



Réponse de l'Association Française de la Gestion financière (AFG) à consultation publique sur le projet de réformes législative et réglementaire relatif à la Blockchain

Contexte et enjeux de cette consultation pour les activités de gestion d'actif

L'utilisation de la Blockchain concerne tant la gestion de l'actif que la gestion du passif. Ces différents usages de la Blockchain, à l'actif et au passif, impacteront le circuit actuel de l'information, d'une part avec les parties prenantes (dépositaires, teneurs de compte, asset servicers, distributeurs, fournisseurs de données, émetteurs...) et d'autre part également en interne entre les différents services.

A l'actif (liste non exhaustive) :

- ✓ Post trade,
- ✓ Process de vote aux assemblées,
- ✓ Gestion des OST,
- ✓ Gestion du collatéral,
- ✓ Registre d'actionnaires,
- ✓ Reporting de transaction MIF, EMIR, SFTR,
- ✓ Reporting régulateur AIFM...

L'adoption des DLT ne pourra avoir des effets positifs significatifs pour l'industrie de la gestion collective que dans une approche globale permettant d'envisager le décommissionnement de certains éléments d'infrastructures postmarchés actuels au profit d'un (ou de) dispositif(s) de substitution plus performant(s), par exemple en apportant des capacités de traitement homogénéisées des titres cotés et non cotés.

Dès lors, plusieurs points revêtent une importance tout à fait critique :

- l'interopérabilité des dispositifs de DLT qui pourraient porter le registre émetteur des différents instruments financiers visés
- les scénarios de déploiement de ces nouveaux dispositifs avec les systèmes de DVP actuels (T2S)
- globalement, le traitement du cash associé aux opérations financières
- les modalités d'annonces et de réponse aux OST des titres dont les registres émissions seront gérés sur les DLT
- la gouvernance des opérateurs qui administreront ces DLT (dans des « logiques » d'opérateurs d'infrastructures post marchés).

Au passif (liste non exhaustive) :

- ✓ Distribution d'un fonds d'investissement,
- ✓ Vente directe de fonds à l'investisseur grâce à PSD2,
- ✓ La tenue du registre des porteurs de parts (la fonction tenue de registre émetteur)
- ✓ Le cycle de vie des fonds comprenant la gestion des événements des OPC de la création à la dissolution,
- ✓ Le suivi et le paiement des rétrocessions,

- ✓ L'information des porteurs, l'harmonisation de l'actualisation des documents (Fact sheet, KIID),
- ✓ Le marquage des ordres...

L'industrie de la gestion collective est soumise à :

- un changement des habitudes de consommation des utilisateurs finaux (ici les investisseurs) marquée par une digitalisation croissante ;
- une pression forte sur ses marges ;
- des obligations croissantes de due diligence sur les investisseurs ou les distributeurs de ses OPC ;
- la nécessité de drainer vers ses fonds l'épargne issue des zones du monde à forte croissance économique.

La possibilité de recourir à une technologie permettant d'apporter des réponses modernes et efficaces à ces problématiques revêt une dimension stratégique. Ceci semble être tout particulièrement le cas de l'utilisation de la technologie DLT dans la gestion du passif afin que :

- puissent être gommées les différences de fonctionnement entre la tenue de registre telle qu'on peut la connaître au Luxembourg par exemple et le modèle avec dépositaire central comme pratiqué en France via une tenue de registre émetteur directement dans un dispositif de Blockchain donnant à l'émetteur une vue nominative exhaustive et automatisée du registre des investisseurs ;
- puisse être facilité l'essor des modèles de distribution D2C pour les émetteurs qui le souhaiteraient en offrant un canal sécurisé de gestion des ordres direct des investisseurs ;

A cet égard, il est tout particulièrement important de noter pour l'industrie de la gestion collective, qu'il existe sur des places financières voisines des projets déjà très avancés et ambitieux de plateformes développées sur des technologies Blockchain dédiées à la gestion des opérations de souscriptions rachats sur OPC et à la tenue de registre émetteurs en vue de réduire les coûts administratifs et de fluidifier les transactions et autres processus dans la distribution de fonds.

Dans ce contexte, le projet d'ordonnance concernant l'utilisation des DLT par les acteurs de la gestion collective devra tout particulièrement veiller à être évidemment protecteur pour les investisseurs mais aussi ambitieux pour la Place de Paris afin de renforcer la compétitivité de l'industrie de la gestion collective française.

Ainsi le projet d'ordonnance devrait insister sur les points clés suivants :

- le choix pour un émetteur de recourir à un dispositif de DLT pour la tenue du registre émetteur de ses différents OPC sera de sa seule responsabilité
- cette tenue de registre pourra s'appliquer à des fonds domiciliés en France ou dans un pays de l'Union Européenne
- les opérateurs de DLT qui proposeront ce type de service devront se conformer à des obligations de gouvernance, de sécurité, de continuité de service et d'interopérabilité adaptées aux besoins de l'industrie financière.

Question 1 : Est-il, selon vous, possible d'introduire à droit constant un DLT pour permettre la représentation et/ou la transmission des titres financiers ? Le cadre législatif et réglementaire actuel est-il suffisant pour répondre à vos attentes relatives à l'utilisation de DLT ? Dans la négative, veuillez préciser les dispositions qui, selon vous, pourraient faire obstacle au développement de cette technologie.

La technologie DLT est en pleine évolution, le cadre opérationnel est encore difficile à appréhender, il semble que l'utilisation de la technologie offre également beaucoup de possibilités en terme d'amélioration des processus intra-entreprise, intra-groupe et inter-entreprises. Une approche à droit constant devrait être privilégiée, tout en permettant, de garder le potentiel disruptif que peut apporter la DLT. En effet, l'option 3 (paragraphe 3.2) permettrait que les titres financiers soient représentés par une inscription dans le DLT (reconnaissance de propriété), ce qui se substituerait au besoin d'inscriptions en compte.

Question 2 : Avez-vous identifié des zones d'insécurité juridique dans le déploiement de telles architectures ?

Les zones d'insécurité à droit constant dans le déploiement de telles architectures résident notamment dans :

- l'articulation avec les dispositifs de cash pour le règlement des transactions appréhendées via un DLT
- la reconnaissance des effets juridiques, en termes de transfert de propriété titre, de l'inscription d'une transaction dans une chaîne de blocs au bénéfice des parties à la transaction
- le partage des responsabilités entre émetteurs qui auront choisi d'utiliser un DLT pour la tenue du registre émetteur de leurs titres et l'opérateur en charge de la plateforme de DLT utilisée. Cf. les remarques faites en préambule pour les acteurs de la gestion d'actif pour qui les gestionnaires de DLT qui offriront aux sociétés de gestion des fonctionnalités de tenue de registre émetteur et de centralisateurs d'ordres devront être vus par analogie « comme des opérateurs d'infrastructure de marchés et régulés dans le même esprit ».
- les processus de back up et de remédiation à prévoir en cas de défaillance systémique, de fonctionnement contraire à l'intention des parties (bug de codes) ou de cybercriminalité.

Question 3 : au vu de l'analyse ci-dessus sur le champ des titres financiers potentiellement couverts par l'ordonnance, considérez-vous que certains de ces titres financiers doivent être exclus de l'ordonnance ? Si oui, pour quelles raisons précises ? Au contraire, considérez-vous que certains types de titres non mentionnés ci-dessus pourraient être éligibles ?

Une limitation a priori des instruments susceptibles d'être transmis et représentés dans un DTL serait préjudiciable à l'épanouissement de la technologie.

Trois précisions :

- Inclure expressément les titres financiers disposant d'un régime spécifique, en l'occurrence les parts de sociétés civiles de placement immobilier (SCPI) et de sociétés d'épargne forestière (SEP) qui sont des titres financiers mais ne sont pas négociables (L. 211-14 du code monétaire et financier).
- Indiquer que les valeurs mobilières composées visées à l'article L. 228-91 du code de commerce sont également comprises dans le champ de l'ordonnance.
- Inclure les parts sociales

Question 4 : Considérez-vous qu'il soit nécessaire de modifier les conditions dans lesquelles s'effectue la représentation des titres financiers ? Dans quelle mesure (et sous quelles conditions) un DLT peut-il être assimilé à un compte-titre tenu par un teneur de compte-conservateur ?

Question 5 : Quelles seraient les modifications législatives nécessaires dans ces différents cas ? Quels seraient notamment les impacts juridiques connexes relatifs aux notions de propriété, acte authentique et opposition aux tiers ?

Question 6 : Laquelle des trois options présentées vous semble être la plus opportune, et pour quelles raisons ?

Question 7 : Quelles seraient les modifications législatives nécessaires dans ces différents cas ? Quels seraient notamment les impacts juridiques connexes relatifs aux notions de propriété, acte authentique et opposition aux tiers ?

Réponses 4, 5, 6 et 7 :

Si aujourd'hui, plusieurs concepts d'utilisation de DLT ont déjà prouvé leur capacité à s'adapter au monde des titres financiers – y compris en droit positif –, il est certain que le DLT révélera de nouvelles perspectives d'utilisation qu'il serait dommageable de brider par une législation trop stricte.

La définition de son cadre juridique devrait donc être suffisamment souple pour permettre à ses futurs opérateurs de développer plus librement leurs technologies.

L'habilitation poserait ainsi les premiers jalons du régime de la transmission et de la représentation de titres financiers non cotés dans le DLT et proposerait une base concrète de réflexion pour une application aux titres admis aux opérations d'un dépositaire central.

Un tel régime, favorisant l'essor d'une industrie FinTech française, permettra en outre à la France de définir les premiers standards de fonctionnement réglementaire du DLT et asseoir son influence en la matière.

Cela étant exposé, il est préférable de concevoir un régime dans lequel l'inscription dans le DLT représenterait le droit de propriété du titulaire sur son titre afin d'utiliser au mieux le potentiel du DLT (option n° 3). Par souci de parallélisme, le régime de la représentation devrait être le même que le régime de la transmission.

Dans cette circonstance, le registre distribué n'aurait pas à être, à proprement parler, un « compte ». Pour autant la loi pourrait lui conférer la valeur d'un compte-titres, notamment en donnant à l'inscription dans le registre distribué les mêmes effets que l'inscription en compte (cf. réponse au point 1).

Toutefois, la réglementation ne devrait pas empêcher les émetteurs de choisir l'option 1 ou 2. Il reviendra à la loi de déterminer spécifiquement les conditions de fonctionnement du DLT et la valeur à donner aux inscriptions qui y sont effectuées.

Question 8 : Quelles mesures législatives relatives à la partie espèces des transactions sur titres financiers vous semblent de nature à favoriser la transmission des titres au moyen d'un DLT ? Considérez-vous ces mesures comme absolument nécessaires au bon fonctionnement du dispositif ?

Idéalement, il conviendrait, comme dans les dispositifs actuels de règlement / livraison titres contre cash que les devises « légales » (fiat currency) puissent également être représentées dans les Blockchains pour sécuriser les transactions sur instruments financiers pouvant être traités dans ces dernières.

Cette approche permettrait d'exploiter davantage le potentiel du DLT et notamment son aptitude à dénouer rapidement une transaction (limitant ainsi la survenance de risques de crédit). C'est cet aspect qui constitue le caractère potentiellement révolutionnaire du DLT et qui sera au centre des prochains développements en matière d'infrastructure de marché. Cette opportunité doit être saisie par le gouvernement / les régulateurs. De sorte, le DLT poserait ainsi les premiers jalons d'un nouveau modèle d'infrastructure de marché plus rapide et plus résilient.

A l'heure actuelle, il n'est pas possible de faire transiter de la monnaie légale dans la Blockchain. Pour autant, la Blockchain permet de faire circuler soit des crypto monnaies, soit des tokens (c'est-à-dire des jetons électroniques prenant pour référence une monnaie légale et permettant au DLT de poursuivre le traitement de ladite transaction en ayant la « preuve que le cash associé à la transaction a été « réservé » dans le monde « réel »).

Dans ce contexte, le transfert de la propriété du titre ou l'émission de part serait concomitant au transfert de l'information, laquelle permettra au vendeur ou à l'émetteur de titres d'obtenir in fine son règlement en monnaie légale.

En toute circonstance, la mise en place d'un règlement en monnaie banque centrale/commerciale demeure la seule solution sécurisée. Elle permettrait notamment :

- De limiter le risque de change cryptomonnaie/monnaie légale que pourrait porter un participant au marché (si le DLT fonctionnait au moyen une cryptomonnaie) ;
- De limiter le risque de crédit porté sur l'émetteur de la cryptomonnaie/token.

Question 9 : Quelle architecture vous semble devoir être retenue (selon des critères d'efficacité du dispositif mais aussi de faisabilité) ? La présence d'un gestionnaire du DLT vous paraît-elle nécessaire ou un fonctionnement décentralisé est-il envisageable ? Si un gestionnaire est jugé nécessaire, quel acteur (émetteur, intermédiaire financier, CSD...) pourrait jouer ce rôle et quelles seraient ses missions et responsabilités ?

Les technologies DLT vont continuer d'évoluer, elles doivent être en mesure d'intégrer les nouvelles évolutions technologiques. Les acteurs feront le choix de leur architecture DLT ouvert ou fermé en fonction de leur propre écosystème. Un point essentiel : l'interopérabilité entre les DLT privés et publics, peu importe les technologies choisies.

L'ordonnance doit être « axiologiquement neutre » sur la technologie retenue par le DLT et laisser aux opérateurs et émetteurs le choix de la technologie. L'ordonnance ne devrait pas brider ab initio le mode de fonctionnement du DLT au risque de fragiliser ses perspectives de développement. Bien qu'un DLT ouvert puisse être plus difficile à mettre en œuvre (notamment sur la question de sa supervision), il constitue le type de registre le plus sûr et le plus transparent. De plus, le caractère ouvert du DLT n'empêche pas que soient introduites certaines dispositions relatives à la gouvernance de la chaîne. Ainsi, le DLT pourra prévoir que certains participants (des « oracles », en l'occurrence ici l'émetteur

des titres) puissent opposer un veto à une transaction si elle ne remplit pas les conditions requises pour le transfert de propriété des titres (par exemple, dans le cas où une clause d'agrément n'aurait pas été respectée).

Question 10 : Quel serait le partage de rôles et de responsabilités (notamment en cas de contentieux) entre les différents intervenants (émetteur des titres, intermédiaires financiers, investisseurs, éventuel gestionnaire du DLT) ? Comment ce partage des rôles et responsabilités serait-il défini ? Quid en cas de défaillance d'un des participants du DLT, ou de problème émanant du réseau lui-même ? D'autres acteurs pourraient-ils être amenés à intervenir ? Si oui, veuillez préciser lesquels et selon quelles modalités.

La responsabilité de la bonne tenue effective du registre doit être supportée par l'émetteur. C'est en effet l'émetteur qui choisira d'inscrire ses titres dans un DLT et, le cas échéant, qui choisira l'intermédiaire qui agira en tant qu'opérateur du registre distribué.

Ce régime n'est d'ailleurs pas différent du régime actuel. Il revient à l'émetteur de s'assurer de la bonne tenue du registre de mouvement de titres auprès des actionnaires, sans préjudice d'un éventuel recours récursoire de sa part à l'encontre de la personne ou l'entité qui tient le registre pour son compte (souvent un expert-comptable).

Les acteurs de la gestion d'actifs considèrent comme hautement souhaitable que les administrateurs des DLT qui offriront aux émetteurs les services susvisés soient régulés de façon analogue ou adaptée à des opérateurs d'infrastructure de marché, peut être en faisant une distinction entre gouvernance technique d'un dispositif de Blockchain et gouvernance fonctionnelle.

La gouvernance technique traiterait des responsabilités des opérateurs de Blockchain vis-à-vis des utilisateurs de ladite Blockchain (par exemple les émetteurs) afin de garantir à ces derniers que le DLT concerné fonctionne selon des règles de gouvernance et de sécurité satisfaisantes :

- Permanence du service (PCA, etc)
- Performance de fonctionnement
- Suivi des évolutions technologiques nécessaires relatives aux protocoles utilisés
- Certification des établissements habilités à utiliser l'infrastructure concernée.
- Sécurité des data transitant par la plateforme
- Quels dispositifs de back up et de remédiation en cas de cyberattaque ?

La gouvernance fonctionnelle engagerait les utilisateurs de la plateforme au titre des processus métiers en jeu :

- Quelles règles de prise de décisions concernant les besoins d'évolution fonctionnelle des smart contrats ?
- Quelles règles en matière de résolution des dysfonctionnements fonctionnels ?
- Dispositions permettant à un émetteur de changer de dispositif de DLT pour la tenue de registre émetteur de ses titres
- Dispositions permettant aux émetteurs de poster dans le DLT les OST sur leurs titres dont le registre émetteur est géré dans la Blockchain.

Question 11 : Est-il nécessaire de prévoir une supervision du dispositif ? Quels seraient alors les rôles et missions du superviseur dans ce cadre ? En particulier, devrait-il superviser les utilisateurs, l'éventuel gestionnaire, les opérations, ou les trois ? A cette fin, le superviseur doit-il être un nœud (disposant éventuellement d'un statut spécifique) du DLT ? Doit-il se limiter à donner un agrément à chacun des utilisateurs du DLT, au seul gestionnaire de la DLT et/ou à l'émetteur lorsqu'il lui donne un mandat ? Quelles devraient être les conditions de l'agrément ?

Question 12 : Ce rôle de supervision devrait-il être tenu par un superviseur public ? Ou pourrait-il être délégué à une entité privée, elle-même soumise au contrôle d'un superviseur public ? Ou plus généralement, est-ce que l'ensemble des intervenants au DLT devrait être des entités régulées?

Réponses 11 et 12 :

Les réglementations financières sont internationales et surtout européennes. La technologie DLT est sans frontière. Il y a un grand danger à mettre en place un cadre législatif français avec la définition d'une supervision, tant que les discussions au niveau européen sur ce thème n'ont pas commencé.

Le champ d'application de l'habilitation inclut trois types d'instruments qui disposent de régime de supervision différents : les titres non cotés simples (non supervisés), les parts d'OPC (soumis à la supervision de l'AMF) et les titres de créances négociables (soumis à la supervision de la Banque de France). La réglementation actuelle devrait être maintenue pour chacun de ces instruments, de sorte que les régulateurs puissent garder leur compétence pour contrôler les registres dans lesquels circulent des titres soumis à leur supervision.

Question 13 : En cas de contentieux ou de difficultés d'ordre technique sur le DLT, comment et qui pourrait envisager, du fait notamment du caractère certain, irrévocable et final d'une opération au moyen du DLT, la suppression ou la modification d'opérations réalisées ?

Les dispositions de droit positif relatives au tiers acquéreur de bonne foi sont satisfaisantes pour régler cette problématique. Par ailleurs, plutôt que de remettre en cause les inscriptions passées dans la chaîne (a priori irrévocables), il serait toujours possible d'exiger la contrepassation d'une écriture pour rétablir un état préexistant avant la survenance d'un événement modificatif (vol, fraude...).

Question 14 : Comment circonscrire le risque d'insécurité juridique (telle que l'application d'un droit extraterritorial) ? Un processus d'agrément tel qu'évoqué ci-dessus est-il suffisant pour sécuriser juridiquement un environnement *Blockchain* ?

Faut-il contraindre l'éventuel gestionnaire de la DLT à opérer en France, les émetteurs à émettre sur le territoire national, les intermédiaires financiers à disposer d'une succursale sur le territoire national,...

Les problématiques de conflits de lois en matière de titres financiers font actuellement l'objet d'une étude approfondie par la Commission européenne. Les solutions qui en découleront seront éclairantes pour déterminer un régime de droit international privé pertinent pour le DLT.

Par ailleurs, il n'est pas certain que le droit européen permette de contraindre un gestionnaire de DLT à opérer en France versus dans un autre pays de l'Union Européenne. Il est raisonnable de penser que ce sera le droit du gestionnaire du DLT (ou des dispositifs métiers bâtis sur une DLT publique) qui s'appliquera.

Il n'est pas nécessaire d'imposer à l'émetteur d'inscrire ses titres dans un DLT soumis au droit français.

Question 15 : Puisque le DLT enregistre de façon systématique et irrévocable l'ensemble des données, est-il possible d'utiliser un DLT dans le respect des obligations légales relatives à la protection des données ?

Question 16 : Comment assurer au niveau d'un DLT le ou les niveaux de transparence nécessaires (notamment pour apporter des éléments de preuve en cas de contentieux) tout en respectant les contraintes de protection des données ?

Réponses 15 et 16 :

Les dispositions du règlement GDPR (règlement UE n° 2016/679), relatif à la protection des personnes physiques à l'égard du traitement des données à caractère personnel et à la libre circulation de ces données, ne porteraient pas préjudice à la mise en place du système DLT.

En effet, aucun droit à l'oubli ne saurait prospérer sur une inscription en DLT qui représenterait la propriété d'un porteur sur son titre. A ce titre, un récent arrêt de la CJUE (CJUE, 9 mars 2017, aff. n° C-398/15) a estimé qu'il n'existait pas de droit à l'oubli pour les données à caractère personnel figurant dans le registre des sociétés d'un Etat membre.

Il conviendra toutefois de n'exiger que les informations personnelles qui seront pertinentes pour l'utilisation du DLT.

En tout état de cause, il est technologiquement possible de restreindre l'accès aux données personnelles des participants qui seraient inscrites dans le DLT, voire d'isoler ces données de la base du DLT partagé entre tous (par exemple en constituant un registre de données totalement privé et géré exclusivement par le gestionnaire dans lequel seraient inscrites ces données).

Question 17 : Quels acteurs du DLT auraient vocation à assumer ces obligations de KYC ? Selon quelles modalités ?

Qu'il y ait ou pas utilisation d'un DLT pour des activités de post-marché titres ou de tenue de registre émetteurs, les obligations de KYC requises restent de la responsabilité des acteurs régulés actuels, quitte pour ces derniers à en sous-traiter l'exécution si besoin.

La question se pose en cas d'ouverture (souhaitable) des DLT afférents directement aux investisseurs pour la saisie de leurs ordres sur les instruments concernés via des API ad hoc. Dans ce cas, il conviendrait effectivement de prévoir l'articulation des DLT avec des fonctions de KYC hub, si possible standardisées versus spécifiques à chaque établissement distributeur comme en projet sur d'autres places financières.

De même, il serait souhaitable que soient étendues les dispositions permettant à un acteur d'utiliser un KYC ayant été précédemment réalisé. Conformément aux règles de droit positif, ce dernier engagera sa responsabilité comme s'il était l'auteur initial du KYC.

Question 18 : Vous semble-t-il utile, notamment dans le cas d'une architecture DLT fermée, de couvrir ce champ au niveau législatif ?

La législation doit effectivement prévoir des exigences pour assurer la cybersécurité du DLT, il est toutefois difficile d'imposer des règles spéciales à un DLT dont la structure et le fonctionnement ne sont pas encore connus. Les règles en matière de cybersécurité du DLT doivent faire preuve d'une certaine souplesse. Par ailleurs, s'agissant d'une question transversale, il convient d'éviter de n'imposer des règles de cybersécurité qu'aux seuls DLT dans les marchés financiers.

L'ordonnance pourrait encadrer cette problématique de deux manières distinctes. D'une part, la loi pourrait se contenter de faire référence à un régime déjà existant en matière de cybersécurité pour garantir le respect de règles de sécurité minimales, ce qui suppose l'existence d'un régime préexistant à l'ordonnance. D'autre part, la loi pourrait faire obligation à l'émetteur de choisir un système de DLT suffisamment robuste, selon un standard abstrait de cybersécurité, pour assurer la sécurité du DLT. Dans cette circonstance, il reviendra à l'émetteur, sous sa responsabilité, de choisir un DLT et un gestionnaire qui répondent à ces exigences.

Cette démarche serait d'autant plus logique que la définition d'un régime spécial de cybersécurité pour les DLT semble dépasser le champ d'habilitation de l'ordonnance.

Question 19 : Des obligations légales d'interopérabilité avec le DLT vous semblent-elles nécessaires pour permettre l'efficacité des opérations et/ou pour limiter les risques techniques et juridiques ? Si oui, quelles obligations pourraient alors être envisagées et pour quels types de systèmes ?

L'interopérabilité est nécessaire mais devrait être mieux définie selon que l'instrument concerné fait l'objet ou non d'un marché secondaire et selon que l'on considère les opérations au passif ou à l'actif des portefeuilles.

Question 20 : Estimez-vous pertinent d'établir un décret unique pour l'application des ordonnances « minibons » et « Blockchain » ?

Il existe des arguments favorables à l'approche unitaire du DLT. Pour l'intelligibilité du système, son attractivité et sa cohérence, il conviendrait de donner une définition unique au DLT et ne pas distinguer entre les structures portant les minibons ou les titres financiers.

Pour autant, cette définition commune n'est pas subordonnée à la rédaction d'un décret unique pour les deux ordonnances. Deux textes distincts relatifs aux DLT peuvent tout à fait prévoir des obligations différentes en fonction des instruments ou des titres qui y circulent tout en maintenant un régime substantiellement similaire. Afin de ne pas retarder l'entrée en vigueur du DLT « minibons » et de mieux ajuster le régime du DLT « titres », dont les problématiques ne sont pas encore toutes connues, il serait préférable de scinder leur régime dans deux textes réglementaires différents.

Question 21 : Souhaitez-vous porter d'autres éléments à notre attention ?

1. L'ordonnance pourrait utilement préciser le caractère non définitif du choix de l'émetteur de représenter et de transmettre ses titres en Blockchain. Il serait peu attractif d'imposer un « effet cliquet » qui empêcherait l'émetteur ayant opté pour un registre Blockchain de rétablir le régime qui prévalait avant qu'il ait réalisé son choix.
2. Par souci de cohérence, il conviendrait de ne pas permettre à l'émetteur de n'inscrire que partiellement ses titres dans le registre distribué. L'application cumulative de deux corps de règles différents sur des titres d'une même émission d'un même émetteur pourrait créer des situations problématiques.
3. L'ordonnance ne distingue pas selon que les titres d'un émetteur sont au nominatif pur ou au nominatif administré. Le DLT devrait permettre de faire converger les modèles existants vers un full nominatif et full STP (Straight-through processing).
4. Les enjeux quant à la construction d'une infrastructure opérationnelle Blockchain étant

largement internationaux, il est primordial d'avancer au même rythme que les autres places financières, et d'articuler le développement de cette technologie dans un cadre européen. En France, une initiative de place menée par les autorités serait souhaitable afin de développer une solution en termes d'infrastructure.

* * * * *