

PROJET DE DECRET D'APPLICATION BLOCKCHAIN

- CONTRIBUTION DE L'AMAFI

Commentaire général

Le 18 avril dernier, la Direction Générale du Trésor (DGT) a transmis à l'AMAFI, pour consultation, un projet de décret d'application des ordonnances n° 2016-520¹ et n° 2017-1674².

L'AMAFI remercie la DGT de lui permettre de contribuer à la création d'un cadre législatif qui tient compte de l'émergence des nouvelles technologies au sein de l'écosystème des marchés financiers, en consultant l'Association sur ce projet.

Pour l'AMAFI en effet, il convient de tirer tous les avantages que procurent ces technologies au service des acteurs économiques. Dans cette optique, les ordonnances n° 2016-520 et n° 2017-1674 constituent des opportunités pour le financement de l'économie réelle et l'attractivité de la Place de Paris :

- Le recours aux dispositifs d'enregistrement électroniques partagés (DEEP) réduit les coûts d'intermédiation tout en apportant davantage de sécurité au bénéfice des acteurs à besoin de financement ;
- L'ouverture de l'écosystème français aux DEEP contribue à l'attractivité grandissante de la Place de Paris, qui s'affirme comme précurseur en Europe ;
- Si elle prouvait son succès, l'expérimentation des DEEP dans le monde des titres financiers non cotés pourrait appeler à étendre l'utilisation des innovations financières aux restes des titres négociés sur des marchés, ce qui conforterait l'initiative française tout en attestant de l'efficacité de la technologie des chaînes de blocs et encourageant l'intérêt qu'il convient de leur porter.

En cohérence avec les constats précédents, l'analyse de l'AMAFI est fondée sur le pilier suivant : le DEEP est un outil, une technologie, qui permet l'inscription de certains instruments financiers au même titre qu'un registre papier ou une feuille Excel. Par conséquent, le recours au DEEP par un émetteur ne doit pas le contraindre plus lourdement que si celui-ci enregistre ses titres dans un compte, comme c'est le cas aujourd'hui. C'est pourquoi l'AMAFI est favorable à l'orientation prise par la DGT de ne pas imposer des obligations supplémentaires à l'émetteur (ou son mandataire), ou de lui imposer un nouveau statut, au motif qu'il utilise les nouvelles technologies financières. En revanche, ce choix implique une compréhension approfondie de la *Blockchain* et de son fonctionnement. Il est donc indispensable que le DEEP respecte des exigences minimales en matière de (cyber)sécurité, et permette à l'émetteur (ou son mandataire) de remplir les obligations qui lui incombent lorsqu'il tient le registre.

L'AMAFI continuera à s'impliquer sur les enjeux inhérents à la révolution technologique dans le monde financier, et par conséquent contribuera aux travaux actuels et futurs menés par les pouvoirs publics.

¹ Ordonnance n°2016-520 du 28 avril 2016 relative aux bons de caisse.

² 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.

En effet, il ne fait aucun doute que ces travaux n'en sont qu'à leurs prémises, et que de nombreuses réflexions devront encore être menées. Par exemple, le périmètre restreint de l'ordonnance à l'univers non coté (à l'exception de certains titres) nécessite de considérer, à moyen terme, la question du passage à la cotation d'un titre inscrit dans un DEEP. Faudra-t-il revenir vers une tenue « classique » des titres dans un compte, ou au contraire envisager une évolution réglementaire de sorte à maintenir la tenue de titres initialement non cotés dans un DEEP (sachant que, à l'heure de cette ordonnance, certains titres inscrits dans un DEEP pourront tout de même être négociés sur une plateforme) ?

Les commentaires de l'AMAFI sont déclinés ci-dessous. Ils ne concernent que les dispositions du Code monétaire et financier, et ne portent pas sur les dispositions relatives au nantissement.

Commentaires sur le contenu du projet (Code monétaire et financier)

❖ Article R. 211-2-1 (nouveau)

Nous proposons ci-dessous une légère reformulation de l'article.

Afin de rester cohérent avec le reste de la rédaction de cette sous-section 2, il conviendrait de conserver la mention aux « titres financiers » plutôt que de les décliner (titres de capital, parts, actions).

« Les statuts de la société par actions ou le règlement ~~de la société par actions~~ de l'organisme de placement collectif ou le contrat d'émission des titres de créance fixent les conditions dans lesquelles il est décidé d'inscrire une catégorie de titres financiers ~~de capital ou de parts ou actions~~ dans un dispositif d'enregistrement électronique partagé. »

❖ Article R. 211-5

Paragraphe 1 et 2

La rédaction actuelle n'inclut pas la négociation des titres sur les systèmes organisés de négociation (*Organised Trading Facilities*, OTF). C'est pourquoi nous proposons de faire référence aux « plateformes de négociation » au sens de l'article L420-1 du Code monétaire et financier qui regroupe les marchés réglementés, les systèmes multilatéraux de négociation et les systèmes organisés de négociation.

« Les titres financiers à forme obligatoirement nominative ne peuvent être négociés sur une plateforme de négociation³ ~~un marché réglementé ou sur un système multilatéral de négociation~~ qu'après avoir été placés en compte d'administration.

Les titres financiers qui ne revêtent pas la forme obligatoirement nominative ne peuvent être négociés sur une plateforme de négociation ~~un marché réglementé ou sur un système multilatéral de négociation~~ que sous la forme au porteur. »

³ Définition à l'article L. 420-1 du Code monétaire et financier.

Paragraphe 3

- ❖ Le premier point concerne la notion de « négociation sous forme nominative » qui ne semble pas avoir de réalité sous-jacente.

Selon la réglementation actuelle, lorsqu'un titre, même détenu au nominatif, est négocié sur une plateforme de négociation, alors il revêt automatiquement la forme au porteur. Le concept de « négociation sous forme nominative » n'existe pas et, si l'intention est d'introduire cette nouvelle forme de négociation, il conviendrait alors qu'un texte vienne préciser ce concept. De façon alternative, l'article pourrait être rédigé en cohérence avec le premier paragraphe du même article (voir « Conclusion » ci-dessous).

- ❖ Le second point concerne le périmètre des titres négociables pouvant être inscrits dans un DEEP.

La question des titres de créances négociables

Notre analyse est que les titres de créance négociables (TCN, déclinés à l'article D. 213-1-I du Code monétaire et financier) sont des titres financiers au sens de l'article L. 211-1 du Code monétaire et financier et des valeurs mobilières au sens de l'article 4.1.44 de la directive MiFID 2 et de l'article L. 228-1 du Code monétaire et financier.

En vertu de l'article 3 du règlement CSDR, les valeurs mobilières négociées sur une plateforme de négociation doivent être admises aux opérations d'un dépositaire central de titres (CSD). Ainsi, les TCN ne peuvent faire l'objet d'une inscription dans un DEEP, dont le périmètre est limité aux titres non admis aux opérations d'un CSD.

Une autre analyse dont nous avons eu connaissance consisterait à distinguer les TCN à court terme (moins d'un an), qui seraient alors qualifiés d'instruments du marché monétaire (et donc distincts des valeurs mobilières, tel que cela est mis en exergue dans la liste des instruments financiers de la section C de l'annexe I de la directive MiFID 2) des TCN à moyen terme, qui appartiendraient effectivement aux valeurs mobilières. Si cette analyse était fondée, la rédaction actuelle de l'article R. 211-5 §3 devrait alors citer les seuls titres négociables à court terme, car seuls ces instruments échapperaient au champ d'application de l'article 3 du règlement CSDR et pourraient donc être inscrits dans un DEEP.

Indépendamment de ces analyses, les dispositions actuelles qui intègrent les TCN dans le champ de l'ordonnance semblent de bon sens.

La question des parts et actions d'OPC

A l'instar de ce que prévoit le projet de décret, il paraît sans équivoque que les parts d'OPC - n'étant pas des valeurs mobilières – ne sont pas obligatoirement admises aux opérations d'un CSD lorsqu'elles sont négociées sur une plateforme de négociation. Les parts d'OPC peuvent par conséquent être inscrites dans un DEEP plutôt qu'un compte-titres si l'émetteur le décide, quand bien même elles peuvent se voir traiter sur les marchés.

La question se pose néanmoins s'agissant des actions d'OPC, car seules les parts d'OPC sont clairement distinguées des valeurs mobilières dans la section C de l'annexe I de la directive MiFID 2.

Conclusion

Ainsi, au regard des différents commentaires qui ont été exprimés, l'AMAFI propose les modifications suivantes au troisième paragraphe créé au sein de l'article R. 211-5 :

« Toutefois, dès lors qu'ils sont inscrits dans un dispositif d'enregistrement électronique partagé, les parts ~~ou actions~~ d'organismes de placement collectif ~~et les titres de créance négociables~~ peuvent être négociés ~~sous la forme nominative sur une plateforme de négociation un marché réglementé ou sur un système multilatéral de négociation après avoir été placé dans un compte d'administration.~~ »

❖ Article R. 211-10 (nouveau)

Constat général

Cet article est fondamental au sens où il clarifie les exigences imposées au DEEP. Nous avons d'ores et déjà pu soulever un certain nombre de points sur lesquelles la réflexion mérite d'être approfondie, sans prétendre à l'exhaustivité compte tenu du temps qui nous était imparti.

D'une part, de manière générale, telles que rédigées, les caractéristiques attendues d'un DEEP ne peuvent toutes s'appliquer à la fois aux chaînes de blocs publiques et aux chaînes de blocs privées. Il existe certaines incohérences.

Or l'AMAFI considère qu'à ce stade de connaissances et d'expérimentation de cette technologie et de ses applications possibles, la notion de DEEP devrait permettre de couvrir à la fois les chaînes de blocs publiques et les chaînes de blocs privées. C'est pourquoi ces incohérences devraient être corrigées pour considérer toutes les *Blockchains*.

D'autre part, la description du DEEP qui résulte de l'énoncé de ces caractéristiques tend à décrire des bases de données classiques, où il serait possible d'inscrire toute l'information que l'on voudrait. Or ce n'est pas le cas, car en réalité, seules des traces cryptographiques (par exemple, les résultats de « *hashs* ») constituent le registre issu de la chaîne de blocs (à l'instar du protocole *Bitcoin*).

Ainsi, l'intention est-elle que le DEEP couvre un champ plus large que les seules chaînes de blocs ? Ce qui peut être déduit de l'emploi de l'expression DEEP plutôt que de celle de chaîne de blocs ou de registre distribué. Ainsi, un protocole comme le *Tangle* - qui est un *distributed ledger* mais qui n'est pas une *Blockchain* - pourrait constituer un DEEP au sens de la législation française.

Ce constat général est explicité par des commentaires spécifiques portant sur chacune des dispositions de l'article R. 211-10.

Remarques sur les éléments présents dans l'article

Paragraphe I.1

En présence de chaînes de blocs privées, la garantie de la conservation, de l'intégrité et de l'immutabilité des inscriptions ne peut pas, en pratique, être assurée. En effet, par définition, ce type de *Blockchain* se distingue des vrais registres publics décentralisés car seul un nombre restreint de nœuds – pré-enregistrés par une autorité centrale décisionnaire - détiennent le droit d'accéder aux données du registre et de soumettre des transactions, et le pouvoir de les valider. Ainsi, à la discrétion de la gouvernance de la chaîne de blocs privée, il est tout à fait possible de modifier, à tout moment, les informations de la chaîne de blocs. Dès lors, la confiance que l'on pourrait conférer aux informations de la

chaîne de blocs (et donc leur intégrité et leur inaltérabilité) est directement liée à la confiance que l'on accorde aux maîtres nœuds de la *Blockchain* privée, ce qui ne peut répondre à la première exigence prévue par l'article R. 211-10.

Paragraphe I.2

La question de l'identification « indirecte » des propriétaires des titres mérite d'être posée.

D'une part, il serait pertinent de préciser quels procédés permettent d'identifier indirectement le propriétaire des titres. D'autre part, il s'agirait de s'interroger si l'identification indirecte du propriétaire est une option souhaitable qu'il conviendrait ou non de maintenir (au regard, notamment, de la façon dont ces propriétaires doivent être identifiés lorsque l'inscription de leurs titres est opérée en compte-titres).

Le Règlement général pour la protection des données personnelles (RGPD) indique, à l'article 4.1, qu'un « identifiant » ou que « des éléments spécifiques propres » à l'identité de la personne pourrait permettre son identification indirecte.

L'article R. 228-7 du Code de commerce impose à la société émettrice de tenir la liste des titulaires de ses titres, en collectant a minima l'information sur leur domicile. Ainsi, il conviendrait de vérifier s'il est attendu que ces titulaires soient (ou non) directement identifiés dans cette liste. D'autant que l'article R. 228-10 §3 prévoit que d'autres fichiers puissent être constitués, dans lesquels les propriétaires des titres sont identifiés directement par leur nom. Auquel cas la deuxième exigence posée par l'article R. 211-10 doit être cohérente.

Enfin, dès lors que l'émetteur ou son mandataire entre dans le champ de l'article L. 561-2 du Code monétaire et financier, il pourrait être intéressant d'apprécier l'opportunité que le DEEP identifie également le bénéficiaire effectif des propriétaires de titres.

Paragraphe I.4

S'agissant des chaînes de blocs publiques, il est difficile de comprendre ce que signifie la mise en place d'un « dispositif externe de conservation périodique » et un « plan actualisé d'arrêt d'activité ».

Si l'on considère le protocole Bitcoin qui ne respecterait pas la condition 4 de l'article R. 211-10, il s'avère plus sûr qu'un DEEP qui la satisferait. En effet, ce n'est pas tant le niveau de réplication du registre, mais la robustesse et la sécurité de la technologie *Blockchain*, qui permet de garantir la véracité et la pérennité des données qui y sont enregistrés (cf. proposition ci-dessous).

Proposition : introduire des dispositions relatives à la cybersécurité

Parmi les caractéristiques exigées d'un DEEP, l'article R. 211-10 ne requiert aucune obligation relative à des standards minimaux en matière de cybersécurité. Il semble pourtant capital, au regard même de ce qu'est la technologie *Blockchain*, que le DEEP justifie d'un certain niveau de sécurité informatique et cryptographique qui puisse assurer à la fois une probabilité négligeable de défauts dans le système (dans sa conception et son fonctionnement), et une extrême robustesse quant à des tentatives cybercriminelles (piratage, falsification ou destruction du registre, etc.).

