯ Oui
- ◯ Non

Commentaire (veuillez préciser)

10. Quels avantages identifiez-vous en lien avec l'utilisation des security tokens par rapport à des instruments financiers traditionnels ? Si vous identifiez plusieurs des avantages identifiés ci-dessous, pouvez-vous les classez par ordre d'importance (1 étant le plus important) ?

- Réduction des coûts
- Automatisation des exigences réglementaires ou de contraintes contractuelles par des smart contracts
- Automatisation de la gestion des évènements affectant la vie des titres par des smart contracts
- Meilleure profondeur de marché et liquidité
- Optimisation du règlement-livraison
- Capacité à toucher de nouvelles catégories d'investisseurs potentiels
- Fractionnement de la propriété des actifs
- Diversification des investissements

11. Identifiez-vous d'autres avantages ?

12. Développez-vous, ou prévoyez-vous de développer, des activités en lien avec les security tokens ?

- ◯ Oui
- ◯ Non
- ◯ Ne se prononce pas

En partenariat avec :

Security Tokens

13. Si oui, à quel type de blockchain envisagez-vous de recourir ?

- ☐ Blockchain publique
- ☐ Blockchain privée
- ☐ Commentaire

14. Si oui, quel type d'activités développez-vous ou prévoyez-vous de développer?

- [ ] Emission de security tokens (via par exemple une société émettrice ou un fonds d'investissement)
- [ ] Prestation(s) de services impliquant des security tokens (exemples : conseil sur security tokens, gestionnaire de plateformes de négociation etc.)
- [ ] Investissement dans des security tokens pour compte propre
- [ ] Investissement dans des security tokens pour compte de tiers (à titre individuel ou à titre collectif via des fonds d'investissement)
- [ ] Ne se prononce pas
- [ ] Autre (veuillez préciser)

15. Développez-vous, ou prévoyez-vous de développer ces activités pour compte propre ou pour compte de tiers ?

- [ ] Compte propre
- [ ] Compte de tiers
- [ ] Autre (veuillez préciser)

16. Quel dispositif avez-vous mis ou prévoyez-vous de mettre, en place pour la conservation des security tokens ?

17. Vos activités impliquent-elles des native security tokens ou des non-native security tokens (cf. définition ci-dessus) ?

- ( ) Uniquement des native security tokens
- ( ) Uniquement des non-native security tokens
- ( ) Des native et des non-native security tokens

18. Pouvez-vous décrire comment sont, ou seraient, structurés les security tokens en question ? (asset backed security tokens, titrisation, autres, etc.)

19. A quelle qualification juridique correspond les security tokens auxquels vous avez ou prévoyez d'avoir recours ?

- [ ] Titres de capital
- [ ] Titres de créances
- [ ] Parts/actions de fonds d'investissement
- [ ] Dérivés
- [ ] Autre (veuillez préciser)

20. La structuration des security tokens requiert-elle l'accès à des données externes ?

- ( ) Oui
- ( ) Non

21. Si la structuration des security tokens requiert l'accès à des données externes, comment vous assurez vous de la fiabilité des données reçues ?

22. Comment entendez-vous distribuer les security tokens ?

- [ ] Distribution au grand public
- [ ] Distribution à un nombre limité d'investisseurs
- [ ] Distribution auprès d'investisseurs professionnels uniquement
- [ ] Autre (veuillez préciser)

AFGC
Amafi Association française des marchés financiers
LES PROFESSIONNELS DE LA BOURSE ET DE LA FINANCE
afg
En partenariat avec :
GIDE
pwc
CONSENSYS

Security Tokens

Régime juridique applicable en cas de recours aux security tokens

La qualification de security tokens entraine en général l'application de la réglementation en matière financière (dans l'Union Européenne, la Directive MIFID, le règlement Prospectus, etc.).

23. Avez-vous identifié le régime juridique applicable à vos activités impliquant les security tokens ?

- ◯ Oui
- ◯ Non

Security Tokens

24. Si vous agissez ou prévoyez d'agir en tant qu'émetteur de security tokens (via une société émettrice ou un fonds d'investissement), quel est ce régime ?

- ☐ Règlement européen Prospectus (n°2017/1129) sur l'offre au public/placement privé
- ☐ Directive européenne AIFM (n°2011/61/UE) sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs
- ☐ Directive européenne (n°2009/65/CE) sur les organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM)
- ☐ Autre (veuillez préciser)

25. Si l'émission de security tokens est soumise au réglement Prospectus, prévoyez-vous d'être obligé de publier un prospectus ou de bénéficier d'une exemption, notamment en cas de placement privé ?

- ◯ Oui, l'émission donnera lieu à l'établissement d'un prospectus
- ◯ Non, l'émission ne donnera pas lieu à l'établissement d'un prospectus

Commentaire

26. Si vous agissez ou prévoyez d'agir en tant que prestataire de services sur security tokens, quel est ce régime ?

- ☐ Directive européenne MIFID (n°2014/65/UE) sur les marchés d'instruments financiers
- ☐ Directive européenne DDA (n°2016/97) sur la distribution d'assurances
- ☐ Directive européenne DSP2 (n°2015/2366) sur les services de paiement
- ☐ Régime national sur la fourniture de service d'investissement
- ☐ Autre (veuillez préciser)

27. Quel dispositif prévoyez-vous de mettre en place en termes de règlement / livraison des security tokens ?

28. Si vous agissez ou prévoyez d'agir pour investir dans des security tokens pour compte de tiers, quelle est la nature des investisseurs pour lesquels vous agissez ?

- ☐ Personnes physiques domiciliées en France
- ☐ Personnes physiques domiciliées dans l'Union européenne (hors France)
- ☐ Personnes physiques domiciliées hors Union européenne
- ☐ Personnes morales immatriculées en France
- ☐ Personnes morales immatriculées dans l'Union européenne (hors France)
- ☐ Personnes morales immatriculées hors Union européenne

29. Si vous agissez ou prévoyez d'agir pour investir dans des security tokens pour compte de tiers et à titre collectif, quelle est la nature du véhicule d'investissement que vous utilisez ?

- ☐ Véhicule français
- ☐ Véhicule domicilié dans l'Union européenne (hors France)
- ☐ Véhicule hors Union européenne

30. Si vous agissez ou prévoyez d'agir pour investir dans des security tokens pour compte de tiers et à titre collectif, à quelle proportion le véhicule d'investissement est-il investi en security tokens ?

- ◯ Uniquement investi en security tokens
- ◯ Partiellement investi en security tokens

Security Tokens

Limites et besoins d'amélioration du régime applicable aux security tokens

Le développement d'activités sur security tokens peut se heurter à des difficultés, tant d'un point de vue technique, opérationnel que juridique. L'identification de ces limites est essentielle pour alimenter les discussions réglementaires en cours sur l'encadrement approprié des security tokens.

31. Identifiez-vous des éléments limitant les possibilités de recours aux security tokens ?

- ◯ Oui
- ◯ Non

Security Tokens

32. Si oui, de quelle nature?

- ☐ Juridique
- ☐ Opérationnelle
- ☐ Technique
- ☐ Autre (veuillez préciser)

33. Identifiez-vous des problématiques comptables ou fiscales spécifiques au recours aux security tokens par rapport au régime comptable et fiscal applicable aux instruments financiers ?

34. Identifiez-vous des problématiques juridiques ou réglementaires liées à l'application au security tokens du cadre réglementaire actuel?

Les informations contenues dans le présent document ont un objet exclusivement général et sont issues de réponses à un questionnaire public. Elles ne peuvent en aucun cas être utilisées comme un substitut à une consultation rendue par un professionnel. En tout état de cause, en aucun cas la responsabilité des auteurs ne pourra être engagée du fait ou à la suite d'une décision prise sur la base des informations contenues dans le présent document.
© 2019. Tous droits réservés.