

BLOCKCHAIN SUR TITRES NON COTES CONSULTATION DE LA DGT Observations de l'AMAFI

Début avril, la Direction générale du Trésor a lancé une consultation sur les conditions de mise en œuvre de l'article 120 de la loi n° 2016-1691 du 9 décembre 2016 relative à la transparence, à la lutte contre la corruption et à la modernisation de la vie économique (dite loi Sapin 2). Cette disposition habilite en effet le Gouvernement, d'ici le 9 décembre 2017, à réformer le droit applicable aux titres financiers afin de permettre la représentation et la transmission au moyen d'un dispositif d'enregistrement électronique partagé (en anglais, *distributed ledger technology*, ou DLT) des titres financiers qui ne sont pas admis aux opérations d'un dépositaire central ni livrés dans un système de règlement et de livraison de certains instruments financiers.

L'AMAFI a participé au groupe de travail qui a élaboré la réponse que viennent d'adresser l'AFTI et la FBF à la DGT. Elle soutient donc les différents éléments contenus dans cette réponse.

Elle souhaite néanmoins souligner particulièrement les points suivant qui doivent être lus en complément des commentaires formulés dans la réponse AFTI / FBF précitée.

1. Contexte général

La technologie DLT présente différents atouts de nature à permettre, en ce qui concerne la constatation des droits des titulaires de titres non cotés, l'automatisation des opérations juridiques nécessaires à cette constatation, et ainsi la diminution des coûts qui leur sont liés.

La montée en puissance de cette technologie doit donc être envisagée d'autant plus favorablement qu'elle se situe dans le contexte des modifications qui affectent le modèle de financement des entreprises : il est en effet particulièrement important de faciliter autant que possible leur accès aux sources de financement par titres. De ce point de vue, il est indéniable que le recours à la DLT, comporte différents avantages par rapport au dispositif actuel qui, pour les titres non cotés, est susceptible de s'avérer assez lourd en cas de changements fréquents de titulaires puisque reposant sur une tenue de registre nominatif par l'émetteur ou par le mandataire qu'il a désigné à cet effet

Pour autant, il n'y a pas de raison que l'utilisation de la DLT se caractérise par des contraintes accrues par rapport à aujourd'hui. Alors que les effets juridiques attachés à l'identification des titulaires de titres non cotés devraient rester les mêmes, on ne voit pas pourquoi ils devraient impliquer des contraintes différentes. L'analyse est d'ailleurs identique en ce qui concerne le transfert espèces qui souvent, est le corollaire du transfert de titres entre titulaires : actuellement, chaque circuit est géré de façon distincte par des acteurs distincts, même si la finalisation de la partie titres est souvent subordonnée à la certitude du règlement espèces (*Delivery versus Payment – DvP*).

Néanmoins, il ne peut être exclu qu'au fur et à mesure du développement de la DLT en ce domaine, certains émetteurs voient un intérêt à bénéficier d'un système plus sécurisé, parce que répondant à des exigences plus fortes. Il est donc particulièrement important que le cadre juridique en cours de définition laisse à tout le moins ouverte cette possibilité. L'objectif doit ainsi être de mettre en place un système qui, construit par paliers en posant des contraintes proportionnées, pourrait accompagner les entreprises aux différents stades de leur développement au fur et à mesure que leurs besoins en financements de

marché croîtront, et donc qu'il leur faudra fournir aux apporteurs de capitaux des garanties plus fortes pour assurer leur présence en nombre suffisant.

De ce point de vue, l'intérêt de la DLT en tant que facilitateur de la transmission de titres non cotés, peut aussi être sa connexion à une plateforme facilitant la rencontre des intérêts acheteurs et vendeurs dans un contexte où la possibilité d'échanges secondaires facilités signifie une capacité accrue des entreprises à lever des capitaux sur le marché primaire. Il est toutefois probable qu'une telle plateforme, constitutive d'un Système multilatéral de négociation – MTF au sens de la réglementation européenne, soit alors astreinte à des contraintes telles que la possibilité de son émergence sur les émetteurs non cotés de petite taille soit inexistante. Et il est loin d'être assuré que la notion de Marchés de croissance de PME qui sera reconnue le 3 janvier 2018 (*MiFID 2, art. 33*) apporte des solutions satisfaisantes face à cette problématique. Il serait ainsi utile que les pouvoirs publics français mènent une réflexion pour chercher à tirer tous les bénéfices de la DLT et, en conséquence, être en mesure d'orienter les travaux européens en la matière, au travers notamment de l'initiative d'Union des Marchés de Capitaux.

2. Question 8

Comme précédemment indiqué, la transmission des titres non cotés se fait actuellement indépendamment du transfert des espèces. Le recours à la DLT n'exige pas de modification en la matière, même si ce sera bien sûr un avantage important de pouvoir conditionner le transfert des espèces à celui des titres, et réciproquement. Dans ce cadre, la possibilité qu'un système DvP en monnaie banque centrale puisse être mis en place un jour, malgré ses avantages indéniables, apparaît très faible au regard des contraintes économiques inhérentes à un tel segment de marché.

3. Question 9

Il peut être important que les titulaires de titres d'un émetteur qui recourt à la DLT aient connaissance de certaines clauses du contrat qui lie ce dernier au gestionnaire de la DLT dans la mesure où cela peut affecter sinon leurs droits, du moins les conditions dans lesquelles ils sont mis en œuvre.

4. Questions 11 et 12

Comme précédemment indiqué, il n'y a pas nécessité d'une supervision plus développée ou différente de celle existant actuellement. Cela ne pourrait d'ailleurs se concevoir qu'accompagné d'exigences particulières, non appropriées par rapport au souci de développement de la DLT. Des formes de supervision peuvent toutefois s'envisager dans la perspective d'un dispositif qui comporterait des paliers apportant des garanties plus fortes aux bénéficiaires de la DLT.

5. Questions 17

Dès lors que l'utilisation de la DLT supposerait aussi l'intervention d'un prestataire gérant la partie espèces – ayant probablement la qualité de Prestataire de services de paiement –, il serait intéressant d'examiner comment ce dernier, nécessairement assujéti aux obligations de KYC, pourrait seul supporter ces obligations sans affaiblissement d'un dispositif dont l'importance est connue.

