



Haut Comité Juridique
de la Place financière de Paris

***RAPPORT SUR LA RÉFORME
DES TITRES FINANCIERS
NUMÉRIQUES***

*du Haut Comité Juridique
de la Place Financière de Paris*

20 mai 2022



LA RÉFORME DES TITRES FINANCIERS NUMÉRIQUES

I- Le cadre général de la mission

Le groupe de travail avait vocation à poursuivre les travaux du HCJP sur les titres inscrits en dispositif d'enregistrement électronique partagé (les titres financiers digitaux ou titres financiers numériques (« TFN »), les deux termes étant interchangeables, la seconde expression étant privilégiée¹) qui avaient donné lieu à la publication d'un rapport du Haut Comité Juridique de la Place financière de Paris (« HCJP ») sur les titres financiers digitaux publié le 27 novembre 2020.

Les précédents travaux ont conclu à une nécessaire adaptation du droit des titres pour lever les obstacles au développement des titres financiers numériques.

C'est dans ce cadre que le HCJP a demandé la poursuite des travaux afin de formuler des propositions concrètes permettant de continuer l'adaptation du droit français à la technologie des dispositifs d'enregistrement électronique partagé (« DEEP ») basées sur la technologie de registre distribué de l'anglais *Distributed Ledger Technology* (« DLT »).

Plus particulièrement, le HCJP a donné mission au présent groupe de travail de proposer les réformes nécessaires pour adapter le droit français au regard de la prochaine entrée en vigueur du Règlement du Régime Pilote (le « **Règlement Régime Pilote** »). Le Règlement Régime Pilote vise à permettre l'essor des instruments financiers enregistrés en dispositif d'enregistrement électronique partagé, tout en préservant un niveau élevé de stabilité financière, d'intégrité des marchés, de transparence et de protection des investisseurs. Un tel régime pilote (le « **Régime Pilote** ») vise à exempter temporairement les infrastructures de marché DLT de certaines exigences particulières imposées par la législation de l'Union relative aux services financiers qui risqueraient sinon de les empêcher de concevoir des solutions pour la négociation et le règlement des transactions sur des instruments financiers inscrits en dispositif d'enregistrement électronique partagé. On peut anticiper que le Règlement Régime Pilote entre en vigueur au premier semestre 2023.

Le groupe de travail s'est réuni entre septembre 2021 et février 2022.

Il s'est notamment interrogé sur le point de savoir si la forme nominative des titres financiers digitaux, telle que prévue de manière obligatoire à l'article R. 211-2 du Code monétaire et

¹ Digital est un anglicisme signifiant numérique. En français, le mot digital signifie « qui se rapporte aux doigts. », alors qu'en anglais le terme digital a été repris « digit » qui veut dire chiffre (compter sur ses doigts) et digital « qui utilise les nombres. L'Académie française préconise de ne pas utiliser cet anglicisme : <https://www.academie-francaise.fr/digital>. Cependant, dans la pratique, les deux termes » sont utilisés de façon indifférente.



financier, est la plus adaptée et la seule à retenir pour favoriser l'adoption et le développement des nouvelles technologies. Le groupe de travail s'est aussi interrogé sur la possibilité de dépasser cette assimilation.

Les titres financiers numériques sont par essence des instruments souples, cette caractéristique permettant de leur attribuer des caractéristiques très variées. L'application du seul régime des titres nominatifs déjà existant aux titres financiers numériques peut sembler, à elle seule, limiter la pleine exploitation de cette innovation technologique. Se pose alors nécessairement la question de savoir s'il convient d'appliquer uniquement la forme nominative à ces titres. Deux interrogations découlent d'une réponse négative à cette première question. Faut-il permettre également la forme au porteur à ces titres financiers numériques ? Ou, au contraire, convient-il de déroger à la forme des titres pour les titres inscrits dans un DEEP : ceux-ci ne prendraient ni la forme nominative, ni la forme au porteur, ni aucune autre forme : ils seraient simplement inscrits dans un DEEP, et des règles spécifiques leur seraient applicables. Il s'agirait de prévoir que les titres détenus en DEEP puissent être négociés sur une plateforme de négociation dans la mesure où il s'agit d'une nouvelle forme de détention (en plus du nominatif et du porteur).

Quel que soit le choix final, cette adaptation doit principalement s'appuyer sur la forme des titres financiers, soit en maintenant la forme actuelle des titres financiers numériques (nominatif), soit en permettant aux titres financiers numériques de revêtir la forme au porteur, soit enfin en créant une nouvelle forme de titres financiers caractérisée par le format d'inscription (inscription sur une DLT, quel que soit l'intermédiaire qui administre cette inscription).

Les travaux du groupe de travail ont ainsi notamment porté sur les questions suivantes.

- Quelles sont les différences (pratiques ou juridiques) qui paraissent subsister, après la dématérialisation, entre les titres au porteur et les titres nominatifs ?
- Quels sont les aspects du régime juridique des titres inscrits en compte (émission, conservation, identification, négociation...) tenant notamment à leur forme qui paraissent inapplicables ou inadaptés aux titres enregistrés dans un DEEP ?
- L'analogie paraît-elle pouvoir être faite entre les modalités de conservation et de négociation des titres non admis aux opérations d'un dépositaire central et des titres enregistrés dans un DEEP (notamment du fait de la juxtaposition du registre des mouvements tenu chronologiquement et des comptes d'actionnaires) ?

Au-delà de ces questions, trois sujets étaient particulièrement saillants :

- (i) préciser la responsabilité de l'émetteur sur la tenue du compte-titres ;
- (ii) ouvrir la possibilité d'une négociation sur une plateforme de négociation ;
- (iii) assurer l'identification des propriétaires des titres financiers par l'émetteur.



L'entrée en vigueur prochaine du Règlement Régime pilote instaurant des infrastructures DLT conduit à préciser les modalités de cette réflexion :

- prise en compte du Règlement Régime Pilote ;
- respect du principe de neutralité technologique ;
- choix d'une forme unique, sans panachage, pour la cotation des titres financiers numériques.

Pour traiter de cette question, trois sous-groupes ont été constitués pour se concentrer chacun sur une des formes de titres financiers numériques :

- sous-groupe 1 : modification du régime actuel des titres nominatifs ;
- sous-groupe 2 : possibilité pour les titres financiers numériques de revêtir la forme au porteur aux fins d'une admission aux opérations d'une infrastructure de marché DLT issue du Règlement Régime Pilote ;
- sous-groupe 3 : création d'une nouvelle forme de titres financiers numérique caractérisée par son support et couvrant à la fois les titres admis aux opérations d'une infrastructure de marché DLT et les autres titres.

II- Les modifications proposées

Compte tenu d'une certaine urgence à adapter le cadre français des titres financiers numériques afin que celui-ci soit pleinement opérationnel dès l'entrée en vigueur des dispositions du Régime du Règlement Pilote, l'attention du groupe de travail s'est concentrée sur l'adaptation du droit des titres existant au Régime du Règlement Pilote.

Il a toutefois paru important de continuer la réflexion sur la mise en place d'un cadre totalement nouveau de titres financiers numériques permettant de disposer d'un corpus réglementaire spécifique à cette nouvelle forme de titres et surtout à tirer toutes les conséquences et opportunités de la technologie *blockchain*. En effet, les modifications à apporter doivent aussi tenir compte de l'environnement réglementaire des autres juridictions européennes, à commencer par celles du Luxembourg, de la Suisse et de l'Allemagne qui ont été récemment modifiées et modernisées afin de les rendre plus attractives.

L'objet du présent rapport est ainsi de proposer deux solutions de réforme, alternatives :

- une modification permettant une application des dispositions du Régime Règlement Pilote s'appuyant sur le droit positif ;
- une modification permettant aussi une application des dispositions du Régime Règlement Pilote mais proposant un nouveau cadre juridique avec la création d'un régime propre des TFN,



distinct du régime des titres financiers inscrits en compte et applicable également hors du champ d'application du Régime Pilote.

Le choix final entre les deux propositions devra ainsi intégrer à la fois une dimension temporelle pour tenir compte des délais nécessaires à la réforme avant l'entrée en vigueur du Règlement du Régime Pilote, mais aussi de la lisibilité des modifications apportées, notamment au regard de la comparaison internationale afin que le droit français reste non seulement compétitif mais aussi attractif pour les émissions de titres, notamment internationales en matière de titres financiers numériques (cf. Annexe 1 et 2 sur la comparaison en Allemagne, Luxembourg et Suisse).

Deux réformes sont ainsi proposées, selon que l'on introduit un nouveau mode de détention ou que l'on modifie les modes de détention de titres préexistant. Ce choix sera structurant pour les années à venir dans la mesure où le droit des titres n'a pas vocation à être réformé de façon trop périodique.

2.1 - Réforme du cadre actuel avec l'introduction des titres au porteur en DEEP en application du Règlement Régime Pilote

La présente proposition s'appuie sur les travaux du sous-groupe 1 et du sous-groupe 2. Les discussions entre sous-groupes ont conduit à traiter de ces travaux ensemble pour proposer une réforme qui ne crée pas de nouvelle forme de titres financiers numériques mais repose exclusivement sur une adaptation du droit des titres actuel.

Dès lors, la proposition repose sur les modifications suivantes :

- maintien du régime nominatif actuel qui semble donner satisfaction ;
- possibilité d'admettre aux opérations d'une infrastructure de marché DLT, dans le cadre du Règlement Régime Pilote uniquement, des titres financiers qui revêtent alors la forme au porteur ;
- alignement des dispositions relatives à la forme nominatif (droit de vote double, titres des dirigeants) pour les titres au porteur DLT en raison de l'identification facilitée des porteurs grâce à la technologie DLT ;
- maintien du régime de responsabilité actuel, à savoir responsabilité du teneur de comptes avec possibilité, pour l'émetteur dans le régime nominatif, de confier par mandat la tenue des comptes à un intermédiaire.

2.2 - Création d'une troisième modalité de détention des titres financiers

La proposition résulte des travaux du sous-groupe 3. Elle vise à supprimer la possibilité pour les titres nominatifs d'être enregistrés sur un DEEP et de réserver cette inscription aux titres financiers numériques, lesquels sont caractérisés par leur support d'enregistrement et non par la qualité du teneur de compte comme pour les titres au porteur et les titres nominatifs.



La nouvelle forme englobe la totalité des titres financiers inscrits sur DLT ; les formes au porteur et nominatives sont dès lors réservées aux titres inscrits en compte et non aux titres inscrits dans un DEEP.

Cette nouvelle forme offre aux émetteurs un régime unique de détention des titres, indépendamment de leur admission sur une infrastructure de marché DLT et englobe donc les titres cotés et les titres non cotés. Elle permet en outre différentes modalités de gestion de la DLT d'inscription, soit par l'émetteur lui-même, soit par un tiers, soit enfin par une infrastructure DLT.

Cette nouvelle forme présente les caractéristiques suivantes :

- un régime de responsabilité clair reposant sur deux missions attribuées par principe à l'émetteur mais qu'il peut déléguer : la gestion des accès pour réaliser toutes les opérations sur titres et la supervision du DEEP pour s'assurer de la résilience du registre DLT sur lequel sont inscrits les titres et enregistrées les transactions, prévoir des sauvegardes et un plan de continuité d'activité ;
- la modularité des missions, lesquelles peuvent être déléguées pour s'adapter aux différents services proposés par les acteurs économiques et permettre ainsi une utilisation sur tout type de DLT ;
- la possibilité d'un cumul entre les avantages des titres nominatifs (droit de vote double par exemple) et une cotation sur une infrastructure DLT.

Seront successivement passées en revues les travaux des sous-groupes de travail.

2.3 - Sous-groupe 1 : modification du régime actuel des titres nominatifs

Les objectifs suivants ont été assignés au sous-groupe de travail 1 :

- modification *a minima* des dispositions existantes en vue d'intégrer les seules améliorations nécessaires pour lever les « *obstacles* » identifiés dans les précédents travaux et renforcer l'attractivité du recours au régime nominatif dans le cadre de l'enregistrement en DEEP ;
- prise en compte du Régime Pilote ;
- respect du principe de neutralité technologique.

Lors des précédents travaux, il avait été identifié que les points structurants sur lesquels le régime des titres nominatifs devrait être amélioré étaient les suivants :

- (i) la responsabilité de l'émetteur sur la tenue du compte-titres ;
- (ii) la possibilité de la négociation de ces titres sur une plateforme de négociation ;
- (iii) l'identification des propriétaires des titres financiers par l'émetteur.

Les réflexions du groupe de travail se sont concentrées sur ces trois aspects.



Le sous-groupe de travail avait, dans un premier temps, formulé des propositions de modifications textuelles relatives aux trois points d'attention. Après échanges au sein du sous-groupe sur les propositions initiales, il est finalement ressorti de cette analyse que le régime actuel d'enregistrement des titres financiers en DEEP présente finalement suffisamment de garantie en termes de sécurité, de flexibilité et de souplesse pour assurer l'attractivité du droit français. Une modification du régime actuel risquerait de nuire à la lisibilité globale du régime des titres nominatifs inscrits en DEEP et plus généralement du régime des titres inscrits en DEEP, d'autant que les principaux obstacles pourraient être résolus par l'émergence du régime des titres au porteur inscrits en DEEP.

Le sous-groupe de travail recommande de ne pas modifier le régime existant des titres nominatifs enregistrés en DEEP. Il recommande également d'inclure, dans le rapport du groupe de travail, quelques paragraphes (i) explicitant les raisons pour lesquelles il a été considéré inutile d'apporter des modifications au régime des titres nominatifs enregistrés en DEEP et (ii) afin de rappeler les qualités de souplesse et de flexibilité que présente le régime actuel et le régime français du mandat. Pour illustrer ce propos, le rapport pourrait utilement intégrer des recommandations sur les types de clauses à insérer et sur le contenu de celles-ci dans le mandat conclu entre l'émetteur et l'intermédiaire qu'il désignerait pour l'enregistrement des inscriptions dans le dispositif d'enregistrement électronique partagé.

Un résumé des propositions initiales et des conclusions finalement retenues du sous-groupe de travail sur ces trois points sont détaillés ci-dessous.

2.3.1 - Responsabilité de l'émetteur dans le cadre de la tenue du registre

Plusieurs options pouvaient être envisagées pour prendre en compte la responsabilité de l'émetteur :

- retirer à l'émetteur toute responsabilité lorsque l'émetteur a recours à un intermédiaire dans la tenue du registre pour prendre en compte le fait que l'émetteur n'exploite pas en pratique directement la *blockchain* mais fait appel à un intermédiaire pour ce faire ;
- laisser l'émetteur et l'intermédiaire s'entendre sur leurs responsabilités respectives.

La première option nous semble devoir être écartée dans la mesure où la caractéristique du régime nominatif est que l'émetteur tient le registre. Cette tenue de registre justifie la responsabilité de l'émetteur envers les détenteurs de titres. Si l'on retire à l'émetteur toute responsabilité, le mandat ne serait pas respecté et cela bouleverserait les concepts juridiques et la distinction nominatif / porteur. Cette option est donc écartée.

La seconde option est l'option actuellement retenue. Les textes sont volontairement larges. Seule la référence au mandat est présente à l'article R. 211-3 du Code monétaire et financier mais sans pour autant en préciser le contenu, que les parties sont libres de définir.

Dans le cadre de la proposition, il avait été fait le choix d'une solution médiane visant à encadrer



davantage les relations entre l'émetteur et l'intermédiaire, tout en conservant la souplesse nécessaire en l'absence de pratique de marché clairement établie et dans un souci d'attractivité du droit français.

Cet encadrement se matérialiserait par l'obligation que le contrat contienne des stipulations visant à s'assurer que l'intermédiaire (a) puisse garantir un suivi des inscriptions, (b) puisse respecter les exigences en matière de sécurité du dispositif posée par les textes existants et (c) mette en mesure l'émetteur de respecter les obligations qui lui sont imposées par le RGAMF. Ces obligations s'articuleraient avec les obligations comparables du Régime Pilote.

Le sous-groupe de travail considère que le régime actuel, qui laisse une entière liberté aux parties de fixer dans leur mandat le périmètre et le contenu de leurs obligations respectives, présente suffisamment de souplesse et de flexibilité. Le sous-groupe de travail a considéré qu'un encadrement législatif ou réglementaire de la responsabilité de l'émetteur et du mandataire ne servirait pas l'objectif de souplesse et pourrait potentiellement semer le doute quant aux opérations existantes qui n'auraient pas été soumises à ce dispositif. Le sous-groupe de travail recommande néanmoins d'intégrer dans le rapport une section explicitant le fonctionnement du régime actuel sur le partage de responsabilités et de recommander l'inclusion de certaines clauses en précisant leurs types et leur contenu².

2.3.2 - Négociation sur un SMN

L'objectif des modifications proposées est de permettre un alignement de l'article R.211-5 du Code monétaire et financier avec le Régime Pilote qui offre la possibilité de négociation sur une plateforme à certains titres uniquement.

Le sous-groupe de travail souligne que dans la mesure où le Régime Pilote serait transposé dans le cadre du régime des titres au porteur, il ne serait pas utile de le prévoir également pour les titres nominatifs. Dès lors, la cotation des titres inscrits en DEEP ne serait réservée qu'aux titres au porteur dans le cadre du Régime Pilote.

2.3.3 - Identification des propriétaires des titres

L'identification des propriétaires des titres par l'émetteur s'avère difficile dans le cas où l'émetteur confie à un intermédiaire la gestion des inscriptions en DEEP.

Si l'émetteur doit rester responsable des inscriptions, il semble difficile de laisser l'émetteur responsable des vérifications concernant l'identification des propriétaires des titres dans la mesure

² Ce travail reste à finaliser



où il n'a pas nécessairement de rapports directs avec ceux-ci. Il paraît également insuffisant de s'appuyer sur les vérifications KYC qui seraient effectuées par les intermédiaires (si ceux-ci y sont assujettis) car le champ des vérifications KYC est plus restreint que le champ des vérifications qui doivent être effectuées par l'émetteur aux termes des dispositions du RGAMF. Il en va de même des vérifications de la non inscription des investisseurs sur une liste de sanction et du respect des restrictions de vente.

Dans le prolongement de la proposition effectuée au point 1, le sous-groupe de travail avait proposé que les vérifications soient laissées sous la responsabilité de l'intermédiaire.

Le sous-groupe de travail considère que les responsabilités respectives de l'émetteur et de la personne opérant effectivement le registre peuvent être déjà fixées de manière suffisamment souple et sécurisée dans le cadre du régime actuel. La proposition actuelle ne permettrait pas de renforcer cette souplesse.

2.4 - Sous-groupe 2 : possibilité pour les titres numériques de revêtir la forme au porteur aux fins d'une admission aux opérations d'une infrastructure de marché DLT issue du Régime pilote

Pour permettre l'essor des instruments financiers et des dispositifs d'enregistrement électronique partagé, tout en préservant un niveau élevé de stabilité financière, d'intégrité des marchés, de transparence et de protection des investisseurs, l'Union européenne a décidé de la mise en place d'un régime pilote devant permettre d'exempter temporairement les infrastructures de marché de certaines exigences particulières imposées par la législation de l'Union relative aux services financiers pour les instruments financiers inscrits en dispositif d'enregistrement électronique partagé.

Dans ce contexte, le sous-groupe de travail n° 2 s'est donné pour mission de proposer une adaptation du régime actuel des titres au porteur aux dispositions du futur Règlement Régime Pilote.

Les travaux du sous-groupe ont été synthétisés dans un document de travail (cf. [Annexe 5](#)) qui recense l'ensemble des dispositions relatives aux titres au porteur et aux titres nominatifs dans différents codes tels que le Code monétaire et financier, le Code de commerce et le Code des procédures civiles d'exécution et propose des modifications. Ces propositions visent à favoriser l'utilisation des titres au porteur enregistrés ou négociés auprès d'une infrastructure de marché DLT (dénomination retenue par le Règlement Régime Pilote).

Quatre principes directeurs ont été appliqués lors du travail d'adaptation de ces différentes dispositions.

Le premier est une adaptation du droit des titres au porteur devant permettre le déploiement du régime issu du Règlement Régime Pilote cela, afin de permettre de développer un droit attractif



lorsque des titres seront enregistrés auprès d'une infrastructure DLT. Ainsi, ce régime des titres au porteur inscrits en DEEP a vocation à être utilisé uniquement dans le cadre du régime du Régime Pilote.

En deuxième lieu, les évolutions proposées sont des modifications *a minima* des dispositions existantes afin de conserver la clarté et la lisibilité de la loi. L'objectif poursuivi par le sous-groupe de travail est d'adapter le système sans le bouleverser. Il s'agit donc de limiter l'application d'exigences additionnelles à celles prévues par le Régime Pilote.

Le troisième principe est celui de neutralité technologique. Dans la mesure du possible, les titres au porteur inscrits en dispositif d'enregistrement électronique partagé doivent être soumis à des dispositions équivalentes à celles applicables aux titres au porteur inscrits en compte-titres.

Enfin, les propositions ont cherché à prendre en compte les modèles susceptibles d'être mis en place par les acteurs français afin d'assurer l'attractivité de la place financière de Paris. Le sous-groupe de travail a ainsi été attentif aux remontées et aux besoins des acteurs et des services de l'Autorité des marchés financiers (« AMF ») sur ce qui semble composer les différents cas d'usage et les différents modèles d'affaires susceptibles de se développer.

2.4.1 - Propositions de modification du Code monétaire et financier

2.4.1.1- Possibilité d'inscription en DEEP des titres au porteur

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 (dite « **Ordonnance Blockchain** ») a ouvert la possibilité pour les titres au nominatif (et pour eux uniquement) d'être inscrits en DEEP.

Le sous-groupe de travail a établi que les titres au porteur seraient les titres les plus adaptés à la mise en place du Règlement Régime Pilote. Ces titres au porteur connaissent un équivalent dans un grand nombre de pays étrangers et sont classiquement négociés sur des plateformes de négociation. Il a ainsi été considéré opportun d'élargir la possibilité d'une inscription en DEEP à ces derniers.

Il est ainsi proposé de modifier l'article L. 211-7 du Code monétaire et financier qui distingue deux modes d'inscription des titres en compte, selon qu'ils sont ou non admis aux opérations d'un dépositaire central. Lorsque les titres sont admis aux opérations d'un dépositaire central qui assure l'enregistrement de leur émission, ils sont inscrits dans un compte-titres tenu par l'émetteur ou dans un DEEP (en application de l'Ordonnance *Blockchain*), et cela, à l'initiative de l'émetteur. Pour permettre le déploiement du Régime Pilote, il convient de prévoir que l'enregistrement de l'émission des titres peut également être fait par une infrastructure de marché DLT. La question s'est alors posée de savoir s'il convenait de modifier ces deux premiers alinéas afin d'y ajouter les



titres au porteur ou de prévoir une disposition séparée qui permettrait aux deux autres alinéas de conserver leur autonomie.

Le sous-groupe de travail a fait le choix de prévoir un troisième alinéa nouveau qui ouvrirait la possibilité d'inscrire des titres au porteur en DEEP dès lors qu'ils s'inscrivent dans le cadre du Régime Pilote. Cette solution permet de conserver un parallélisme de forme : « *Par exception aux dispositions qui précèdent, les titres financiers dont l'enregistrement est réalisé par une infrastructure de marché [DLT] au sens du Règlement européen n° X sont inscrits dans le dispositif d'enregistrement électronique partagé dans lequel l'infrastructure de marché [DLT] a procédé à leur enregistrement dans les conditions fixées par ledit règlement.* ».

L'apport principal de cette modification, outre l'ouverture de la possibilité pour les titres au porteur d'être inscrits en DEEP, est de préciser que c'est l'infrastructure de marché DLT qui effectue l'enregistrement des titres. Les titres ne sont pas donc déposés dans des comptes-titres mais sont gérés par l'infrastructure de marché DLT et sont localisés dans celle-ci.

La notion de conservation de titres aux porteurs en DEEP en application du Règlement Régime Pilote a volontairement été écartée afin de ne pas créer de confusion. La conservation est en effet une activité réservée aux seuls teneurs de compte-conservateur (« TCC »).

Il a ensuite été nécessaire de prévoir la modification de la partie réglementaire du code sur la nature des titres financiers et donc l'article R. 211-2 du Code monétaire et financier qui distingue les titres nominatifs des titres au porteur. Ainsi, si les titres nominatifs sont ceux déposés dans un compte-titres tenus par l'émetteur ou ceux inscrits par celui-ci dans un DEEP, les titres au porteur ne pouvaient être déposés que dans le comptes-titres tenus par un intermédiaire. L'article dispose désormais que « *Lorsque le compte-titres est tenu par un intermédiaire mentionné à l'article L. 211-3 ou, que les titres financiers sont inscrits dans un dispositif d'enregistrement électronique partagé par une infrastructure de marché DLT qui a procédé à leur enregistrement initial en application du Règlement européen n° X, les titres financiers revêtent la forme au porteur.* ».

Si l'idée de la création d'un troisième alinéa a été évoquée afin de s'aligner sur la nouvelle rédaction de l'article L. 211-7 du Code monétaire et financier, il est apparu plus lisible et plus simple de compléter le deuxième alinéa de l'article R. 211-2 du Code monétaire et financier.

Par cohérence, il est également apparu nécessaire de modifier l'article L. 211-3 du Code monétaire et financier afin de prévoir que les titres financiers émis en territoire français et soumis à la législation française, aussi bien nominatifs qu'au porteur, peuvent être inscrits dans un compte-titres mais également dans un dispositif d'enregistrement électronique partagé. Si la question s'est posée de savoir s'il convenait de modifier le troisième alinéa de l'article qui prévoit qu'« *un décret en Conseil d'État fixe les conditions dans lesquelles les titres financiers peuvent être inscrits dans un dispositif d'enregistrement électronique partagé mentionné ci-dessus, présentant des garanties, notamment en matière d'authentification, au moins équivalentes à celles présentées par une inscription en*



compte-titres », le sous-groupe de travail s'est accordé sur le fait que ces dispositions ne concernaient que le droit national. En effet, pour les titres aux porteurs en DEEP en application du Règlement Régime Pilote, les exigences encadrant le DEEP sont prévues dans le Règlement Régime Pilote qui est d'application directe.

2.4.1.2- Intermédiation des titres au porteur inscrits en DEEP

La question de l'intermédiation des titres au porteur inscrits en DEEP dans le cadre du Régime Pilote s'est posée à l'occasion des discussions autour de l'article L. 211-4 du Code monétaire et financier qui prévoit notamment la possibilité pour un compte-titres d'être ouvert « *au nom d'un intermédiaire inscrit agissant pour le compte du propriétaire des titres financiers [...]* ». Néanmoins, la possibilité d'inscription directe du propriétaire des titres semble être l'utilisation naturelle du DEEP. Par ailleurs, s'il est vrai que certains propriétaires pourraient accueillir favorablement une inscription au nom d'un intermédiaire, qui serait nécessairement d'un nouveau type, introduire cette possibilité nécessiterait des modifications d'ampleur pour déterminer le statut et les obligations de cet intermédiaire.

Ainsi, plutôt que l'intermédiation, l'administration de titres financiers est apparue au sous-groupe de travail comme la solution à préconiser. En ajoutant un nouvel alinéa à l'article R. 211-4 du Code monétaire et financier, le propriétaire des titres pourra choisir de faire administrer ses titres par un tiers : « *Un propriétaire de titres financiers au porteur inscrits dans un dispositif d'enregistrement électronique partagé en application du règlement [Régime Pilote] peut charger un intermédiaire mentionné à l'article L. 211-3 ou une infrastructure de marché DLT au sens de ce même règlement de détenir les moyens d'accès à ses titres, y compris sous la forme de clés cryptographiques privées, et de traiter les événements intervenant dans la vie de ces titres, dans les conditions du règlement général de l'AMF* ».

Le Règlement général de l'AMF viendra ainsi préciser les contours de cette activité d'administration des titres au porteur en DEEP et notamment qu'il faut comprendre que la tenue de compte-conservation englobe l'activité de gestion des moyens d'accès aux titres financiers inscrits en DEEP.

Pour cela, il a été jugé nécessaire de prévoir expressément cette attribution de compétence au Règlement général de l'AMF. L'article L. 621-7, VI, 1° du Code monétaire et financier prévoit en effet à propos de la conservation et l'administration d'instruments financiers, des dépositaires centraux et des systèmes de règlement et de livraison d'instruments financiers que le Règlement général de l'AMF détermine « *les conditions d'exercice des activités de conservation ou d'administration d'instruments financiers par les personnes morales qui effectuent des opérations d'offres au public de titres financiers autres que celles mentionnées au 1° ou 2° de l'article L. 411-2 ou à l'article L. 411-2-2 ou d'admission d'instruments financiers aux négociations sur un marché réglementé et les intermédiaires habilités à ce titre dans les conditions fixées à l'article L. 542-1* », excluant ainsi les titres au porteur inscrits en DEEP.



Si les discussions du sous-groupe de travail ont évoqué l'hypothèse de modifier le texte précité, il a été jugé utile de prévoir un nouveau 2° qui traiterait de façon autonome de la question des titres inscrits en DEEP. La proposition prévoit ainsi de donner au Règlement général de l'AMF la compétence pour déterminer « *les conditions d'exercice des activités d'administration relatives aux titres financiers inscrits dans un dispositif d'enregistrement électronique partagé* ».

2.4.1.3- Exception à l'obligation de plan de continuité d'activité

Il a été jugé nécessaire de préciser le champ d'application des dispositions de l'article R. 211-9-7 du Code monétaire et financier qui prévoit notamment l'obligation pour les inscriptions réalisées en DEEP de faire l'objet d'un plan de continuité d'activité au titres financiers nominatifs. Le Règlement Régime Pilote contenant un ensemble de dispositions encadrant l'opération du DEEP ou le DEEP lui-même, il est apparu opportun d'éviter les redondances dès lors que des garanties existent au terme du nouveau règlement.

2.4.2 - Propositions de modification du Code de commerce

2.4.2.1- Assimilation des titres au porteur en DEEP aux titres nominatifs

La proposition introduit une disposition visant à assimiler les titres au porteur en DEEP en application du Règlement Régime Pilote aux titres nominatifs pour les dispositions liées au droit de vote double (article L. 225-123 du Code de commerce) et la majoration des dividendes (article L.225-124 du Code de commerce).

2.4.2.2- Identification des propriétaires de titres

Le titre au porteur est un titre anonyme et ne permet donc pas à la société émettrice de connaître son titulaire. Néanmoins, le système du titre au porteur identifiable (« **TPI** ») permet de pallier à cet inconvénient. La société peut ainsi demander à tout moment, contre rémunération à sa charge, au dépositaire central, ou à des intermédiaires financiers listés à l'article L. 228-2 du Code de commerce, d'identifier les porteurs.

Le sous-groupe de travail est convenu qu'il serait nécessaire d'étendre la procédure d'identification des propriétaires de titres au porteur (TPI) aux infrastructures de marchés DLT qui, conformément au nouvel article L. 211-4 du Code monétaire et financier, auront la faculté d'administrer des titres au porteur inscrits en DEEP. Il est ainsi proposé d'ajouter un 1°bis qui prévoit que cette demande peut être adressée à « *une infrastructure de marché DLT au sens du Règlement européen n° X* ».

S'il a également considéré l'option d'énumérer nominativement les infrastructures en question (DLT SS, DLT TSS agréées comme dépositaires centraux et DLT TSS agréés comme entreprise d'investissement), l'expression « *infrastructure de marché DLT* » a été retenue pour sa nature englobante et sa clarté.



2.5 - Sous-groupe 3 : création d'une nouvelle forme de titres financiers caractérisée par son support et couvrant à la fois les titres admis aux opérations d'une infrastructure de marché DLT et les autres titres.

La proposition vise à créer une troisième modalité de détention des titres financiers – les titres financiers numériques –, qui s'ajouterait aux précédents modes de détention au nominatif et au porteur. Le titre financier numérique est caractérisé par son support : le DEEP, qu'il soit ou non admis aux négociations sur une plateforme. [La question de l'application du droit applicable n'a pas été étudiée ; il est dès lors suggéré, dans un premier temps, de limiter le champ d'application aux seuls titres des sociétés françaises enregistrées sur DEEP].

Le régime proposé se distingue des autres modes de détention par sa nature hybride : il permet à l'émetteur de connaître aisément l'identité du titulaire (l'anonymat relatif du titre au porteur est ainsi écarté) tout en pouvant être admis aux négociations sur une plateforme de négociation ou inscrit aux opérations d'un DCT. Il en résulte l'application conjointe des dispositions avantageuses du nominatif (droit de vote double, clause d'agrément pour les sociétés non cotées, inutilité du placement en compte d'administration pour les dirigeants) et l'ouverture aux marchés.

2.5.1 - Principes

S'agissant d'un régime totalement nouveau, il est apparu nécessaire aux membres du groupe de travail de déterminer les principes clés qui régissent ce nouveau mode de fonctionnement des titres financiers numériques.

2.5.1.1- Principe d'équivalence entre les titres nominatifs et les titres numériques

Le titre financier numérique doit être caractérisé à la fois par la possibilité d'inscription dans un système régulé et professionnel équivalent à celui des titres au porteur (TP) permettant la cotation des TFN, tout en permettant directement ou indirectement une identification des investisseurs. De ce fait, cette modalité de détention permet à la fois une admission des titres sur une plateforme de négociation (avec ou sans recours à un DCT en raison de l'existence d'un Régime Pilote), mais aussi un maintien de la connaissance fine de l'actionnariat que procurent les titres au nominatif (TN). Ainsi, il convient de permettre aux titulaires des titres de bénéficier de droits de vote double, du dividende majoré ou encore de permettre à la société de maintenir une clause d'agrément (sauf cotation sur une plateforme de négociation conformément à l'art. L. 228-23 C. com). Enfin, les TFN doivent pouvoir satisfaire aux règles relatives au nominatif obligatoire comme les titres détenus par les dirigeants ou ceux auto-détenus. L'avantage est ainsi d'éviter une pluralité de modes de détention qui complexifie la gestion des titres.

2.5.1.2- Principe de non-option entre titre nominatif et titre numérique

Le Code de commerce autorise les actionnaires à demander la conversion de leurs titres au porteur sous la forme nominative (Art. L. 228-1 C. com). Cette option qui leur est ouverte se justifie pour



diverses raisons juridiques (droit de vote double par exemple), mais aussi techniques. En effet, la distinction entre titres au porteur et titres nominatifs est fondée sur le teneur des comptes : intermédiaire mentionnés aux 2° à 7° de l'article L. 542-1 du Code monétaire et financier dans le premier cas, et émetteur dans le second. La nature même de l'inscription n'est pas remise en cause par ce processus puisque la logique reste une logique de comptabilité.

L'inscription des TFN sur un DLT répond à une logique différente. D'un point de vue juridique, l'équivalence en termes de droits entre TFN et TN ne justifie pas d'imposer une inscription au nominatif obligatoire puisqu'il est toujours possible de connaître l'identité du titulaire réel grâce à la technologie (directement ou indirectement). D'un point de vue technique, le passage d'une inscription répondant à une logique de compte à celui d'une inscription répondant à une logique de flux rend le principe même d'une option impossible puisqu'il sera techniquement difficile de « sortir » des TFN du DLT pour ensuite les inscrire sur un compte de manière individuelle. L'opération doit viser tous les titres émis d'une même catégorie. L'existence d'une pluralité de support rendrait la gestion et la réconciliation des TF difficile et source d'erreurs. Pour ces raisons, le sous-groupe 3 considère qu'il convient de poser un principe de non-option entre TFN et autres modalités de détention des TF.

Ce principe de non-option ne porte que sur l'inscription per se, définit comme élément constitutif de la propriété des TFN. Il n'interdit nullement de constituer en parallèle un système de comptabilité par comptes-titres des TFN inscrits sur DLT, dès lors que ces comptes-titres ne sont que des comptes reflète. Ainsi, un investisseur pourra toujours bénéficier d'un état de ses comptes pour l'ensemble de ses titres, quel que soit leur support.

En raison de cette perte du droit de choisir la modalité de détention, offerte quand l'émission porte sur des titres aux porteurs, il est apparu opportun d'encadrer la décision de bascule des titres financiers sur DLT en réservant cette décision à un organe social et d'écarter la qualification d'acte de gestion relevant de la compétence de la direction. Il apparaît opportun de confier cette décision au conseil d'administration tout en laissant la possibilité de déroger à cette règle dans les statuts.

2.5.1.3- Principe d'application du régime pilote (application directe)

L'une des missions du sous-groupe 3 est de proposer une forme adaptée à l'entrée en vigueur du régime pilote tel qu'il figure dans la proposition du Règlement Régime pilote. Le régime pilote précise les missions des infrastructures DLT et son application conduit à écarter l'application de l'article L. 211-6 CMF qui porte sur les missions de l'émetteur pour les titres financiers numériques qui ne sont pas admis aux opérations d'une infrastructure DLT.

2.5.1.4- Principe régissant la pluralité de DLT

Le choix de l'inscription des TF sur un DLT appartient à l'émetteur. Ce dernier est responsable des opérations d'émission initiale des TF sur DLT (dans l'hypothèse d'une création de société) ou de



passage des TF en compte aux TFN. Il lui incombe en conséquence de choisir le DLT sur laquelle il souhaite réaliser cette opération. Celui-ci peut être géré directement ou par un tiers. Dans un souci de neutralité technologique, il convient également de permettre à l'émetteur de choisir une application sur un DLT public.

Le sous-groupe 3 considère qu'il est essentiel que l'émetteur soit contraint de réaliser l'ensemble des inscriptions sur un unique DLT tout en permettant ensuite à l'émetteur (option « *ou à des investisseurs* ») de désigner par la suite un ou plusieurs autres DLT. Ces derniers seront des DLT miroirs (option « *nourriciers* ») : ils répliqueront des jetons permettant les mouvements et éventuellement la tenue de position d'un investisseur, mais le critère déterminant de la propriété (ou de la preuve de la propriété si l'on suit une partie de la doctrine) sera l'inscription du titre financier sur le DLT maître. Il est alors essentiel de prévoir des mécanismes permettant de réconcilier les différentes positions en temps réel (par le biais de *Smart Contracts* par exemple) et d'agrèger les positions.

Option 1 : l'émetteur désigne le ou les DLT sur lesquels il réalise l'inscription de la totalité des TF émis. Il peut répartir librement ces TFN entre ces différents DLT, charge pour lui d'assurer un mécanisme de réconciliation des positions hors DLT pour bénéficier des informations portant sur la répartition totale de son capital social et de ses droits de vote (option : les investisseurs peuvent également choisir un DLT, charge pour eux de conclure une convention avec le tiers assurant la gestion des moyens d'accès pour assurer cette réconciliation).

Option 2 : en conservant l'idée d'un DLT maître, au lieu d'imposer une transcription en temps réel, il est techniquement possible d'avoir sur ce DLT deux inscriptions : l'une concernant les titres effectivement inscrits dans ce DLT, l'autre indiquant simplement que les titres sont inscrits ailleurs avec les éléments de leur localisation. Un tel système favoriserait la création de marchés secondaires.

2.5.1.5- Régime de responsabilité

Dès lors que le Régime pilote n'est pas applicable, l'adoption d'une forme numérique conduit à confier deux missions à l'émetteur. Elles sont définies à l'article L. 211-6 du CMF et précisées à l'article R. 211-9-7 du CMF. La première mission porte sur la possibilité de réaliser des transactions (gestion des moyens d'accès) et la seconde sur la préservation du registre (supervision de l'intégrité du registre).

La gestion des moyens d'accès consiste à s'assurer de l'effectivité de l'émission, à répondre aux ordres de mouvement des titulaires, à transférer les droits afférents aux titres et, de manière générale, à donner accès aux investisseurs aux droits que leurs confèrent les titres. La mission est précisée de manière suffisamment large pour poser des principes généraux qui peuvent être déclinés selon plusieurs modalités.

La supervision de l'intégrité du registre porte sur la sauvegarde des données du DEEP et sur le bon fonctionnement du système d'information. La personne chargée de cette intégrité doit s'assurer



que le DEEP choisi réponde à des standards de qualité techniques suffisant pour préserver les transactions réalisées et les inscriptions de l'émission. Le superviseur n'est pas tenu de mettre en place un DEEP propriétaire mais il doit simplement s'assurer que le DEEP qu'il a choisi réponde à ces critères. Ce peut donc être une *blockchain* publique.

Ces deux missions peuvent être déléguées à une ou plusieurs personnes au choix de l'émetteur, ce qui lui permet de choisir la solution technique la plus adaptée et doit permettre également aux acteurs économiques de ne pas être bridés dans l'innovation dans un objectif de neutralité technologique. Le texte opère par ailleurs une distinction entre délégation de mission et simple prestation technique qui n'emporte pas de transfert de responsabilité.

Il est précisé que si le régime pilote s'applique, ses dispositions écartent l'application du droit national.

Il convient de noter que l'opération d'inscription de titres financiers dans un DLT (une bascule d'une logique de compte-titres à une logique de registre) est de la responsabilité de l'émetteur (art. R. 211-1-1 du CMF), cette responsabilité étant distincte de celle de la gestion des moyens d'accès visée à l'art. L. 211-6 du CMF.

Le tableau suivant résume les différentes missions et la responsabilité qui y est attachée.



2.5.2 - Tableau récapitulatif des responsabilités de l'option 3

Nom	Articles pertinents	Principales responsabilités
Émetteur	C.Com L. 228-1 CMF R. 211-1-1 CMF R. 211-1-2 CMF R. 211-1-3 CMF R. 211-3	Choix du recours aux TFN Retranscription des registres existants Information des actionnaires de la bascule Retranscription inverse Désignation d'un mandataire
Émetteur ou « gestionnaire des moyens d'accès » - gestionnaire du registre des titres - gestionnaire des titres	CMF R. 211-2-1 CMF L. 211-6 C. com R. 228-10 CMF R. 211-9-7	Réalisation des opérations (soit directement soit en assurant aux propriétaires la réalisation de transactions) Restitution des titres Accès aux droits des propriétaires (dividendes, coupons...)
Émetteur ou « Superviseur de l'intégrité du registre »	CMF, L. 211-6 CMF R. 211-9-7	Vérification de l'intégrité du dispositif, sauvegarde, sécurité... Procédures et informations claires sur le DEEP Stratégie de sortie
« Intermédiaire » Alternatives : - gardien	CMF R. 211-4	Recours par l'investisseur
Opérateur du DLT	Régime Pilote	Art. 4 à 6 du Régime Pilote



2.5.3 - Garantie des investisseurs

La garantie des titres est un mécanisme de protection des investisseurs fondés sur un fonds d'indemnisation en cas de défaillance d'un intermédiaire financier entraînant l'impossibilité de restitution des titres financiers qu'il détient pour le compte de ses clients. Ce mécanisme, institué par la directive 97/9/CE du 3 mars 1997 relative aux systèmes d'indemnisation des investisseurs, se trouve actuellement transposée à l'article L. 322-1 du CMF et précisé par le Règlement CRBF 99-14. Le champ d'application de ce système de garantie ne semble pas couvrir les TFN dès lors qu'il n'existe pas d'intermédiation équivalente à celle des titres au porteur ou des titres au nominatif administré (pas de service de conservation ni d'administration³). En effet, la personne chargée de l'accès aux titres financiers ne détient pas ces titres pour les tiers car les titulaires conservent ce lien au travers de leur clé qui est l'élément central de l'intermédiation. La clé ne constituant pas un actif pouvant être bloqué en cas de procédure collective, les titulaires de TFN ne sont pas affectés par l'ouverture d'une procédure collective du gestionnaire d'accès au DEEP. Seulement, il convient de prévoir les modalités de restitution de ces TFN dans les missions du gestionnaire d'accès⁴.

Une alternative, plus radicale en termes de protection des avoirs des investisseurs, pourrait consister à réformer le champ d'application de l'article L.322-1 du CMF en précisant que la garantie s'applique aux TFN⁵.

La garantie des titres ne doit toutefois pas se confondre avec le régime de responsabilité figurant dans le Règlement Régime Pilote et dont le champ d'application n'est pas limité à l'hypothèse d'une défaillance de la personne détenant l'accès aux TFN.

2.5.4 - Méthode

Le groupe de travail était face à deux possibilités : soit constituer un chapitre spécifique dans les Codes de commerce et monétaire et financier, soit modifier les textes traitant de la question du mode de détention des titres financiers et du fonctionnement des DEEP. C'est cette dernière possibilité qui a été choisie sans que cela n'interdise à terme la création d'un chapitre autonome. Plusieurs éléments manifestaient en ce sens. En premier lieu, la loi traite ensemble des deux modes

³ L'article L. 322-1 du CMF limite le champ d'application de la garantie « lorsqu'ils [les instruments financiers] sont liés à un service d'investissement, à la compensation ou à la conservation d'instruments financiers ».

⁴ Sous forme par exemple de smart contrat permettant de transférer les TFN : ceci peut être précisé dans un texte de nature réglementaire.

⁵ L'article L. 322-1 du CMF pourrait être complété comme suit : « Ce mécanisme a pour objet d'indemniser les investisseurs en cas d'indisponibilité de leurs instruments financiers ainsi que de leurs dépôts en espèces lorsqu'ils sont liés à un service d'investissement, à la compensation ou à la conservation d'instruments financiers, ou lorsqu'ils sont inscrits dans un dispositif d'enregistrement électronique partagé ».



de détention existants (nominatif / au porteur) et il est plus simple d'y inclure le troisième mode de détention par une modification des textes envisagés. En second lieu, la juxtaposition des TFN avec les autres modes de détention en fait une modalité de détention parmi d'autres au lieu d'en faire une catégorie spécifique pouvant conduire à des incertitudes juridiques fondées sur la coordination entre texte spécial et texte de droit commun.

Par ailleurs, les modifications proposées visent en grande partie le régime commun des titres financiers. Certaines opérations, identifiées, n'ont pas été à ce stade traitées et le seront par voie de conséquence, comme toutes les opérations accessoires sur titres financiers (comme le nantissement), les règles de droit des sociétés (en matière d'expression des droits de vote, de convocation, etc.), l'interaction avec les directives Finalités des paiements, la directive Redressement et résolution des établissements de crédit et entreprises d'investissement, ou encore la directive et le règlement sur la surveillance prudentielle des établissements de crédit (CRD IV).

Les modifications proposées sont en [Annexe 6](#).

2.6 - Résumé des options

2.6.1 - Introduction des titres au porteur en DEEP pour le Règlement Régime Pilote (dite « option 2 »)

Proposition d'une réforme qui ne crée pas de nouvelle forme de titres financiers numériques mais repose exclusivement sur une adaptation du droit des titres actuel. Dès lors, la proposition repose sur les éléments suivants :

- maintien du régime juridique des titres nominatifs inscrits en DEEP issu de l'ordonnance *blockchain* ;
- ouverture, dans le cadre du Règlement Régime Pilote uniquement, de la possibilité pour l'émetteur de faire admettre ses titres aux opérations d'une infrastructure de marché DLT, titres qui revêtent alors la forme au porteur (ci-après « *Titres au porteur DLT* ») ;
- extension des droits et obligations liées à la nominativité des titres (droit de vote double, titres des dirigeants) aux Titres au porteur DLT en raison de l'identification facilitée des porteurs grâce à la technologie DLT ;
- obligations et responsabilité :
 - . l'exploitant est responsable en cas de perte des titres/fonds par l'infrastructure de marché, sauf cas de force majeure ;
 - . lorsqu'il fournit un service de conservation des titres/fonds, l'exploitant est soumis aux obligations classiques de protection de ces actifs ;
 - . lorsqu'un intermédiaire intervient pour le compte d'un client, il peut être chargé de certaines obligations liées aux titres.



2.6.2 - Création d'une troisième modalité de détention des titres financiers (dite « option 3 »).

La proposition vise à supprimer la possibilité pour les titres nominatifs d'être enregistrés sur un DEEP et de réserver cette inscription aux titres financiers numériques, lesquels sont caractérisés par leur support d'enregistrement et non par la qualité du teneur de compte comme pour les titres au porteur et les titres nominatifs. La nouvelle forme englobe la totalité des titres financiers inscrits sur DLT ; les formes au porteur et nominatives sont dès lors réservées aux titres inscrits en compte et non aux titres inscrits dans un DEEP. Cette nouvelle forme offre aux émetteurs un régime unique de détention des titres, indépendamment de leur admission sur une infrastructure de marché DLT et englobe donc les titres cotés et les titres non cotés. Elle permet en outre différentes modalités de gestion de la DLT d'inscription, soit par l'émetteur lui-même, soit par un tiers, soit enfin par une infrastructure DLT. Pour les titres non cotés et non admis aux opérations d'une infrastructure DLT, l'émetteur est par principe responsable sauf à déléguer cette responsabilité à un tiers (prestataire) (cf. tableau ci-après).

➔ Ces deux propositions écartent le recours aux titres nominatifs avec administration d'un registre de l'émetteur par ce dernier ou par un tiers mandaté par l'émetteur (l'option 2 coexistant cependant avec le régime actuel des titres nominatifs inscrits en DEEP, avec la faculté de désigner un intermédiaire administrant l'inscription dans ce DEEP) et permettent l'enregistrement du droit de propriété directement au sein de la DLT.

➔ Il convient de distinguer le régime actuel des titres inscrits en DEEP déjà prévu en droit français des titres inscrits auprès d'une infrastructure DLT visées par le Règlement Régime Pilote.

À titre de rappel, le Régime pilote prévoit trois catégories de bénéficiaires qui sont soit des systèmes multilatéraux de négociation, soit des dépositaires centraux de titres. Néanmoins, dans le cadre du régime pilote, ces infrastructures peuvent par voie d'exemption exercer une activité qui n'est pas accessible aux infrastructures de même catégorie qui ne demandent pas le bénéfice du régime pilote. Ainsi, un système multilatéral pourra exercer une fonction de règlement-livraison.

Les catégories sont : DLT MTF (pour *DLT Multitrading facility* : un système multilatéral de négociation) ; DLT SS (pour *DLT Settlement System*: système de règlement) et DLT TSS pour (*DLT Trading and Settlement System* : système de négociation et de règlement cumulant ainsi les deux activités).

Dans ce cadre, il convient de préciser les éléments de responsabilité prévus au régime pilote et ceux qui relèvent du droit interne, par catégorie d'opérations.



2.7 - Tableau de synthèse des types de responsabilité dans le cadre du Règlement Régime Pilote pour les titres au porteur en application du Règlement Régime Pilote et dans le cadre d'une création d'une troisième modalité de détention des titres financiers.

	Infrastructures DLT Règlement EU d'application directe		
	DLT MTF	DLT SS	DLT TSS
Responsabilité de la validité de l'émission (droit des sociétés)	Article 3, règlement.	Article 3, règlement.	Article 3, règlement.
Responsabilité en cas de perte de titres	N/A	La responsabilité est visée à Art. 7.6 Règlement Régime Pilote Montant maximum correspondant à la valeur boursière des titres perdus, sauf cas de force majeure. (The operator of a DLT market infrastructure shall not be liable where it can prove that the loss has arisen as a result of an external event beyond its reasonable control, the consequences of which would have been unavoidable despite all reasonable efforts to the contrary).	La responsabilité est visée à Art. 7.6 Règlement Régime Pilote Montant maximum correspondant à la valeur boursière des titres perdus, sauf cas de force majeure.
Obligations liées à la conservation des titres/fonds/moyens d'accès	N/A	Art. 7.5 en cas de conservation : <ul style="list-style-type: none"> • ségrégation, • utilisation sur autorisation expresse, • enregistrements, • protection contre la fraude et la cybermenace, • gestion informatique attachée. N/A en l'absence de conservation.	Art. 7.5 en cas de conservation : <ul style="list-style-type: none"> • ségrégation, • utilisation sur autorisation expresse, • enregistrements, • protection contre la fraude et la cybermenace, • gestion informatique attachée. N/A en l'absence de conservation.



Obligations liées à la facilitation de l'exercice des droits attachés au titres ⁶	<i>La question devra être réglée par une révision de la Directive SRD 2.</i>	<i>La question devra être réglée par une révision de la Directive SRD 2.</i>	<i>La question devra être réglée par une révision de la Directive SRD 2.</i>
Changement de DLT en cas de compromission et plan de continuation d'activité (stratégie de transition)	Art. 7.7 du Régime pilote.	Art. 7.7 du Régime pilote.	Art. 7.7 du Régime pilote.
Obligations en matière d'AML	Livre V, Titre 6 CMF.	Livre V, Titre 6 CMF.	Livre V, Titre 6 CMF.

⁶ En supposant au préalable que l'émetteur respecte ses obligations quant aux droits des investisseurs.



	Option 2 : titres au porteur Régime national		Option 3 : titres numériques Régime national	
	Émetteur dans le cadre de l'option 2	Participant ⁶ à la DLT dans le cadre de l'option 2	Émetteur ou délégataire dans le cadre de l'option 3	Participant ⁷ à la DLT dans le cadre de l'option 3
Responsabilité de la validité de l'émission (droit des sociétés)	Selon les dispositions actuelles CC et CMF	N/A	Émetteur seul responsable de la décision d'inscription des titres en DLT (Art. R. 211-1-1 à R. 211-1-3 nouveau).	N/A
Responsabilité en cas de perte de titres	N/A	N/A	N/A en cas de recours aux infrastructures DLT et cas de recours aux infrastructures DLT : selon les dispositions actuelles CMF et CC.	N/A
Obligations liées à la conservation des titres/fonds/moyens d'accès	N/A	N/A En cas de conservation des moyens d'accès par un intermédiaire alors le droit local doit prévoir une disposition (potentiellement dans le RG AMF pour régir ses obligations).	Émetteur ou délégataire (gestion des moyens d'accès). Gestion des actifs de type tenue de registre (équivalente à tenue d'un OPC). Art. L. 211-6 CMF Art. R.211-9-7 CMF.	N/A En cas de non conservation par infrastructure DLT mais d'une conservation par le participant alors le droit local doit prévoir une disposition.

⁶ Intermédiaire ou propriétaire des titres sans intermédiaire.

⁷ Intermédiaire ou propriétaire des titres sans intermédiaire.



Obligations liées à la facilitation de l'exercice des droits attachés au titres ⁸	N/A ⁹	N/A en cas de participation directe du propriétaire à la DLT et , en cas d'intervention d'un intermédiaire alors le droit local doit prévoir une disposition.	Émetteur ou délégataire (gestion des moyens d'accès). Gestion des moyens d'accès. Art. L. 211-6 CMF Art. R. 211-9-7 CMF.	N/A en cas de participation directe du propriétaire à la DLT. En cas d'intervention d'un intermédiaire alors le droit local doit prévoir une disposition.
Changement de DLT en cas de compromission et plan de continuation d'activité (stratégie de transition)	N/A	N/A	Émetteur ou délégataire Mission de Supervision du DEEP. Art. L. 211-6 CMF Art. R.211-9-7 CMF.	N/A
Obligations en matière d'AML	N/A	Livre V, Titre 6 CMF.	N/A	Livre V, Titre 6 CMF.

⁸ En supposant au préalable que l'émetteur respecte ses obligations quant aux droits des investisseurs.

⁹ Cela présuppose que l'émetteur distribue les doits (dividendes /coupons).



COMPOSITION DU GROUPE DE TRAVAIL



COMPOSITION DU GROUPE DE TRAVAIL sur la réforme des titres financiers numériques

PRÉSIDENT

- **Hubert de Vauplane**, Kramer Levin

Les réunions se sont tenues soit sous forme plénière, soit sous forme restreinte au sein de trois sous-groupes.

SOUS-GROUPE 1

Le sous-groupe de travail était dirigé par **Hervé Ekué**, Allen & Overy.

Il était composé des personnes suivantes :

- **Nadège Debeney**, Avocat du cabinet Allen & Overy
- **Annabelle Bernal**, Société Générale
- **Karima Lachgar**, Avocat du cabinet Osborne & Clarke
- **Matthieu Lucchesi**, Avocat du cabinet Gide, Loyrette, Nouel
- **Stéphane Blémus**, SG Forge
- **Antoine Bargas**, BNP Paribas
- **Sébastien Dussart**, BNP Paribas
- **Erieu Peyroux**, Euronext
- **Kais Haj Taieb**, CACEIS
- **Cheyenne Bras**, AMF
- **Clément Saudo**, AMF

SOUS-GROUPE 2

Le sous-groupe de travail codirigé par **Philippe Goutay**, Jones Day et **Clément Saudo**, AMF.

Il était composé des personnes suivantes :

- **France Drummond**, Professeur agrégé des facultés de droit à l'Université Paris-Panthéon Assas
- **Fanny Palmieri**, Euroclear
- **Arnaud Reygrobellet**, Professeur agrégé des facultés de droit à l'Université Paris X Nanterre et avocat du cabinet, CMS Francis Lefebvre



- **Patrick Barban**, Professeur agrégé des facultés de droit à l'Université du Havre
- **Stéphanie Cabossioras**, AMF
- **Cheyenne Bras**, AMF
- **Marc-Etienne Sébire**, CMS
- **Frédéric Lacroix**, Clifford Chance
- **Marc Péronne**, Freshfields.

SOUS-GROUPE 3

Le sous-groupe de travail était codirigé par **Hubert de Vauplane**, Kramer Levin et **Patrick Barban**, Professeur agrégé des facultés de droit à l'Université du Havre.

Il était composé des personnes suivantes :

- **Xavier Lavayssière**, Chercheur et conférencier en crypto-actifs et *Blockchain*
- **Stéphanie Cabossioras**, AMF
- **Cheyenne Bras**, AMF
- **Clément Saudo**, AMF



LISTE DES ANNEXES



LISTE DES ANNEXES

Merci de consulter les annexes ci-dessous en téléchargeant le document joint à ce rapport.

Annexe 1 - Comparaison internationale : Luxembourg et Allemagne.

Annexe 2 - Comparaison internationale Suisse.

Annexe 3 - Tableau thématique des dispositions relatives aux titres inscrits dans un DEEP.

Annexe 4 - Dispositions du RG AMF pouvant être modifiées.

Annexe 5 - Propositions de modifications et commentaires du sous-groupe 2.

Annexe 6 - Modification proposées par le sous-groupe 3 pour la création d'un nouveau régime de titres financiers numériques.

Annexe 7 - Composition du groupe de travail et des sous-groupes de travail.