

A Paris, le 22 mai 2017

CONSULTATION PUBLIQUE DE LA DIRECTION GENERALE DU TRESOR

CONTRIBUTION DE CMS BUREAU FRANCIS LEFEBVRE

Introduction

CMS Bureau Francis Lefebvre (« **CMS BFL** » ou le « **Cabinet** ») est parmi les tout premiers cabinets d'avocats d'affaires en France, avec plus de 400 avocats dont 106 associés. CMS BFL est membre du réseau CMS, qui compte 4500 avocats et dispose de 70 bureaux répartis dans le monde. Notre Cabinet accompagne de nombreux acteurs traditionnels et nouveaux entrants pour la mise en place de services innovants en matière bancaire et financière apportant ainsi sa contribution à une plus grande attractivité de la Place de Paris et de son écosystème.

CMS BFL se félicite de la consultation publique lancée par la Direction Générale du Trésor pour élaborer l'ordonnance prévue à 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 (la « **Loi d'habilitation** »). CMS BFL considère qu'il est impératif que le droit français soit ajusté pour favoriser le développement de dispositifs d'enregistrement électronique partagé (« **DLT** ») permettant la représentation et la transmission des titres financiers non offerts au public. Il se réjouit de pouvoir apporter son expertise à l'élaboration de ce texte pionnier comme le fut, en son temps, l'article 94 la loi n° 81-1160 du 30 décembre 1981 organisant la dématérialisation des valeurs mobilières.

En effet, le positionnement de CMS BFL s'inscrit pleinement dans la démarche collective de soutien à l'innovation numérique et aux nouveaux usages au cœur du développement de la technologie *blockchain* et des Fintechs dont les *business models* reposent sur le Software As a Service (« **SAAS** »)¹.

¹ Autrement dit sur l'exploitation commerciale d'un ou plusieurs logiciels dont l'utilisation par les clients ne repose pas sur le paiement d'une licence d'utilisation mais sur le paiement d'un abonnement en ligne (ou l'utilisation libre du service en ligne).

RESUME

CMS BFL considère que le cadre juridique existant ne présente pas d'obstacles majeurs au développement de DLT pour la tenue des registres des actionnaires des sociétés de capital et la tenue de compte émission des organismes de placement collectif (« OPC »)².

Pour autant, la mise en place de tels outils technologiques nécessite la modernisation des dispositions en matière de tenue de compte/tenue de compte émission. Il nous paraît indispensable que le recours à de tels outils soit expressément autorisé.

Par ailleurs, notre Cabinet estime que la troisième fonction de représentation juridique des titres financiers est l'option la plus à même d'inciter au passage au dispositif de DLT car offrant aux émetteurs et aux investisseurs l'avantage d'une solution intégrée.

Cependant, il nous semble qu'il conviendra de faire coexister le dispositif actuel avec le futur cadre permettant le recours à la technologie *blockchain* dans la mesure où i) en premier lieu, ce choix devrait toujours relever de la liberté de l'émetteur et/ou des actionnaires et ii) en second lieu, il est communément admis que la technologie *blockchain* n'a pas encore atteint un niveau de maturité suffisant justifiant la généralisation de son application à un DLT³.

A cet égard, nous appelons l'attention de la Direction Générale du Trésor, outre les points de préoccupations identifiés au travers des questions posées dans le document de consultation, sur les conditions dans lesquelles l'option en faveur de la technologie *blockchain* pourra être arrêtée dans les sociétés. Les mandataires sociaux pourront-ils décider seuls ou devront-ils solliciter l'accord de la collectivité des actionnaires ? En l'état du droit positif, pour les titres de capital, une clause statutaire nous semble requise. En conséquence, CMS BFL suggère, parmi ses différentes propositions d'aménagements du cadre actuel, des amendements sur les conditions de recours à un DLT en préconisant la nécessaire autorisation de la collectivité de ces actionnaires.

Par ailleurs, s'agissant de l'attractivité du futur cadre national, notre Cabinet considère que la coexistence de DLT publics et privés présenteraient de nombreux avantages quoique nécessitant d'adopter une approche graduée. Une telle approche graduée nous semblerait de nature à répondre de manière appropriée aux problématiques de gouvernance et de cartographie des risques que nous avons identifiés (réponse aux questions 2 et suivantes).

En effet, l'existence d'une *blockchain* implique en principe que soient réunis les cinq éléments suivants: (i) une confiance distribuée, (ii) un système transactionnel, (iii) garanti par une large communauté, (iv) sans tiers de confiance, (v) opérant des protocoles complexes. Certains auteurs considèrent que les deux derniers éléments - difficiles à mettre en place car coûteux pour les acteurs de la communauté - peuvent être utilement remplacés dans le cadre de DLT privés par un tiers de confiance : le résultat est ainsi un DLT partagé avec tous mais authentifiée par ledit tiers de confiance (le gestionnaire).

Dans ces conditions, l'approche graduée préconisée consisterait à favoriser le développement de différentes catégories de DLT par typologie de titres financiers non cotés

² Les titres de créance négociables étant de facto exclus du périmètre de la Loi d'habilitation dans la mesure où les opérations sur cette catégorie de titres se dénouent en monnaie banque centrale.

³ Open Data Institute, *Applying blockchain technology in global data infrastructure*, April 2016; IOSCO, *Research Report on Financial Technologies (Fintech)*, February 2017.

(et donc à favoriser le développement de différentes approches en matière de gouvernance et de supervision) :

Pour les titres de capital émis par des sociétés par actions

- DLT publics ;
- DLT certifiés de confiance privés ou publics dans le cadre d'une réglementation et d'une supervision qui resterait à élaborer mais pourrait s'inspirer des dispositions prévues à l'article 24 f) du Règlement européen sur l'identification électronique et les services de confiance pour les transactions électroniques au sein du marché intérieur (le « **Règlement eIDAS** »).

Pour les parts ou actions d'OPC

- DLT privés et soumis aux exigences actuelles telles que prévues par le Règlement Général de l'AMF (le « **RGAMF** ») compte tenu de l'exigence de protection du public attachée aux OPC et devant être opérés par un gestionnaire ayant le statut de prestataire de services d'investissement. Ces DLT privés pourraient également prétendre à une certification de confiance en plus du cadre actuel à respecter.

S'agissant de la problématique des effets juridiques attachés à l'enregistrement d'une opération de cession de titres financiers dans un DLT, CMS BFL recommande une approche pragmatique évitant un « détricotage » du droit français des titres qui i) ne nous paraît pas un préalable nécessaire au lancement de la DLT et ii) pourrait avoir des conséquences préjudiciables dans le cadre des discussions européennes sur la mise en place du projet d'Union de Marché de Capitaux (« **UMC** »).

Dans ces conditions, nous suggérons comme indiqué dans nos observations aux questions 1 et 4, l'assimilation juridique de l'inscription dans le DLT de la cession de titres financiers à une inscription en compte-titres. Cette solution directement inspirée de l'approche retenue pour la transmission des minibons permettrait de conférer à la matérialisation de la cession dans le DLT l'ensemble des effets juridiques attachés à une inscription en compte-titres.

Ainsi il conviendrait d'insérer deux nouvelles dispositions à la suite de l'article L. 211-3 du Code monétaire et financier (le « **CMF** ») et de prévoir des ajustements symétriques dans les articles du Code de commerce qui traitent de cette question pour i) consacrer expressément la possibilité de recourir à un DLT pour l'émission et la cession de titres financiers non cotés et ii) préciser que le transfert de propriété de titres financiers non cotés résulte de l'inscription de la cession dans le dispositif d'enregistrement électronique qui tient lieu d'inscription en compte-titres.

Au-delà de la question de la lisibilité et de l'attractivité du cadre futur se pose naturellement la question des risques à adresser/identifier pour permettre aux émetteurs d'évoluer dans un environnement sécurisé propice à instaurer la confiance des investisseurs potentiels. A cet égard, CMS BFL considère que les six thématiques essentielles à régler dans le projet de décret à venir et de chantiers de *soft law* sont les suivantes :

- conformité avec les exigences inspirées du Règlement eIDAS ;
- protection des avoirs clients ;
- protection des données personnelles ;

- politiques de Know Your Customer (« **KYC** ») et de lutte contre le blanchiment de capitaux et le financement du terrorisme (« **LCB-FT** ») ;
- cyber sécurité ; et
- continuité du service et prévention des risques de défaillance technique et matérielle.

Dans ce cadre, CMS BFL appelle l'attention de la Direction Générale du Trésor sur les principaux points à adresser pour chacun des éléments de la cartographie des risques.

Enfin s'agissant des problématiques d'extraterritorialité et de conflits de lois attachées au développement de DLT qui pourraient être opérés depuis une implantation localisée en dehors du territoire national ou de l'Union européenne, nous préconisons l'adoption d'une règle de conflits de lois disposant que, dès lors que les titres sont émis sur le fondement du droit applicable à l'émetteur (*lex societatis*) ici le droit français, la loi applicable à la détermination et à la reconnaissance des droits incorporés aux titres financiers émis serait exclusivement la loi française.

SOMMAIRE

1. BESOIN OU NON DE LEGIFERER	6
1.1 Rappel du dispositif juridique existant	7
(A) Périmètre des titres financiers concernés par la Loi d'habilitation	7
(B) Régime d'inscription en compte-titres par catégorie de titres financiers	8
1.2 Pistes d'aménagements du droit actuel	9
(A) Modernisation des règles actuelles en matière de tenue des comptes des titres financiers non admis aux opérations d'un CSD	9
(B) Coexistence de deux régimes juridiques distincts de cession des titres financiers non admis aux opérations d'un CSD	11
(C) Cartographie des risques liés à la technologie <i>blockchain</i>	12
2. CADRE JURIDIQUE A ENVISAGER POUR LE DEVELOPPEMENT DES DLT	16
2.1 Titres financiers couverts par la réforme	16
2.2 Représentation des titres financiers au moyen d'un DLT	16
2.3 Transmission des titres financiers au moyen d'un DLT	19
2.4 Livraison de titres financiers contre règlement en espèces	19
2.5 Caractéristiques des dispositifs DLT	20
(A) Supervision de la DLT	23
(B) Agrément et contrôle du gestionnaire du DLT	23
(C) Conditions d'accès des participants du DLT	23
(D) Droits ouverts par les titres dans ou contre l'émetteur	24
(E) Règle de conflits de loi applicable à la détermination des droits attachés à la détention des titres financiers	25
3. CADRE REGLEMENTAIRE DANS LE PROLONGEMENT DE CETTE ORDONNANCE	28
ANNEXE I- Etat du droit positif de la représentation juridique des titres financiers	30
ANNEXE II - Synthèse de nos propositions d'amendements	39
ANNEXE III - Article 24 Règlement eIDAS	45

1. BESOIN OU NON DE LEGIFERER

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.

Il nous semble que le droit positif actuel et en particulier les dispositions du CMF ne présentent pas d'obstacles majeurs à la mise en place d'un ou plusieurs DLT pour l'enregistrement et la représentation des titres financiers, tel que visé par la Loi d'habilitation. Cependant ce dispositif législatif et réglementaire appelle, selon nous, un certain nombre d'aménagements et de clarifications afin de permettre une meilleure lisibilité du droit et une plus grande sécurité juridique dans le cadre du développement de DLT privés/autorisés/publics.

Ces aménagements auront une portée plus ou moins importante selon l'option choisie entre les trois fonctions envisageables :

- soit le dispositif de DLT est un simple outil technique mis à la disposition des opérateurs et, dans ce cas, le droit n'a sans doute pas grand-chose à dire ;
- soit le dispositif de DLT devient un mode juridique – exclusif ou possible – de preuve de la propriété des titres financiers, auquel cas un ajustement *a minima* du droit sera requis (articulation avec les règles actuelles en matière de signature électronique ; prise en compte des dispositions inscrites dans le Règlement UE 2016/679 du 27 avril 2016 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, etc.) ;
- soit, ce qui semble être l'option retenue par différents groupes de travail, le dispositif de DLT est érigé par la loi comme la seule modalité possible de représentation juridique de la propriété des titres financiers (ce qui inclut les modalités de cession des titres et toutes opérations affectant le droit de propriété : nantissement, prêt, aliénation fiduciaire, location, etc.) et alors les modifications à apporter au droit positif sont plus importantes, sans toutefois que notre univers mental en soit substantiellement affecté.

Tel que développé dans notre réponse à la question 4, il nous semble que la troisième option envisagée est la seule présentant une réelle valeur ajoutée au regard des *set-ups* existants car la fonction de représentation juridique des titres financiers permet à elle seule d'assurer :

- la circulation des titres financiers au travers des opérations de cession ;
- le transfert de propriété ; et
- la preuve de la propriété.

Dans une phase d'expérimentation et de stabilisation de la technologie *blockchain*, la troisième option devrait, cependant, continuer de coexister avec le cadre actuel de tenue de registre ou de tenue de compte émission (voir point 1.2 B).

1.1 Rappel du dispositif juridique existant

(A) Périmètre des titres financiers concernés par la Loi d'habilitation

En premier lieu, il convient de rappeler que les titres financiers⁴ visés par la Loi d'habilitation sont ceux qui :

- (i) « ne sont pas admis aux opérations d'un dépositaire central » ;
- (ii) « ni livrés dans un système de règlement et de livraison d'instruments financiers ».

Notre compréhension est que la Loi d'habilitation ne vise que les titres financiers qui ne sont pas offerts au public et ne sont pas admis aux opérations d'un dépositaire central (« **CSD** »).

Sont également concernés les titres financiers qui ne sont pas admis aux opérations d'un CSD et qui sont inscrits en la forme nominative administrée par application des articles R. 211-4 du CMF et 322-2, II et 322-3 du RGAMF⁵.

Ainsi, les titres financiers en la forme nominative concernés sont :

- les titres de capital (actions et actions de préférence), les titres donnant accès au capital ou donnant droit à l'attribution de titres de créance⁶ et les valeurs mobilières représentatives d'un droit de créance (obligations et titres participatifs⁷) ; et
- les titres de créances négociables⁸, les parts d'organismes de placement collectif (les « **OPC** »)⁹, y compris les parts de SCPI¹⁰, les parts des sociétés d'épargne forestière¹¹ - et les parts des sociétés de libre partenariat (« **SLP** »)¹².

On peut s'interroger sur le sort à réserver aux titres émis par l'Etat¹³. A notre sens, il n'y a pas de raison de les exclure du périmètre d'une réglementation à élaborer. Mais cette question devrait faire l'objet d'un arbitrage des pouvoirs publics.

Par ailleurs, la circonstance que les titulaires des titres soient non-résidents¹⁴ ne devrait pas non plus soulever de difficulté majeure à cet égard.

⁴ Les titres financiers sont listés à l'article L. 211-1, II du CMF qui vise « 1. Les titres de capital émis par des sociétés par action. 2. Les titres de créance. 3. Les parts ou actions d'organismes de placement collectifs. ».

⁵ Dans ce cas l'émetteur désigne un intermédiaire mentionné au 2° à 7° de l'article L. 542-1 du CMF chargé d'émettre des ordres de mouvement pour assurer la circulation des titres financiers faisant l'objet d'une inscription en compte en la forme nominative administrée. Il nous semble que le « nominatif administré » ne vise que le cas où l'administration des titres a été confiée par leur titulaire à un teneur de compte conservateur. L'hypothèse envisagée à l'art. L. 211-8 est différente (possibilité pour l'émetteur de désigner un mandataire et de le charger de « la tenue des comptes qui [lui] incombe ») et induit un régime différent (article R. 211-3 du CMF et articles 322-33 et s. du RGAMF).

⁶ Articles L. 228-91 et s. du Code de commerce (« **CCOM** »).

⁷ Articles L. 228-36-A et s. du CCOM.

⁸ Visés par l'article L. 213-1 du CMF.

⁹ Visés par l'article L. 214-1 du CMF.

¹⁰ Visées à l'article L. 214-114 du CMF.

¹¹ Mentionnées à l'article L. 214-121 du CMF - bien qu'elles ne soient pas considérées comme des titres négociables (article L. 211-14 du CMF).

¹² Mentionnées aux articles L. 214-162-1 et suivants du CMF.

¹³ Mentionnés aux articles L. 213-21-1 et s. du CMF.

Sont en revanche exclus les effets de commerce et les bons de caisse au motif qu'ils « *ne sont pas des instruments financiers* »¹⁵.

L'exclusion des minibons, en tant que sous-catégorie des bons de caisse, n'est pas dirimante dans la mesure où il est prévu que « *l'émission et la cession de mini bons peuvent également être inscrites dans un dispositif d'enregistrement électronique partagé permettant l'authentification de ces opérations, dans des conditions, notamment de sécurité, définies par décret en Conseil d'Etat* »¹⁶.

On notera toutefois la relative incohérence consistant à exiger, dans un cas, une norme de rang législatif et, dans l'autre, un simple décret pour introduire la technologie de DLT dans notre droit positif.

La même question se posera, nous semble-t-il, à propos des quotas d'émission de gaz à effet de serre¹⁷ si la technologie DLT était étendue aux instruments financiers livrés dans un système de règlement et de livraison.

Enfin, les titres au porteur sont également exclus du périmètre de la Loi d'habilitation, dans la mesure où sont nécessairement nominatifs les « *titres financiers qui ne sont pas admis aux opérations d'un dépositaire central* »¹⁸.

(B) Régime d'inscription en compte-titres par catégorie de titres financiers

Les titres financiers susvisés ne font pas l'objet d'une tenue de compte conservation (« **TCC** »).

En effet, par lecture *a contrario* du 1° de l'article L. 542-1 du CMF et de l'article 322-49-1 du RGAMF¹⁹, les émetteurs qui n'offrent pas leurs titres financiers au public (notamment les titres autres que ceux négociés sur un marché réglementé ou sur des systèmes multilatéraux de négociation en pratique) ne sont pas assimilés à des teneurs de compte-conservateurs²⁰.

Ces derniers ne sont donc pas soumis aux dispositions législatives du CMF et du RGAMF (notamment du cahier des charges du teneur de compte conservateur) fixant les exigences à respecter pour l'exercice de l'activité de TCC.

¹⁴ Articles L. 228-1 alinéa 7 et L. 228-3-2 du CCOM.

¹⁵ Article L. 211-1 IV du CMF.

¹⁶ Article L. 223-12 du CMF.

¹⁷ Article L. 229-7 du Code de l'environnement.

¹⁸ Article L. 211-7 alinéa 2 du CMF.

¹⁹ « *En application du 1° de l'article L. 542- 1 du CMF, les personnes morales qui émettent des titres financiers ayant fait l'objet d'une offre au public sont autorisées à exercer l'activité de tenue de compte conservation.* ».

²⁰ En vertu de cette disposition, les seules personnes morales pouvant exercer l'activité de TCC relativement aux titres qu'elles ont émis sont « *1° les personnes morales au titre des instruments financiers qu'elles émettent par offre au public* ».

Bien qu'il ne s'agisse pas techniquement de TCC, les inscriptions et la tenue des titres au nom de leurs titulaires dans les registres tenus par les émetteurs, par les OPC ou par leurs mandataires sont réalisées sur des comptes-titres, par application de l'article L. 211-3, 1° du CMF qui dispose :

« Les titres financiers, émis en territoire français et soumis à la législation française, sont inscrits dans un compte-titres tenu soit par l'émetteur, soit par l'un des intermédiaires mentionnés aux 2° à 7° de [l'article L. 542-1](#). »

La tenue de ces titres est qualifiée selon la nature des titres financiers :

- **de tenue de registre** pour les valeurs mobilières nominatives émises par une société par actions autre qu'un OPC²¹ ;

Comme l'indiquent les auteurs du Mémento Sociétés commerciales :

« Il n'existe aucune disposition législative ou réglementaire organisant la tenue des comptes dans les sociétés – de beaucoup les plus nombreuses – qui n'effectuent pas d'opérations d'offre au public de titres financiers ou d'admission d'instruments financiers aux négociations sur un marché réglementé.

Ces sociétés doivent donc aménager dans leurs statuts les modalités selon lesquelles sont constatées les inscriptions en compte et les transmissions des instruments financiers qu'elles ont émis : forme et contenu des demandes de virement, pièces justificatives de l'identité et de la capacité du donneur d'ordre, délai pour réaliser le virement, etc. »²².

- **de tenue de compte émission** pour les titres nominatifs émis par les OPC²³ ; et
- **de domiciliation** pour les titres de créances négociables²⁴. Etant entendu que dans la mesure où les opérations sur titres de créance négociables se dénouent en monnaie banque centrale, ces titres seraient *de facto* exclus du champ du cadre à moderniser.

1.2 Pistes d'aménagements du droit actuel

(A) Modernisation des règles actuelles en matière de tenue des comptes des titres financiers non admis aux opérations d'un CSD

Sous réserve que les mesures envisagées pour permettre le développement de DLT ne concernent que les titres financiers non admis aux opérations d'un CSD ou d'un système de règlement-livraison, le cadre juridique français ne présente pas d'obstacles majeurs à la désignation par un émetteur ou par un OPC, d'un délégué en charge de la gestion du DLT permettant la représentation et la transmission des titres financiers non cotés qu'il émet.

²¹ Articles R. 228-7 à R. 228-9 du CCOM.

²² A. Charveriat, A. Couret, B. Zabala, *Mémento Sociétés commerciales*, 2017, n°62320.

²³ Telle qu'encadrée par les dispositions prévues aux articles 411-70 (pour les OPCVM) et 422-48 (pour les FIA) du RGAMF.

²⁴ Conformément à [l'article 3 de l'arrêté du 31 décembre 1998](#) relatif aux conditions que doivent remplir les émetteurs de titres de créances négociables mentionnées aux 1° bis à 11° de l'article L. 213-3 du CMF et imposant la désignation d'un agent domiciliataire de titres de créances négociables.

En revanche, il nous semble que les dispositions actuelles sur le régime d'inscription par catégorie de titres financiers devraient faire l'objet d'aménagements pour tenir compte des progrès technologiques en matière de représentation et de transmission de titres financiers au travers de DLT afin :

- de moderniser les dispositions actuelles en matière de i) tenue de registre et de ii) tenue de compte émission d'OPC applicables aux différentes catégories de titres financiers non admis aux opérations d'un CSD afin de les rendre compatibles avec l'utilisation de DLT ; et
- d'aligner les effets juridiques de la représentation de titres financiers au sein d'une *blockchain* avec les effets juridiques attachés à une inscription de titres financiers non cotés dans un compte-titres (voir nos propositions en Annexe 2).

En effet, en droit français indépendamment des fonctions de TCC, de tenue de compte émission et de tenue de registre, c'est bien en application des articles L. 211-3 et R. 211-1 du CMF²⁵ que la propriété des titres financiers est « matérialisée » par l'inscription au compte du titulaire de ces titres. Et c'est en vertu de l'article L. 211-17, I, du même Code qu'il est énoncé que le transfert de propriété de titres financiers résulte de l'inscription de ces titres au compte-titres de l'acquéreur.

De notre point de vue et à la lumière de contentieux post-crise ayant concerné la détention de parts et actions d'OPC inscrits auprès de registres²⁶, l'application de la technologie *blockchain* et le développement de DLT devraient permettre la représentation juridique des titres financiers²⁷ en offrant un réel avantage tant d'un point de vue économique que juridique par rapport aux *setups* traditionnels existants.

En effet dans cette situation :

- les titres financiers circulent par enregistrement dans un DLT ;
- le transfert de propriété résulte de l'enregistrement de l'opération de cession par l'ajout d'un « block », authentifié et validé par consensus de l'ensemble des mineurs du DLT; et
- la preuve de la propriété des titres est matérialisée par cet enregistrement au bénéfice d'un titulaire.

L'utilisation de DLT dans une fonction de représentation juridique des titres permet donc de regrouper la partie transmission des titres, propriété des titres et preuve de la transmission des titres.

²⁵ L'article R. 211-1 du CMF dispose : « *Les titres financiers ne sont matérialisés que par une inscription au compte de leur propriétaire.* ».

²⁶ En particulier, les contentieux Luxalpha et Fairfields (affaire Madoff) dans lesquels s'est posée la question de savoir si les inscriptions au registre tenu par le délégataire de l'OPC matérialisait la propriété des titres ou constituait seulement une opération technique permettant la réconciliation entre le registre tenu par le *transfert agent* et le compte-titres de l'investisseur final tenu par son TCC.

²⁷ Fonction n°3 envisagée par le document de consultation en page 4 au point 3.2.

(B) Coexistence de deux régimes juridiques distincts de cession des titres financiers non admis aux opérations d'un CSD

Dans le cadre de la présente consultation, se pose la question de savoir si l'enregistrement d'opérations de cession de titres financiers non admis aux opérations d'un CSD au travers d'un DLT doit être généralisé et rendu obligatoire.

De notre point de vue, il est nécessaire de faire coexister le dispositif actuel avec le futur cadre permettant le recours à la technologie *blockchain*.

En effet, il est communément admis par les acteurs que la technologie *blockchain* n'a pas encore atteint un niveau de maturité suffisant justifiant la généralisation de son application à un dispositif d'enregistrement électronique²⁸.

Dans ces conditions, nous plaidons pour la liberté de choix au bénéfice de l'émetteur qui doit pouvoir décider des modalités techniques d'émission et de tenue des comptes pour les titres financiers qu'il émet.

La question, importante en pratique, de savoir si les mandataires sociaux peuvent décider seuls d'opter pour la technologie *blockchain* ou s'ils doivent solliciter l'accord de la collectivité des actionnaires, voire si une clause statutaire (s'agissant des titres de capital) est nécessaire devrait être selon nous réglée par les textes. En l'état du droit positif, on rappellera que, lorsque la société entend imposer la forme nominative (dans les hypothèses où il est possible d'émettre des titres au porteur), une **clause statutaire** semble requise (Cf. CCOM, article L. 228-1, al. 3 et 5 : « *Les valeurs mobilières émises par les sociétés par actions revêtent la forme de titres au porteur ou de titres nominatifs, sauf pour les sociétés pour lesquelles la loi ou les statuts imposent la seule forme nominative, pour tout ou partie du capital* »).

CMS BFL suggère l'ajout d'une disposition précisant que « **Lorsque les statuts le prévoient, les valeurs mobilières peuvent être inscrites dans un dispositif d'enregistrement électronique partagé.** » (reprise dans notre tableau de propositions d'amendements en Annexe 2).

A titre expérimental, il aurait pu être envisagé de faire le choix de la souplesse, en admettant, par des dispositions de rang législatif, que le choix en faveur de la technologie *blockchain* soit valablement fait par le représentant légal de la société, sous réserve que ce choix soit porté à la connaissance des actionnaires et fasse l'objet de mesures de publicité (*a minima* par mention au RCS et/ou publicité au BODACC).

Pour autant, à la réflexion, il nous apparaît souhaitable que le choix du recours à un DLT relève d'une décision collective des actionnaires réunis en assemblée statuant selon les règles de modifications des statuts et soit inscrit dans les statuts. Il en va de la protection du droit de propriété des actionnaires à travers le consentement aux modalités de représentation des titres émis.

²⁸ Open Data Institute, *Applying blockchain technology in global data infrastructure*, April 2016; IOSCO, *Research Report on Financial Technologies (Fintech)*, February 2017.

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

(C) Cartographie des risques liés à la technologie *blockchain*

Nous partageons le point de vue des régulateurs internationaux tel que l'OICV et l'ESMA considérant que le bon développement des technologies DLT pose un certain nombre de défis et d'enjeux réglementaires, opérationnels, technologiques (gestion des flux), et de gestion du risque.

De notre point de vue, **la cartographie des risques juridiques, réglementaires et techniques** liés au déploiement de DLT publics/privés peut être résumée de la manière suivante :

1. Conformité avec les exigences du Règlement eIDAS ;
2. Problématiques au regard de la protection des avoirs clients ;
3. Protection des données personnelles ;
4. Politiques de KYC et de LCB-FT;
5. Cyber sécurité ; et
6. Continuité du service et prévention des risques de défaillance technique et matérielle.

(1) Conformité avec les exigences (à adapter) du Règlement eIDAS

Une première piste envisageable pour adresser cette cartographie des risques juridiques et réglementaires serait de garantir la compatibilité des DLT privés/autorisés/publics avec des dispositions nationales renforçant le dispositif issu du Règlement eIDAS adopté dans le cadre du plan d'action « Stratégie Numérique pour l'Europe ».

Abrogeant la directive 1999/93/CE et pouvant ainsi être considéré comme un cadre pouvant servir d'inspiration à la présente initiative, le Règlement eIDAS pose les conditions applicables à ces services de confiance avec pour objectif d'instaurer un climat de confiance dans l'environnement en ligne. En particulier, l'article 24 (2) du Règlement eIDAS précité impose des exigences à respecter par les prestataires fournissant des « services de confiance » numériques et délivrant des certificats qualifiés. Ces derniers sont soumis à des règles en matière d'emploi de personnels compétents, de gestion des risques de mise en responsabilité, de fiabilité et sécurité des systèmes, de protection des données personnelles, de continuité de service etc. (voir Annexe 3 pour le détail de ces exigences).

De plus, certaines technologies utilisées par la DLT – **horodatage** des blocs de données intégrés à la chaîne, **signature** permettant l'identification des participants, etc. – sont d'ores et déjà amplement prises en compte par ce texte.

(2) Problématiques au regard de la protection des avoirs clients

Il conviendrait également de préciser dans quelle mesure la mise en place de DLT devrait se traduire par le respect ou non des exigences en matière de protection des avoirs clients notamment au regard :

- des mécanismes de protection des avoirs des investisseurs, notamment de détail et de garantie des dépôts ;
- de l'application des dispositifs relatifs à la déshérence des avoirs à l'exclusion de la loi Eckert : cette dernière ne nous semble pas applicable car elle ne concerne, conformément à l'article L. 321-4 du CMF, que « (...) [les] comptes ouverts dans les livres des personnes qui fournissent des services d'investissement ou des services connexes prévus aux articles L. 321-1 et L. 321-2 [du CMF] » ;
- des modalités de mise en place ou prise de garantie sur les titres inscrits dans la *blockchain* (notamment le nantissement de comptes-titres prévu par l'article L. 211-20 du CMF) ; et
- de l'application des traitements fiscaux : entité qui serait qualifiée d'agent payeur en charge de la souscription des déclarations et réalisation des prélèvements et retenues pour versement auprès de l'administration fiscale.

(3) Protection des données personnelles

S'agissant des risques liés à la protection des données personnelles, il nous semble essentiel de veiller à ce que le développement de DLT soit conforme aux exigences posées par le Règlement (UE) 2016/679 du 27 avril 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 (le « **Règlement GDPR** »).

De plus, le futur cadre français pourrait s'inspirer d'initiatives de *soft regulation*, notamment celle du *think-tank* Open Data Institute (l'« **ODI** ») basé à Londres qui a publié en 2016 deux guides posant un certain nombre de principes respectivement i) à l'usage d'organisations gérant des données personnelles²⁹, ii) pour la gestion de données personnelles au sein d'un DLT. Ainsi l'ODI recommande s'agissant de la gestion des données personnelles au sein d'un DLT :

- l'utilisation d'une *blockchain* « à permissions » (dont les nœuds sont de confiance, par exemple car ils sont contraints par des règles, un contrat, ...) à l'inverse d'une *blockchain* entièrement ouverte et horizontale ;
- l'utilisation d'une *blockchain* pour posséder une preuve (par exemple un horodatage et une empreinte (« hash »)) attestant que la donnée a été fournie à un moment « t » et qu'elle existe. Le bloc « pointerait » simplement vers la donnée, sans en contenir une copie. Si le contenu de la donnée est retiré, la preuve que celle-ci a existé demeure dans la *blockchain* sans permettre normalement de la reconstruire ;
- la sécurisation *a minima* des données via un chiffrement avec une clef qui est l'unique moyen par lequel le contenu peut être lu ; et

²⁹ Guide, *Openness Principles for Organisations handling personal data* : <https://theodi.org/guides/openness-principles-for-organisations-handling-personal-data>

- la limitation des métadonnées qui sont source de risques de ré-identification : en effet un historique de géolocalisation inscrit dans une *blockchain* pourrait ainsi permettre de ré-identifier un individu, même anonymisé.

Le DLT pose également certaines questions en matière de durée de conservation. Nous vous renvoyons à cet égard à notre réponse à la question 15.

(4) Procédures de KYC et de LCB-FT

Il nous semble qu'il conviendrait, à tout le moins pour les DLT privés, d'encadrer les aspects de *due diligence* à l'égard des clients (KYC) et de LCB-FT applicables aux DLT.

De notre point de vue, cet encadrement doit se faire à droit constant, afin d'éviter d'imposer des exigences supplémentaires aux gestionnaires de DLT et d'atteindre de fait à leur compétitivité.

Il conviendrait donc de distinguer deux situations au regard de la réglementation et des pratiques de marché actuelles :

- s'agissant de la gestion collective et des parts d'OPC (FIA et OPCVM), conformément aux procédures internes des sociétés émettrices / OPC / sociétés de gestion³⁰, les *transfert agents* et les teneurs de registre doivent actuellement réaliser les procédures de due diligence à l'égard des clients (KYC et LCB-FT). Dès lors lorsque les DLT seront utilisés dans ce cadre, de la même manière, les *due diligence* devraient être assurées par les gestionnaires desdits DLT ; et
- s'agissant des titres de capital, les émetteurs n'étant actuellement pas soumis à des exigences en matière de LCB-FT pour la tenue de leurs registres en direct ou en délégation, il n'y a pas de raison particulière de les y assujettir au cas où ils feraient le choix de la technologie DLT. Néanmoins, les DLT certifiés de confiance (publics ou privés) au titre du futur cadre à venir et qui se positionnerait sur les titres de capital pourraient se voir attribuer cette certification de confiance en raison de leur capacité à réaliser les formalités de KYC et de LCB-FT.

(5) Cyber sécurité

Il nous semble essentiel que les données échangées dans le cadre des DLT bénéficient de la plus grande sécurité et que leur disponibilité, intégrité, confidentialité, traçabilité et authenticité puissent être garanties.

La disponibilité des données pourra être renforcée par le principe d'architecture distribuée de la *blockchain*. Le fonctionnement intrinsèque de la *blockchain* selon lequel l'ajout de nouvelles informations implique une approbation des membres du réseau nous semble de nature à renforcer l'intégrité des données.

³⁰ Il y a lieu de rappeler à cette occasion que les établissements en charge de la tenue de compte émission des OPC sont *de facto* soumis aux respects des exigences en matière de LCB-FT de par leur statut de prestataire de services d'investissement (« PSI »).

La confidentialité des données devra être assurée, ce qui reste un challenge dans l'environnement ouvert la *blockchain*, caractérisée par la transparence, les utilisateurs du DLT du réseau devant valider les transactions effectuées par les autres utilisateurs.

L'environnement devra en tout état de cause garantir la traçabilité et l'imputabilité des transactions intervenant dans le cadre des DLT à leurs émetteurs. La *blockchain* est de nature à renforcer la traçabilité des transactions puisque toutes les opérations réalisées par les utilisateurs sont partagées et enregistrées de manière définitive. La problématique de la traçabilité est plus complexe dès lors que la *blockchain* publique est basée sur un code *opensource* qui, par définition n'est pas exempt de toutes failles de sécurité.

Il conviendra sans doute, afin d'assurer le meilleur niveau de sécurité possible, de s'orienter vers des *blockchain* certifiées de confiance et des *blockchain* privées. En effet, l'utilisation de logiciel *open source* pose des questions de responsabilité et de niveau de sécurité dans la mesure où selon le logiciel *open source* utilisé la divulgation des données peut-être exponentielle. Il existe par ailleurs des exceptions aux droits d'auteurs à appréhender.

(6) Continuité du service et prévention des risques de défaillance technique et matérielle

Par ailleurs, il nous semble qu'il conviendrait d'encadrer de façon uniforme le déploiement des DLT³¹ publics et privés certifiés de confiance, de telle sorte que ces derniers soient soumis à des exigences en matière :

- de délégation de prestations essentielles externalisées ; et
- de plan de continuité de l'activité.

Ces exigences génériques devraient consister *a minima* à s'assurer que le DLT est conforme à des dispositions qui pourraient s'inspirer tout en les renforçant des mesures prévues aux paragraphes 1 et 2 de l'article 24 du Règlement eIDAS précité³².

Au regard des problématiques identifiées dans la cartographie des risques, CMS BFL préconise que le respect de ces exigences fasse l'objet d'un contrôle par une autorité de supervision désignée par la France comme c'est actuellement le cas en vertu de l'article 17 du Règlement eIDAS³³.

³¹ Que le DLT soit public ou privé/autorisé.

³² Voir Annexe 3 pour les exigences posées à l'article 24 (1) et (2).

³³ « 1. Les États membres désignent un organe de contrôle établi sur leur territoire ou, d'un commun accord avec un autre État membre, un organe de contrôle établi dans cet autre État membre. Cet organe est chargé des tâches de contrôle dans l'État membre qui a procédé à la désignation. Les organes de contrôle sont investis des pouvoirs nécessaires et dotés des ressources adéquates pour l'exercice de leurs tâches. »

2. CADRE JURIDIQUE A ENVISAGER POUR LE DEVELOPPEMENT DES DLT

2.1 Titres financiers couverts par la réforme

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 ?

L'option retenue par la Loi d'habilitation, consistant à développer un cadre juridique pour les DLT spécifiques aux titres financiers non admis aux opérations d'un CSD ou à un système de règlement-livraison de titres financiers, nous paraît à même de garantir la cohérence et la lisibilité du dispositif et d'offrir le niveau de sécurité juridique approprié pour permettre aux acteurs de développer de tels DLT.

Comme exposé précédemment, CMS BFL est d'avis que les parts d'OPC³⁴ - y compris les parts de SCPI³⁵, les parts des SEF³⁶ - et les parts des SLP³⁷ - sont incluses dans le périmètre de la réforme.

2.2 Représentation des titres financiers au moyen d'un DLT

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 ?

Il ne nous semble pas que le maintien des critères juridiques actuels sur la base desquels s'effectue la représentation des titres financiers constitue en soi un obstacle au développement des DLT pour les titres financiers visés par la Loi d'habilitation.

En effet, tel qu'indiqué dans nos observations à la question 1, les titres financiers émis par des sociétés ou des OPC qui ne font pas d'offre au public ne font pas (sauf cas spécifique) l'objet d'une TCC, mais d'une tenue de registre/tenue de compte émission/désignation d'un agent domiciliaire.

En conséquence, l'assimilation du DLT à un compte-titres tenu par un teneur de compte-conservateur ne nous apparaît pas justifiée.

En revanche, le point essentiel porte sur la question des effets juridiques attachés à un enregistrement dans un DLT d'une opération de cession. A cet égard, il nous apparaît déterminant d'**assimiler les effets juridiques de l'inscription de la cession dans le DLT aux effets juridiques d'une inscription dans un compte-titres** au sens de l'article L. 211-3 du CMF et ce, dans un souci de maintien de la cohérence du droit des titres français.

³⁴ Visés par l'article L. 214-1 du CMF.

³⁵ Visées à l'article L. 214-114 du CMF.

³⁶ Mentionnées à l'article L. 214-121 du CMF - bien qu'elles ne soient pas considérées comme des titres négociables (article L. 211-14 du CMF).

³⁷ Mentionnées aux articles L. 214-162-1 et suivants du CMF.

En effet, cette assimilation juridique nous paraît être la seule à même de garantir la force et la cohérence du dispositif français au regard du principe édicté à l'article L. 211-4 du CMF selon lequel : « *Le compte-titres est ouvert au nom d'un ou de plusieurs titulaires, propriétaires des titres financiers qui y sont inscrits* ». De même, seule cette assimilation permet de préserver la règle centrale selon laquelle « *le transfert de propriété de titres financiers résulte de l'inscription de ces titres au compte-titres de l'acquéreur* » (article L. 217-1, I, al. 1^{er} CMF ; article L. 228-1, al. 9 CCOM).

En revanche, le recours à la technologie DLT pourrait avoir raison de la veille distinction titres nominatifs/ titres au porteur, pourtant maintenue – et pour de bonnes raisons – par la loi n° 81-1160 du 30 décembre 1981 portant dématérialisation des valeurs mobilières. Rappelons seulement que si cette opposition a gardé un sens dans un univers totalement dématérialisé, c'est parce que chacune des deux formules présentait certains avantages mais associés à des inconvénients corrélatifs : la forme nominative permet à la société émettrice de connaître parfaitement et à tout moment la géographie de son actionnariat, mais lui impose la charge juridique ou financière des inscriptions en compte ; la forme au porteur libère la société émettrice de cette (lourde contrainte) de la gestion des inscriptions en compte, mais dissimule à sa connaissance l'identité des actionnaires (comme celle des porteurs de titres de créances) ; ce qui altère la vie sociale. Le DLT pourrait remédier à ces inconvénients symétriques en fondant dans une seule et même formule la représentation juridique des titres financiers, dont l'identité des porteurs pourrait être aisément connue par l'émetteur sans que celui-ci ait la charge d'en gérer le fonctionnement.

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 ?

Notre position consiste à recommander une approche pragmatique évitant un « détricotage » du droit français des titres qui i) ne nous paraît pas un préalable nécessaire au lancement de la DLT, ii) pourrait avoir des conséquences préjudiciables dans le cadre des discussions européennes sur la mise en place du projet d'UMC.

Dans ces conditions, nous suggérons comme indiqué dans nos observations aux questions 1 et 4, **l'assimilation juridique de l'inscription dans le DLT de la cession de titres financiers à une inscription en compte-titres**. Cette solution directement inspirée de l'approche retenue pour la transmission des minibons permettrait de conférer à la matérialisation de la cession dans le DLT l'ensemble des effets juridiques attachés à une inscription en compte-titres.

Ainsi il conviendrait, à la suite de l'article L. 211-3 du CMF qui dispose que « *Les titres financiers, émis en territoire français et soumis à la législation française, sont inscrits dans un compte-titres tenu soit par l'émetteur, soit par l'un des intermédiaires mentionnés aux 2° à 7° de l'article L.542-1* », d'insérer deux nouvelles dispositions dont :

- l'une reconnaîtrait expressément la possibilité de recourir à un DLT pour l'émission et la cession de titres financiers non admis aux opérations d'un CSD ou d'un système de règlement-livraison de titres financiers ; et
- l'autre préciserait que le transfert de propriété de titres financiers non admis aux opérations d'un CSD ou d'un système de règlement-livraison résulte de l'inscription de la cession dans le dispositif d'enregistrement électronique mentionné à l'article

L. [...], qui tient lieu d'inscription en compte-titres pour l'application des articles L. 211-3³⁸, L. 211-4³⁹, L. 211-15⁴⁰, L. 211-16⁴¹ et L. 211-17 du CMF.

Des ajustements symétriques seraient à prévoir dans les articles du CCOM qui traitent de cette question.

En particulier :

- pourrait être ainsi amendé la seconde phrase du neuvième alinéa de l'article L. 228-1 : « Dans les autres cas, le transfert de propriété résulte de l'inscription des valeurs mobilières au compte de l'acheteur ou dans un dispositif d'enregistrement électronique partagé, dans des conditions fixées par décret en Conseil d'Etat ».
- pourrait être introduit dans la partie réglementaire un article R. 228-9-1 disposant : « Si l'émetteur le décide, un dispositif d'enregistrement électronique partagé peut remplacer les registres mentionnés à l'article R. 228-8. Le dispositif doit contenir les indications mentionnées aux articles R. 228-8 et R. 228-9 » ;
- pourrait être ainsi complété l'article R. 228-10 : « Pour l'application de la dernière phrase du neuvième alinéa de l'article L. 228-1, l'inscription au compte de l'acheteur ou dans un dispositif d'enregistrement électronique partagé est faite à la date fixée par l'accord des parties et notifiée à la société émettrice ».

Dans cette hypothèse, les fondements du droit français des titres ne subiraient pas d'altérations au regard de la protection des titulaires des titres et du maintien de la relation entre l'investisseur et l'émetteur.

Pour autant, il resterait à régler un certain nombre de questions pratiques résultant de situations spécifiques propres à la détention de titres et certaines opérations sur titres financiers (« **OST** ») telles que :

- l'octroi d'avantages particuliers (droit de vote double, dividende majoré) ou de restrictions à la détention de titres financiers (actions non entièrement libérées, clause d'agrément) qui sont attachés à la forme nominative des titres détenus au travers d'un DLT ;
- le démembrement de propriété⁴² ;
- l'application d'OST et d'accès au registre constitué des différents nœuds du DLT lors de l'organisation d'assemblées générales (R. 225-86 du CCOM s'agissant de sociétés non admises aux opérations d'un CSD) ; et
- le régime des titres en indivision⁴³.

³⁸ Pour le régime général de détention des titres financiers.

³⁹ Pour l'inscription au nom du ou des propriétaires.

⁴⁰ Pour la transmission des titres financiers.

⁴¹ Pour la protection de l'acquéreur de bonne foi.

⁴² Article L225-110 du CCOM.

⁴³ Article L225-110 du CCOM.

2.3 Transmission des titres financiers au moyen d'un DLT

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

La dernière option nous semble la plus opportune. Les titres financiers seraient réellement transmis par enregistrement dans un DLT parce qu'un tel enregistrement serait assimilable à un « virement » de compte-titres à compte-titres par application de l'article L. 211-15 du CMF.

En effet comme indiqué dans notre réponse à la question 1, la fonction de représentation juridique des titres financiers nous semble à même d'assurer par l'inscription de l'opération de cession de titres financiers dans le DLT :

- la circulation/transmission ;
- le transfert de propriété, l'inscription de l'opération de cession étant alors assimilée à une inscription en compte-titres ; et
- la preuve de la propriété des titres.

Les deux premières options ne semblent pas, à elles seules, pouvoir apporter réellement de valeur ajoutée par rapport aux *setups* déjà existants.

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 ?

Voir notre réponse aux questions 4, 5 et 6.

2.4 Livraison de titres financiers contre règlement en espèces

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 ?

La mise en place d'une solution « *delivery versus payment* » (« **DVP** ») au sein d'un DLT titres se traduirait par la livraison immédiate de la partie espèces d'une opération de cession de titres financiers et rendrait de ce fait plus attractive la circulation des titres financiers au sein d'un tel dispositif.

La mise en place d'une solution DVP supposerait d'une part i) que la patte titres et la patte espèces soient représentées au sein du DLT et d'autre part ii) un accès à la monnaie banque centrale permettant de supprimer le risque de *settlement*⁴⁴.

⁴⁴ European Central Bank, *In Focus, Distributed Ledger Technology*, Issue 1-2016.

Another consideration is whether a distributed ledger could provide delivery versus payment, i.e. where cash payment is made immediately upon receiving the security. At the moment, T2S is able to provide delivery versus payment because the platform holds both the securities and central banks' cash accounts. Payment can thus be made immediately using central bank money, eliminating settlement risk. If this were also to be the case on a distributed ledger, both the cash leg and the securities leg would need to be on the ledger.

Pendant, la Banque centrale européenne a fait savoir dans une publication du 19 avril 2017⁴⁵ qu'elle n'était pas favorable à ce stade à la connectivité avec Target 2 Securities et Target 2 Cash :

*“However, while DLT presents a number of interesting possibilities for the future, it **is still a relatively new technology and not yet mature enough for us to consider using it in our own systems**, which form the backbone of Europe’s financial sector. And as the private sector experiments with the technology, we want to be sure that any new services and products based on DLT do not compromise the safe flow of transactions – so that you can be sure that your money and financial assets are safe and secure as they move from one place to another.”*

Ce qui signifie que, dans un premier temps, le règlement de la patte espèces d'une opération d'enregistrement dans un DLT se ferait i) en monnaie banque commerciale ou ii) par l'intervention d'un TCC ou d'un CSD en sa qualité d'agent de règlement-livraison et qui serait connecté à T2S.

2.5 Caractéristiques des dispositifs DLT

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 ?

L'existence d'une *blockchain* implique en principe que soient réunis les cinq éléments suivants: (i) une confiance distribuée, (ii) un système transactionnel, (iii) garanti par une large communauté, (iv) sans tiers de confiance, (v) opérant des protocoles complexes.

Certains auteurs considèrent que les deux derniers éléments - difficiles à mettre en place car coûteux pour les acteurs de la communauté - peuvent être utilement remplacés dans le cadre de DLT privés par un tiers de confiance: le résultat est ainsi un DLT partagé avec tous mais authentifiée par ledit tiers de confiance (le gestionnaire).

Dans l'hypothèse où seuls les DLT privés seraient admis par le futur cadre juridique français, il nous semble que la présence d'un gestionnaire de DLT est indispensable.

⁴⁵ European Central Bank, *How could new technology transform financial markets?* 19 April 2017.

A droit constant, c'est l'émetteur qui désignerait, sur la base d'une convention de mandat, un gestionnaire de DLT et lui déléguerait la tenue de ses registres comme il le fait aujourd'hui pour la tenue des registres en format Excel et papier⁴⁶.

Dans cette hypothèse, le schéma de responsabilité demeurerait identique à celui observé aujourd'hui :

- l'émetteur porte la responsabilité légale ; et
- le gestionnaire du DLT porte une responsabilité de nature contractuelle pour tous les risques de défaillance technique, matérielle et opérationnelle survenant dans la gestion du DLT et se traduisant par la non-exécution ou la mauvaise exécution des transactions sur titres financiers.

L'émetteur pourrait désigner différentes catégories d'acteurs disposant des moyens humains, technologiques et matériels ainsi que les compétences pour administrer un DLT.

De notre point de vue, et compte tenu de ce que l'ouverture du DLT aux titres non admis aux opérations d'un CSD est considérée par certains acteurs comme une première étape et une phase de test « grandeur nature » de l'application des DLT au post-marché, le gestionnaire du DLT pourrait être désigné parmi les différentes catégories d'acteurs suivantes :

Catégorie 1 : une entité ayant un statut réglementé et encadré par les directives bancaires et financières sectorielles : CSD, chambre de compensation, établissement de crédit, entreprise d'investissement, établissement de paiement, établissement de monnaie électronique, société de gestion.

Catégorie 2 : une entité soumise à des directives non sectorielles encadrant le développement de services numériques et en particulier les Règlements européens GDPR et eIDAS. Dans cette hypothèse, cette entité pourrait elle-même déléguer tout ou partie de ses missions à une entité ayant un statut réglementé par les directives bancaires et financières sectorielles. Par exemple, pour le traitement de la partie espèces d'un enregistrement de titres financiers, pour les missions classiquement octroyées à l'agent payeur, ou bien encore pour l'exécution d'OST.

Ce *setup* est d'ailleurs communément observé s'agissant, par exemple, des chaînes de conservation non domestiques. Dans ces dernières, un *International CSD* ou un *Global Custodian* désigne en local un TCC pour la réalisation des prestations liées à vie des titres et à l'exercice des droits attachés à ces derniers (OST et *asset servicing*).

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.

⁴⁶ Articles R. 211-3 du CMF et articles 411-71 et 422-49 du RGAMF précités.

A l'image de l'organisation opérationnelle et juridique des relations entre infrastructures de marché et participants de marché, il nous semble que les relations entre le DLT désigné par l'émetteur et les entités souhaitant être connectées au DLT devraient être encadrées par des règles de fonctionnement auxquelles elles adhèreraient (*rulebook*).

Dans ces conditions, indépendamment de la responsabilité légale de l'émetteur sur le registre des actionnaires/investisseurs, le partage des responsabilités entre intervenants serait de nature contractuelle et serait précisé dans les règles de fonctionnement et dans le contrat d'adhésion lié.

Par ailleurs, il nous semble que, pour assurer la viabilité et le caractère opérant des DLT privés/autorisés, devraient pouvoir interagir au travers du DLT:

- le gestionnaire du DLT lui-même ;
- un ou plusieurs centralisateurs ;
- un ou plusieurs agents payeurs ;
- un ou plusieurs dépositaires pour la partie OPC ;
- un ou plusieurs TCC en leur qualité de banquiers des titulaires des titres financiers ou de bénéficiaires des nantissements de titres.

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 noeud (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 ?

Nous observons qu'il existe un large consensus, partagé y compris par les nouveaux entrants, pour la mise en place d'un dispositif de supervision des DLT. En effet, à la suite de différentes prises de position de la BCE et de certains membres du *Financial Stability Board* (« **FSB** »)⁴⁷ sur les risques posés par l'immaturation de la technologie *blockchain* et son application à un système de DLT, cette supervision serait de nature i) à assurer la sécurité des marchés financiers et ii) à créer un climat de confiance propice au développement des DLT.

En premier lieu, il conviendrait de notre point de vue de différencier la question de l'agrément et la supervision du gestionnaire du DLT/participants du DLT de la question de la supervision du DLT.

⁴⁷ Article du Financial Times en date du 25 février 2017 et intitulé « *Fintechs warned to expect tougher regulations* ».

(A) Supervision de la DLT

Il nous semble en effet nécessaire, s'agissant des DLT (à minima certifiés et privés) de prévoir un dispositif de contrôle permettant à une ou plusieurs autorités de surveillance :

- i) d'apprécier la résilience et la robustesse des *process* en place pour limiter les risques de défaillance liés à la circulation des titres financiers en DLT ;
- ii) de contrôler le niveau de sécurité des infrastructures au regard des risques de cyber sécurité et de protection des données personnelles ; et
- iii) de veiller à ce qu'un niveau adéquat de mesures soit mis en place pour assurer la protection des actionnaires/investisseurs.

(B) Agrément et contrôle du gestionnaire du DLT

Comme indiqué précédemment, s'agissant des titres financiers visés par la Loi d'habilitation, seule la tenue de compte émission des OPC suppose que le teneur de compte soit agréé en tant que PSI (établissement de crédit, entreprise d'investissement ou société de gestion de portefeuille). La désignation du délégataire de la tenue des registres pour les titres de capital des sociétés par actions non admis aux opérations d'un CSD ne relève d'aucune exigence particulière.

De notre point de vue, une solution envisageable serait de maintenir un schéma identique pour la tenue des registres des actions / la tenue de compte émission des OPC confié à un/des DLT afin de conserver un parallélisme cohérent avec le régime juridique actuel et ne pas créer de distorsions de concurrence.

(C) Conditions d'accès des participants du DLT

Ce point est étroitement lié à la question de savoir si le ou les DLT seront :

- privés : seuls certains utilisateurs via un système d'authentification auront accès à la base de données soit pour ajouter un bloc soit pour pouvoir lire les blocs ;
- autorisés : toute personne peut obtenir copie de la base de données mais seulement certains utilisateurs peuvent ajouter un bloc via un système d'authentification ; ou
- publics ou sans autorisation : toute personne peut modifier la chaîne de blocs ou obtenir copie de la base de données.

Dans ces conditions, il nous semble qu'il appartient à l'émetteur et à son gestionnaire de DLT de déterminer les conditions d'accès des participants à un DLT.

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 ?

Voir notre réponse à la question 11.

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 règles de fonctionnement du DLT devraient prévoir les mesures de résolution de difficultés techniques ou d'erreur via une procédure d'escalade, avec un arbitrage final de premier niveau laissé au gestionnaire du DLT (comme c'est le cas aujourd'hui pour les procédures applicables aux opérations réalisées auprès du dépositaire central de titres ou de la chambre de compensation).

A minima, cette procédure d'escalade devrait être décrite dans les règles de fonctionnement du DLT.

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,...

Il convient tout d'abord de rappeler quelle est la loi applicable i) aux droits substantiels et ii) aux droits matériels attachés aux titres financiers émis en France en vertu du droit français des titres.

(D) Droits ouverts par les titres dans ou contre l'émetteur

1) Pour les titres de capital

La loi applicable aux droits incorporés dans les titres est déterminée par la loi de l'émetteur (*lex societatis*). Cette loi détermine les titres financiers susceptibles d'être émis, les conditions de leur émission et de leur annulation, ainsi que la forme que les titres peuvent prendre (par exemple sous forme nominative ou au porteur), et règle de façon plus générale les relations entre l'investisseur et l'émetteur des titres⁴⁸.

2) Pour les parts d'OPC

Cette même logique s'applique.

3) Pour les titres de créance

C'est la loi du contrat d'émission qui est applicable (*lex contractus*). Cette loi peut ne pas être française, notamment lorsque les obligations sont émises en dehors du territoire français⁴⁹.

⁴⁸ Cf. en particulier, -, Cass. 1^{re} civ. 17 oct. 1972, Royal Dutch, n° 70-13.817, Bull. civ. I, n° 204, p. 177 : les obligations de la société envers ses actionnaires sont régies par la loi nationale de cette société qui, seule, détermine, quel que soit le pays où les titres sont détenus, les conditions dans lesquelles s'acquiert, se conserve ou se perd la qualité d'actionnaire.

⁴⁹ Article L. 228-90 du CCOM.

Cependant, pour les raisons évoquées en point 1.1, il nous semble que ces titres ne seront pas concernés par les questions de conflit de lois étant *de facto* exclus du périmètre.

(E) Règle de conflits de loi applicable à la détermination des droits attachés à la détention des titres financiers

A l'exception des règles de conflits de lois prévues par les directives Finalité⁵⁰, Collatéral⁵¹ et Liquidation⁵², il n'existe pas en droit de règle spécifique de conflits de lois applicable aux titres financiers ou aux comptes de titres.

Pour lever toute incertitude juridique quant aux droits matériels attachés à la détention de titres financiers visés par la Loi d'habilitation, il pourrait être envisagé de prévoir une règle de conflit de loi précisant que les droits sur des titres financiers émis par une entité dont le siège est situé en France résultant de l'inscription dans un DLT situé en France sont exclusivement régis par la loi française.

Dans cette hypothèse, il nous semble qu'il serait nécessaire d'exiger que l'émetteur de droit français émette ses titres en France⁵³ peu important alors que le gestionnaire et les mineurs soient domiciliés en France ou que les serveurs de l'opération du DLT, tiers de confiance (pour le cas d'un DLT privé/autorisé) soient délocalisés en dehors de la France voire de l'Union européenne.

Une suggestion d'amendement reprenant cette approche est proposée dans notre tableau en Annexe 2.

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 ?

⁵⁰ [L. 330-2 IV du CMF](#) : « Lorsque les instruments financiers, effets, créances, sommes d'argent ou tout instrument similaire émis sur le fondement d'un droit étranger sont inscrits dans un registre, un compte ou auprès d'un dépositaire central ou d'un système, régi par un droit étranger, de dépôt centralisé situés dans un Etat partie à l'accord sur l'Espace économique européen, et remis ou constitués en garantie pour satisfaire aux obligations de paiement découlant de la participation à un système de règlement interbancaire ou de règlement et de livraison d'instruments financiers tel que défini à l'article L. 330-1, les droits du bénéficiaire de ladite garantie, ou celui de tout mandataire, agent ou tiers agissant pour leur compte sont déterminés par la loi applicable au lieu de ladite inscription ».

⁵¹ [L. 211-39 du CMF](#) : « Les droits ou obligations du constituant, du bénéficiaire ou de tout tiers relatifs aux garanties mentionnées au I de l'article L. 211-38 portant sur des titres financiers sont déterminés par la loi de l'Etat où est situé le compte dans lequel ces titres sont remis ou constitués en garantie ».

⁵² [L. 631-13-5 5° du CMF](#) : « Les droits sur des instruments financiers supposant l'inscription dans un registre, sur un compte ou auprès d'un système de dépôt centralisé détenus ou situés dans un Etat membre sont exclusivement régis par la loi de cet Etat membre ».

⁵³ Cette obligation ne venant pas faire obstacle aux dispositions de l'article 49 du Règlement européen sur les dépositaires centraux (« CSDR ») offrant aux émetteurs la liberté d'émettre dans tout état –membre pour le cas où le gestionnaire du DLT désigné était un CSD. En effet cette liberté du lieu d'émission ne concerne que les instruments financiers offerts au public.

La conservation des données de manière systématique et irrévocable est susceptible de heurter le principe essentiel en matière de protection des données personnelles selon lequel les données ne peuvent être conservées dès lors qu'elles ne sont plus nécessaires au regard des finalités pour lesquelles elles ont été collectées.

Toutefois, la Cour de Justice de l'Union Européenne (CJUE) s'est prononcée sur une question similaire dans un arrêt C-398-15 en date du 9 mars 2017:

- « 1) *Le principe de conservation des données à caractère personnel sous une forme permettant l'identification des personnes concernées pendant une durée n'excédant pas celle nécessaire à la réalisation des finalités pour lesquelles elles sont collectées ou pour lesquelles elles sont traitées ultérieurement [...] doit-il prévaloir et donc s'oppose-t-il au système de publicité mis en place avec le registre des sociétés, prévu par la directive 68/151, ainsi que par le droit national aux articles 2188 du code civil, et 8 de la loi n° 580, du 29 décembre 1993, en ce qu'il exige que quiconque, sans aucune limite de temps, puisse connaître les données relatives aux personnes physiques y figurant ?*
- 2) *En conséquence, l'article 3 de la directive 68/151 permet-il que, par dérogation à la durée illimitée et au caractère indéterminé des destinataires des données publiées au registre des sociétés, les données en cause ne soient plus soumises à la "publicité", dans cette double acception, mais soient au contraire accessibles seulement pour une durée limitée ou à l'égard de destinataires déterminés, en vertu d'une appréciation au cas par cas confiée au gérant des données ? »*

La CJUE a ainsi considéré que « en l'état actuel du droit de l'Union, il appartient aux États membres de déterminer si les personnes physiques [concernées par le système de publicité] peuvent demander à l'autorité chargée de la tenue, respectivement, du registre central, du registre du commerce ou du registre des sociétés de vérifier, sur la base d'une appréciation au cas par cas, s'il est exceptionnellement justifié, pour des raisons prépondérantes et légitimes tenant à leur situation particulière, de limiter, à l'expiration d'un délai suffisamment long après la dissolution de la société concernée, l'accès aux données à caractère personnel les concernant, inscrites dans ce registre, aux tiers justifiant d'un intérêt spécifique à la consultation de ces données ».

Au regard de ce qui précède, une législation nationale issue d'une directive européenne et prévoyant une conservation illimitée des données à caractère personnel semble pouvoir constituer une base suffisante permettant ladite conservation, sauf à ce que des raisons prépondérantes et légitimes tenant à la personne concernée justifient exceptionnellement la limitation de l'accès aux dites données.

La CJUE a cependant noté dans son raisonnement que:

- « *Le traitement répond à plusieurs motifs de légitimation [à savoir] respect d'une obligation légale, [...] l'exercice de l'autorité publique ou à l'exécution d'une mission d'intérêt public, et [...] réalisation d'un intérêt légitime poursuivi par le responsable du traitement ou par les tiers auxquels les données sont communiquées* » (§42) ;
- « *Au vu de la multitude des scénarios possibles, qui peuvent impliquer des acteurs dans plusieurs États membres, et de l'importante hétérogénéité dans les délais de prescription prévus par les différents droits nationaux dans les différents domaines du droit, mise en exergue par la Commission, il paraît, en l'état actuel, impossible*

d'identifier un délai unique, à compter de la dissolution d'une société, à l'expiration duquel l'inscription desdites données dans le registre et leur publicité ne serait plus nécessaire » (§55) ;

- *« il ne saurait toutefois être exclu que puissent exister des situations particulières dans lesquelles des raisons prépondérantes et légitimes tenant au cas concret de la personne concernée justifient exceptionnellement que l'accès aux données à caractère personnel la concernant inscrites dans le registre soit limité, à l'expiration d'un délai suffisamment long après la dissolution de la société en question, aux tiers justifiant d'un intérêt spécifique à leur consultation » (§60).*

Ainsi, la possibilité d'une conservation sans qu'une limite de temps soit fixée semble conditionnée *a minima* par les trois éléments suscités à savoir (i) existence d'une base juridique valable, (ii) impossibilité de déterminer une durée à l'expiration de laquelle la finalité serait épuisée et (iii) possibilité pour la personne concernée d'exercer ses droits en cas de raison prépondérante et légitime.

Cette décision, intervenue sous l'empire de l'article 6, paragraphe 1, sous e), de la directive 95/46, ne semble pas devoir varier sous l'empire de l'article 5, paragraphe 1, sous e), du règlement 2016/679 applicable à compter du 25 mai 2018.

Néanmoins, le principe de *privacy by design* conduira à s'assurer, dès la phase de développement du DLT, de l'impact possible du DLT sur la protection des données personnelles. Le principe de minimisation des données traitées, le recueil de consentements appropriés et les procédures d'archivage mises en place devront à notre sens permettre de garantir la compatibilité du DLT avec les principes fondamentaux de la protection des données personnelles.

En outre, il semble envisageable de mettre en place dans le cadre du DLT des mesures de pseudonymisation, c'est-à-dire le "*traitement de données à caractère personnel de telle façon que celles-ci ne puissent plus être attribuées à une personne concernée précise sans avoir recours à des informations supplémentaires [...]*". L'Open Data Institute (l'« **ODI** ») précisait ainsi dans son étude « *Applying blockchain technology in global data infrastructure* », relayée par le laboratoire d'innovation numérique de la CNIL, qu'une *blockchain* n'a pas nécessairement besoin de posséder et révéler des informations personnelles d'un haut degré de précision pour inscrire une simple transaction dans le système.

Dans une telle hypothèse, l'enregistrement systématique et irrévocable de l'ensemble des données dans le cadre du DLT ne semble pas faire obstacle à une éventuelle anonymisation ultérieure par exemple par suppression desdites informations supplémentaires. En tout état de cause, il nous semble que les règles d'anonymisation doivent suivre les [recommandations du G29](#) (groupement des autorités de protection des données personnelles de l'Union Européenne) et seront donc jugées sur trois critères cumulables :

- l'individualisation (est-il toujours possible d'isoler un individu ?) ;
- la corrélation (est-il possible de relier entre eux des ensembles de données distincts concernant un même individu ?) ; et
- l'inférence (peut-on déduire de l'information sur un individu ?).

Dans tous les cas, l'émetteur des titres devrait être autorisé à avoir accès à ces données (via le gestionnaire du DLT) comme s'il avait accès directement à son registre des titulaires des titres.

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 ?

Les solutions envisageables à la réconciliation de ces exigences a priori contradictoires nous semblent devoir être recherchées dans les modalités de recueil des consentements des personnes concernées, dans les solutions d'archivage des données adoptées, ainsi que dans les principes de minimisation, de pseudonymisation et de *privacy by default*.

Voir notre réponse à la question 2 sur la cartographie des risques juridiques et l'intérêt d'imposer le respect des dispositions inspirées de l'article 24 (2) f) du Règlement eIDAS. Voir également les préconisations de l'ODI pour la protection des données personnelles à l'intérieur d'une chaîne de blocs.

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

Il nous semble à nouveau que ce sujet relève du choix et de la responsabilité de l'émetteur portant la responsabilité légale d'opérer la tenue de son registre d'actionnaires/la tenue de compte émission et de la volonté/capacité des DLT (notamment certifiés) à prendre en charge ces obligations. En toute hypothèse, dans le cas de la tenue de compte émission pour les OPC, les obligations de KYC incomberaient au prestataire de service d'investissement dans le cadre des obligations de de LCB-FT.

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

Non il ne nous semble pas utile de couvrir cet aspect au niveau législatif (s'agissant en particulier des DLT pour les OPC) mais comme indiqué à plusieurs reprises la prise en charge de ces obligations pourraient être intégrées dans un dispositif de certification se basant sur une approche révisée du Règlement eIDAS et donc prévu au niveau du RGAMF.

3. CADRE REGLEMENTAIRE DANS LE PROLONGEMENT DE CETTE 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 ?

Dans l'hypothèse notamment d'un DLT privé, il ne saurait être exclu que des droits de propriété intellectuelle puissent s'appliquer à certains éléments du DLT. Il a pu être souligné que dans une telle situation et dans l'hypothèse où un acteur réussit à imposer son standard (par exemple par le biais d'un régulateur préconisant une architecture ou technologie jugée plus sécurisée), des problématiques seraient susceptibles d'apparaître en matière de réutilisation.

Certains garde fous existent d'ores et déjà en matière d'interopérabilité en droit européen et en français, par exemple l'article L.122-6-1 IV du Code de la propriété intellectuelle lequel prévoit que, sous réserve de certaines conditions, « *la reproduction du code du logiciel ou la traduction de la forme de ce code n'est pas soumise à l'autorisation de l'auteur lorsque la reproduction ou la traduction [...] est indispensable pour obtenir les informations nécessaires à l'interopérabilité d'un logiciel créé de façon indépendante avec d'autres logiciels [...]* ».

Dans certains secteurs, il a cependant été jugé nécessaire de développer et d'imposer aux acteurs concernés – au-delà les garde fous légaux existants – un réel référentiel d'interopérabilité: on pense notamment au référentiel développé par l'agence française de la santé numérique (l' « **ASIP** ») fixant un cadre d'interopérabilité des systèmes d'information de santé. Dans ce cas toutefois, ce référentiel a été rendu nécessaire par une volonté de rendre les divers systèmes concernés communicants afin de favoriser la coopération des professionnels dans le cadre des parcours de santé centrés sur le patient (l'utilisateur), et pour aider la décision médicale.

En l'occurrence et à défaut de volonté politique affichée, d'habilitation expresse et/ou de nécessité impérieuse de permettre la communication entre un ou plusieurs systèmes et le DLT, des obligations légales spécifiques d'interopérabilité nous semblent à ce stade disproportionnées.

Cette remarque est en outre renforcée par l'impératif de ne pas imposer de cadre trop précis, restrictif et contraignant au risque de créer des objectifs inatteignables ou trop coûteux pour les acteurs concernés.

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

Afin d'assurer la bonne lisibilité du régime DLT applicable aux titres financiers non admis aux opérations d'un CSD et aux minibons, il nous semble en effet qu'un décret unique serait approprié indépendamment du fait que les minibons ne sont pas qualifiables d'instruments financiers.

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

Les aspects liés à la mise en place du dispositif *blockchain* (décision de la direction générale, information des actionnaires) ont été portés à votre attention avec des propositions d'amendements figurant dans notre tableau en Annexe 2 pour assurer la souplesse du dispositif.

ANNEXE I- Etat du droit positif de la représentation juridique des titres financiers

En schématisant beaucoup, on peut considérer que le droit positif « applicable aux titres financiers et aux valeurs mobilières » que le Gouvernement est habilité à réformer par ordonnance, s'est construit autour de trois grandes séries de réformes.

1. La loi de dématérialisation du 30 déc. 1981 et ses incidences juridiques

1.1 Pourquoi « dématérialiser » ?

La première est incontestablement la loi n° 81-1160 du 30 décembre 1981 (loi de finances pour 1982), dont l'article 94 a posé en principe que « *les valeurs mobilières émises en territoire français et soumises à la législation française, quelle que soit leur forme, doivent être inscrites en comptes tenus par la personne morale émettrice ou par un intermédiaire habilité* ». Désormais ou plus exactement à compter de l'entrée en vigueur du texte (fixée 5 nov. 1984 : L. n° 81-1160, art. 94-II, al. 3), toutes les valeurs mobilières, puis ultérieurement tous les titres financiers émis en territoire français et soumis à la législation française ont eu pour caractéristique commune d'être « inscrits dans un compte-titres tenu soit par l'émetteur, soit par l'un des intermédiaires » (C. mon. fin., art. L. 211-3).

L'objectif du législateur avait été double. Il s'était agi à la fois d'ajuster notre législation pour intégrer la révolution numérique en marche, mais aussi de lutter contre la fraude fiscale (sur ce second point, v. Cons. const., 27 janv. 2012, décis. n° 2011-215-QPC). S'agissant du premier aspect, il n'est sans doute pas inutile de souligner le droit français fut, à l'époque, pionnier pour imposer un principe de dématérialisation généralisée des titres. Rappelons ainsi que, sur le plan communautaire, il faudra attendre le règlement UE n° 909/2014 du 23 juillet 2014 « concernant l'amélioration du règlement de titres dans l'Union européenne et les dépositaires centraux de titres » pour voir pareillement généralisé, dans le champ communautaire, le principe de dématérialisation. Encore convient-il de préciser que l'entrée en vigueur véritable du texte communautaire, en ce qu'il impose cette dématérialisation, n'interviendra qu'à compter du 1^{er} janvier 2023 s'agissant des valeurs mobilières émises après cette date et, à compter du 1^{er} janvier 2025, pour toutes les valeurs mobilières (Règl. n° 909/2014, art. 76, 2).

1.2 Sens de la distinction titres nominatifs/titres au porteur ?

Non sans hésitation, le législateur de l'époque a néanmoins décidé de maintenir la distinction qui prévalait jusqu'alors entre titres nominatifs (titres dont le nom du titulaire est inscrit sur un registre) et titres au porteur (titres matérialisés par une feuille de papier), mais en donnant à cette distinction une autre signification. Depuis la loi de dématérialisation, la différence entre titres nominatifs et titres au porteur réside dans la qualité de la personne qui est chargée de tenir le compte portant inscription du titulaire du titre : la personne morale émettrice, en présence de titres nominatifs ; un intermédiaire financier habilité, en présence de titres au porteur (C. mon. fin., art. R. 211-2). Ce maintien de la coexistence, dûment encadrée par la loi (C. com., art. L. 228-1, al. 3 ; C. mon. fin., art. L. 211-6), de deux représentations possibles des titres se justifiait – et se justifie toujours – par la combinaison d'avantages et d'inconvénients respectifs inhérents aux deux formules.

La nominativité présente l'avantage évident pour l'émetteur de créer un lien direct et immédiat avec chaque de ses actionnaires et, au-delà, chacun des porteurs des titres qu'il a émis. Pour les pouvoirs publics, la nominativité est utilisée comme un instrument de protection et de prévention, dès lors qu'elle permet d'obvier au caractère occulte de la détention des actions. Elle est notamment à l'œuvre chaque fois qu'il s'agit de garantir qu'une règle légale impérative (parfois une clause statutaire) sera effectivement respectée (notamment, C. com., art. L. 225-109 ; art. L. 225-123, al. 1er ; art. L. 225-210, al. 1er ; art. L. 228-9 ; art. L. 228-23, al. 2 ; art. L. 232-14 ; art. L. 247-4). Mais la nominativité présente deux inconvénients majeurs : pour l'émetteur, car c'est sur lui que reposent le coût et la responsabilité des inscriptions en compte ; pour les investisseurs, singulièrement les investisseurs non-résidents, mais aussi pour les investisseurs institutionnels, dont certains jugent que « l'inscription au nominatif est lourde, coûteuse et non adaptée » (v. la déclaration rapportée dans L'Agefi Quotidien, 9 mai 2017 : « plus de 50 % des actionnaires d'AccorHotels veulent l'adoption du droit de vote simple »). Quant à la forme au porteur, si elle distend le lien entre la société et ses actionnaires, elle a le grand avantage de libérer les émetteurs des contraintes (coût + responsabilité) inhérentes à la gestion des inscriptions nominatives.

1.3 La question de la date du transfert de propriété ?

Sur le plan juridique, une des questions les plus délicates avait été de savoir à quel moment s'opérait le transfert de propriété des titres dématérialisés. En l'absence de texte spécifique dérogatoire, la jurisprudence avait jugé que les règles de droit commun avaient vocation à s'appliquer : le transfert de propriété s'opérait, entre les parties, par le seul effet de la convention, donc au jour de l'accord sur la chose et le prix (Cass. com., 23 nov. 1993, n° 91-19.409, Bull. civ. IV, n° 431, p. 313 : les dispositions des articles 1 et 2 du décret du 2 mai 1983, qui se bornent à fixer les modalités selon lesquelles sont matérialisés et transférés les titres de valeurs mobilières émises en territoire français et soumises à la législation française, sont sans portée quant à la date du transfert de la propriété, qui a lieu dès l'accord des parties sur les titres et sur leur prix ; Cass. com., 22 févr. 1994, n° 91-18.520, F-D).

Mais cette solution ne pouvait pas ou alors très difficilement s'appliquer en cas de cessions de titres « cotés », pour lesquelles acheteurs et vendeurs ne se connaissent pas et ne sont pas face à face. Pour cette raison le législateur s'est résolu à mettre en place un certain nombre de dispositions spéciales encadrant le régime du transfert de propriété des valeurs mobilières.

2. Les ordonnances de 2004-2005

En réalité, dès 1993, des règles particulières ont été introduites pour organiser le transfert de propriété des titres cotés. Mais devant la complexité de la question, notamment liée à la diversité des situations concernées et de la norme pertinente à utiliser (la loi, un décret, une disposition du règlement général de l'AMF), les règles ont été très souvent modifiées (Loi n° 83-1 du 3 janv. 1983, art. 47 bis, mod. L. n° 93-1444 du 31 déc. 1993 et L. n° 98-546 du 2 juil. 1998).

C'est l'ordonnance n° 2004-604 du 24 juin 2004 « portant réforme du régime des valeurs mobilières émises par les sociétés commerciales » qui va clarifier la situation. Ce texte qui a effectué un salutaire travail de rationalisation du droit des valeurs mobilières a entendu, notamment, unifier la date du transfert de propriété des valeurs mobilières et, au-delà, des titres financiers. Depuis l'entrée en vigueur de l'ordonnance, cette date est fixée, que le titre soit ou non « coté », au jour de l'inscription sur le compte de l'acheteur (C. com., art. L. 228-

1, al. 9 ; C. mon. fin., art. L. 431-2, aujourd'hui abrogé). Pour les titres négociés sur une plateforme multilatérale, deux autres modifications seront nécessaires pour ajuster le régime du transfert de propriété (C. mon. fin., art. L. 431-2, mod. ord. n° 2005-303 du 31 mars 2005 et L. n° 2005-811 du 20 juil. 2005).

A l'issue de cette séquence législative, la date de transfert de propriété des valeurs mobilières était uniformément fixée au jour de l'inscription des titres au crédit du compte de l'acheteur. Mais cette unification était trompeuse, car il restait à déterminer à quel moment il convenait de procéder à cette inscription ; il restait aussi à fixer une règle générale susceptible de s'appliquer, au-delà des seules valeurs mobilières, à tous les titres financiers.

3. L'ordonnance du 8 janvier 2009

3.1 Extension des règles à tous les titres financiers

Cet effort de systématisation a été réalisé avec l'ordonnance n° 2009-15 du 8 janvier 2009 relative aux instruments financiers. C'est ce texte qui, distinguant au sein de l'univers des instruments financiers titres financiers et contrats financiers, a repositionné la notion traditionnelle de valeurs mobilières (C. com., art. L. 228-1, al. 2, « *Les valeurs mobilières sont des titres financiers au sens de l'article L. 211-1 du code monétaire et financier, qui confèrent des droits identiques par catégorie* » ; C. mon. fin., art. L. 211-2).

Plus largement, ont été en particulier formulées à cette occasion des règles de représentation (C. mon. fin., art. L. 211-3 : « *Les titres financiers, émis en territoire français et soumis à la législation française, sont inscrits dans un compte-titres tenu soit par l'émetteur, soit par l'un des intermédiaires mentionnés aux 2° à 7° de l'article L. 542-1* »), de négociabilité (C. mon. fin., art. L. 211-14 à L. 211-16) et de transfert de propriété (C. mon. fin., art. L. 211-17 à L. 211-19) applicables à l'ensemble des titres financiers.

3.2 Articulation du Code de commerce et du Code monétaire et financier

Cet effort de clarification a fait affleurer la question de la clé de répartition des textes entre, d'un côté, le Code de commerce et, de l'autre, le Code monétaire et financier. Il semble que cette clé de répartition puisse être trouvée dans l'opposition classique entre les droits ouverts par le titre, dont le régime relèverait du Code de commerce et les droits du titulaire sur le titre ou, si l'on préfère, sur l'inscription en compte, qui sont traités dans le Code monétaire et financier.

On trouve effectivement, dans le Code de commerce, les règles qui gouvernent à la fois la date de naissance des droits, c'est-à-dire les règles d'émission des actions (C. com., art. L. 225-127 s., art. L. 228-7 s.), des valeurs mobilières représentatives d'un droit de créance (C. com., art. L. 228-36 A s.), des titres donnant accès au capital (C. com., art. L. 228-91 s.), etc. (v. la contre-épreuve, C. mon. fin., art. L. 211-2, qui, logé dans une section traitant des « conditions d'émission », renvoie en substance au Code de commerce), la nature des droits conférés par tel ou tel type de titre ainsi que et les modalités de disparition des droits. Les titres n'y sont évoquées qu'en tant que leur régime interfère directement sur les droits des titulaires : qu'il s'agisse – parmi beaucoup d'autres – de la règle classique de l'indivisibilité du titre à l'égard de la personne morale émettrice (C. com., art. L. 228-5), du principe de distinction entre titres au porteur et titres nominatifs (C. com., art. L. 228-1, al. 3) ou encore des règles applicables en cas d'offres publiques sur les titres (C. com., art. L. 233-32 s.).

Dans le Code monétaire et financier, et plus précisément dans le Livre II, sont précisés : le régime de la propriété sur le titre (art. L. 211-3 à L. 211-13) ainsi que des opérations dont un titre peut être l'objet (transmission, nantissement, adjudication, prêts et pension de titres : art. L. 211-14 à L. 211-34), en ce compris la livraison de titres entre les participants à un système de règlement et de livraison d'instruments financiers (Livre III, titre III, art. L. 330-1 et L. 330-4).

Si le schéma de répartition paraît cohérent, il faut constater que le législateur n'est pas allé, encore, au bout de la logique ayant fondé son intervention. Certaines dispositions qui intéressent pourtant le régime des titres demeurent en dehors du Code monétaire et financier. Il en va ainsi des règles gouvernant la saisie des valeurs mobilières (C. exécution, art. R. 233-3 s.) ou encore de celles qui régissent la location des « actions et parts sociales » (C. com., art. L. 239-1 s.). Inversement, on trouve dans le Code monétaire et financier des dispositions qui touchent la substance des droits (par exemple, art. L. 213-0-1, introduit par Ord. n° 2017-970 du 10 mai 2017).

4. Droit positif

4.1 Situation des titres financiers qui ne sont ni admis aux opérations d'un dépositaire central ou livrés dans un système de règlement et de livraison

Deux questions importantes doivent être distinguées : celle de la date du transfert de propriété des titres ; celles des modalités d'opposabilité aux tiers du droit de propriété sur les titres.

• Date du transfert de propriété

Selon la règle déjà évoquée, « *le transfert de propriété résulte de l'inscription des valeurs mobilières au compte de l'acheteur* » (C. com., art. L. 228-1, al. 9). Mais la fixation des « *conditions* » de cette inscription en compte est renvoyée à un décret en Conseil d'Etat.

Le décret en question est logé à l'article R. 228-10 du Code de commerce, qui dispose que « *l'inscription au compte de l'acheteur est faite à la date fixée par l'accord des parties et notifiée à la société émettrice* ». Il faut comprendre que c'est l'accord des parties qui fixe la date de l'inscription en compte et, partant, celle du transfert de propriété. Le choix ainsi opéré par les parties s'effectue librement, mais sous réserve des droits des tiers – créanciers du cédant en particulier – auxquels il ne peut pas préjudicier. Néanmoins, comme les parties ne peuvent évidemment pas réaliser de leur propre chef ladite inscription, celle-ci ne peut s'opérer qu'à condition de notifier cet accord « à la société ».

Cela signifie que, d'un point de vue juridique, deux étapes sont nécessaires pour qu'intervienne le transfert de propriété. D'abord, vendeur et acheteur doivent s'entendre sur la date de l'inscription, date qui figurera généralement sur l'ordre de mouvement signé par les parties. Ensuite, la date fixée par les parties doit être notifiée à la société émettrice. En l'absence de précisions sur ce point, il semble que la notification puisse s'effectuer par tous moyens mais les parties à la cession ont intérêt à se ménager la preuve de la notification. Tant que l'inscription en compte n'est pas matériellement intervenue, le transfert de propriété ne s'est pas dénoué au bénéfice du cessionnaire (v. une application de la règle en matière de prêt de titres : Cass. com., 15 nov. 2011, n° 10-19.620, *Bull. civ. IV*, n° 189, rejet du pourvoi contre l'arrêt qui constate qu'un membre du conseil de surveillance est démissionnaire d'office en relevant que la transmission d'une action à celui-ci n'avait pas donné lieu à une inscription en compte à son nom, ce dont il résultait qu'il n'était pas

propriétaire du nombre d'actions requis à l'expiration du délai qui lui était imparti pour régulariser sa situation, quelles que soient les circonstances à l'origine du défaut d'inscription en compte).

Pour les titres financiers qui n'ont pas la nature de valeurs mobilières, l'article. L. 211-17, I, généralise le principe inscrit à l'art. L. 228-1 : « *Le transfert de propriété de titres financiers résulte de l'inscription de ces titres au compte-titres de l'acquéreur* ». • **L'opposabilité de la cession aux tiers**

La question de l'opposabilité aux tiers du droit de propriété sur des titres financiers peut se présenter dans deux contextes différents selon que l'émission des titres a effectivement donné lieu ou non à une inscription en compte dans les livres de la personne morale émettrice.

•• Absence d'inscription en compte

Dans les « petites » sociétés, singulièrement celles qui ont un caractère familial, il semble que le registre des titres nominatifs soit, assez souvent, imparfaitement tenu. Tant que personne ne conteste la répartition des titres entre les actionnaires et les droits auxquels chacun d'eux peut prétendre, la situation peut rester en l'état. La difficulté survient dès qu'une contestation apparaît sur la réalité ou l'étendue des droits d'une personne.

Amenée à trancher ce type de litige, notamment à la suite d'une dévolution successorale, la Cour de cassation estimée, sous l'empire du droit antérieur à l'entrée en vigueur de l'ordonnance n° 2009-15 du 8 janvier 2009, que le droit commun de la preuve devait s'appliquer pour déterminer le légitime propriétaire des titres : en l'absence de tenue d'un registre de transfert au sein de la société, il incombe à l'associé se prétendant propriétaire d'établir sa possession de bonne foi des actions litigieuses (Cass. com., 5 mai 2009, n° 08-18.165, Bull. civ. IV, n° 66, en l'occurrence, sont jugés déterminants, d'une part, l'exercice effectif des prérogatives (politiques et économiques) d'actionnaire ; et, d'autre part, la circonstance que le possesseur avait perçu et déclaré à l'administration fiscale les dividendes générés par les actions).

•• L'inscription en compte existe

Il faut supposer ici que les titres inscrits au nom d'une personne sont revendiqués par une autre.

L'article L. 211-16 du Code monétaire et financier, dans la rédaction issue de l'ordonnance n° 2009-15 du 8 janvier 2009 dispose que « *Nul ne peut revendiquer pour quelque cause que ce soit un titre financier dont la propriété a été acquise de bonne foi par le titulaire du compte-titres dans lequel ces titres sont inscrits* ».

La question est alors de savoir quelle est la force de la présomption de propriété énoncée par le texte au bénéfice de celui qui est inscrit. A notre connaissance, la jurisprudence ne s'est, à ce jour, pas encore prononcée sur ce point. Il nous semble toutefois que les solutions dégagées antérieurement par la jurisprudence ont vocation à se maintenir.

Avant qu'entre en vigueur l'ordonnance du 8 janvier 2009, le raisonnement retenu était que l'inscription en compte crée, au bénéfice de la personne inscrite, une apparence de propriété. Il s'ensuivait que la personne dont le nom figurait sur les registres était présumée propriétaire des titres. La jurisprudence en avait déduit trois conséquences.

1) L'inscription en compte emporte présomption de propriété

Mais il s'agit d'une présomption simple que le revendiquant peut renverser (Cass. com., 22 oct. 2002, n° 98-22.772, F-D : présomption de propriété renversée par le prétendu cédant des actions litigieuses, qui établit au contraire l'absence d'ordre de mouvement de sa part et de paiement du prix des actions, c'est-à-dire qui rapporte la preuve de la non cession des titres revendiqués).2) A tout le moins, celui qui, non inscrit, se prétendrait propriétaire, subit le risque de la preuve

En d'autres termes, si le revendiquant non inscrit ne peut démontrer que la personne inscrite est un usurpateur, il ne pourra se voir reconnaître légitime propriétaire des titres (Cass. com. 10 juin 1997, n° 95-16.235, *Bull. civ.* IV, n° 186, p. 163, rejetant le pourvoi contre l'arrêt qui constate que l'inscription des actions litigieuses au nom du défendeur sur le registre des transferts de la société constituait au bénéfice du titulaire une présomption de propriété à l'encontre de laquelle le demandeur n'avait pas rapporté de preuve ; qu'au contraire son comportement constant dans tous les actes de la vie sociale, alors que pendant sept ans il avait été directeur général puis président du conseil d'administration, montrait qu'il n'avait pas contesté au défendeur la propriété de ces actions ni réclamé le paiement des dividendes qui y étaient attachés).

3) Ce risque de preuve était apprécié différemment selon que le titre avait ou non circulé

:

Si le titre avait circulé et que la personne inscrite était de bonne foi, le propriétaire dépossédé était sans droit contre l'actionnaire inscrit. En revanche, si le titre n'avait pas circulé, c'est-à-dire si, à aucun moment, le propriétaire initial ne s'était défait de ses titres, mais que ceux-ci lui avaient été subtilisés ou qu'il les avait perdus – ce qui est toujours possible –, alors la preuve contraire était possible (Cass. com., 22 oct. 2002, n° 98-22.772, préc.).

Il est vraisemblable que l'article L. 211-16, en ce qu'il pose à la fois la force du droit de propriété de l'inscrit (« *Nul ne peut...* »), mais exige la bonne foi de celui-ci aboutira à des solutions voisines.

4.2 **Situation des titres financiers qui sont admis aux opérations d'un dépositaire central ou livrés dans un système de règlement et de livraison**

Maintes fois modifiées, les règles pertinentes sont aujourd'hui fixées pour l'essentiel aux articles L. 211-17 et suivants du Code monétaire et financier, les dispositions du Règlement général de l'AMF n'ayant désormais (depuis l'entrée en vigueur de l'ordonnance n° 2015-1686 du 17 décembre 2015) qu'une vocation subsidiaire à s'appliquer pour gouverner la date de transfert de propriété des titres concernés (C. mon. fin., art. L. 211-17, II, al. 2 ; RG AMF, art. 570-1 s.). En revanche, il faut compter désormais avec les règles communautaires et, en particulier, avec le règlement UE n° 909/2014 du 23 juillet 2014 « concernant l'amélioration du règlement de titres dans l'Union européenne et les dépositaires centraux de titres » auquel renvoie expressément l'article L. 211-17, III.

Là encore de façon très schématique et sans entrer dans le détail de toutes les hypothèses à considérer, le régime du transfert de propriété est construit par l'articulation de quatre principes :

Enoncé des principes :

- 1- Acheteurs et vendeurs sont, dès l'exécution de l'ordre, définitivement engagés ;
- 2- Transfert de propriété résulte de l'inscription au compte de l'acheteur ;
- 3- Inscription en compte doit être faite à la date du dénouement effectif de l'opération de négociation ;
- 4- Dénoement effectif de l'opération doit intervenir au terme d'un délai maximum de deux jours.

• **Règle n° 1 : l'acheteur et le vendeur sont, dès l'exécution de l'ordre, définitivement engagés**

L'art. L. 211-17-1, I, al. 1^{er}, reprenant la teneur de l'article 570-1 du RG AMF, dispose que « *l'acheteur et le vendeur d'instruments financiers mentionnés au I de l'article L. 211-1 sont, dès l'exécution de l'ordre, définitivement engagés, le premier à payer, le second à livrer, à la date mentionnée au III de l'article L. 211-17* ».

Il s'ensuit notamment que le « *prestataire auquel l'ordre est transmis peut exiger, lors de la réception de l'ordre ou dès son exécution, la constitution dans ses livres, à titre de couverture, d'une provision en espèces en cas d'achat, en instruments financiers objets de la vente en cas de vente* » (C. mon. fin., art. L. 211-17-1, I, al. 4 ; reprenant RGAMF, art. 570-1, al. 2).

Le législateur précise toutefois : « *Il peut être dérogé au présent article dans des conditions prévues par décret après avis motivé du collège de l'AMF* » (C. mon. fin., art. L. 211-17-1, I, al. 3). A notre connaissance, aucune disposition réglementaire n'a été adoptée venant déroger à la règle de principe.

• **règle n° 2 : transfert de propriété résultant de l'inscription en compte**

La règle, dont on a vu qu'elle avait été posée comme principe général par l'ordonnance du 24 juin 2004 (*supra*, pt. 2), est désormais inscrite à l'article L. 211-17, I : « *Le transfert de propriété de titres financiers résulte de l'inscription de ces titres au compte-titres de l'acquéreur* ».

Mais le II de l'article L. 211-17 renvoie au RGAMF le soin de définir la date et les conditions de l'inscription en compte, « *lorsque les titres financiers sont admis aux opérations d'un dépositaire central ou livrés dans un système de règlement et de livraison d'instruments financiers mentionné à l'article L. 330-1* ».

D'où une certaine redondance car l'article 570-2 du RGAMF qui dispose lui aussi : « *En cas de négociation d'instruments financiers mentionnés au II de l'art. L. 211-1 du code monétaire et financier, sur un marché mentionné aux titres Ier ou II du livre V, le transfert de propriété, mentionné à l'art. L. 211-17 du code monétaire et financier, résulte de l'inscription au compte de l'acheteur* ».

Mais il s'est avéré nécessaire de donner une assise légale incontestable aux règles organisant le transfert de propriété des titres financiers.

En outre, la réforme issue de l'ordonnance du 17 décembre 2015 a apporté une précision importante qui ne figurait pas jusqu'à présent dans le Code monétaire et financier : est prise en compte l'incidence du paiement du prix par l'acheteur sur la date de transfert de propriété

à son profit. L'article L. 211-17, II, al. 2, prévoit que « *par dérogation à ce qui précède* » – c'est-à-dire, par dérogation avec le principe selon lequel le transfert de propriété de titres financiers résulte de l'inscription de ces titres au compte-titres de l'acquéreur – « *le transfert n'intervient au profit de l'acquéreur que lorsque celui-ci a réglé le prix* ».

Que se passe-t-il « Tant que l'acquéreur n'a pas réglé le prix » ? Réponse : « l'intermédiaire qui a reçu les titres financiers en est le propriétaire » et le texte renvoie au RG AMF le soin de préciser « les modalités particulières de transfert de propriété applicables dans le cas prévu au présent alinéa » (RG AMF, art. 570-7, al. 1^{er}).

• **règle n° 3 : l'inscription en compte au jour du dénouement effectif des négociations**

C'est sans doute la règle la plus importante : elle est explicitée à 1^{er} alinéa de l'art. L. 211-17, III, qui vise les « *transactions sur des titres financiers sont conclues sur un marché réglementé ou un système multilatéral de négociation* ».

Le texte prévoit que, lorsque « [...] *le compte du teneur de compte-conservateur de l'acheteur, ou le compte du mandataire de ce teneur de compte-conservateur, est crédité dans les livres du dépositaire central, l'inscription prévue au I a lieu à la date de dénouement effectif de la négociation mentionnée dans les règles de fonctionnement du système de règlement et de livraison* ».

Reste enfin à préciser à quel moment doit intervenir le dénouement effectif de la négociation.

• **règle n° 4 : le dénouement effectif de l'opération doit intervenir au terme d'un délai maximum de deux jours**

La réponse est inscrite à l'article L. 211-17, III, al. 2, qui pose un principe, assorti d'une dérogation.

1) le principe : « *Cette date intervient au plus tard le deuxième jour d'ouverture du système de règlement et de livraison après la négociation.* »

Il est indiqué aussi, au troisième alinéa, que « *Cette même date s'applique lorsque les instruments financiers de l'acheteur et du vendeur sont inscrits dans les livres d'un teneur de compte conservateur commun* ».

La situation juridique de l'acheteur comme celle du vendeur entre le jour de la négociation et le jour du dénouement effectif de l'opération sont explicitées par le RG AMF. Tel est l'objet l'article. 570-3, al. 1^{er}, selon lequel : « *l'enregistrement comptable de la négociation aux comptes de l'acheteur et du vendeur est effectué dès que leur teneur de compte conservateur a connaissance de l'exécution de l'ordre* ».

A ce stade, l'acheteur comme le vendeur n'ont de droit, et d'obligations, qu'à l'égard de leur intermédiaire qui agit comme commissionnaire du croire. Ainsi, l'acheteur n'a envers son intermédiaire qu'un droit de créance (le droit de se faire livrer les titres et d'en recevoir ainsi la propriété) et une dette (payer le prix de la transaction), toutes deux exigibles en J+2. Il en va symétriquement de même du vendeur, qui a une créance de prix et une dette de livraison.

Dès lors, il a été nécessaire de limiter la portée de l'enregistrement comptable intervenu au jour de la négociation, afin d'éviter que celui-ci n'emporte juridiquement transfert de propriété. C'est pourquoi l'article 570-3, al. 1^{er}, apporte cette précision suivante : « *l'enregistrement comptable de la négociation aux comptes de l'acheteur et du vendeur est effectué dès que leur teneur de compte conservateur a connaissance de l'exécution de l'ordre* ». Et poursuit : « *cet enregistrement comptable vaudra inscription en compte et emportera transfert de propriété, à la date mentionnée à l'article 570-2* ».

L'écriture initiale voit ainsi sa portée juridique évoluer dans le temps : elle est d'abord, lors de la négociation, considérée comme un (simple) enregistrement comptable ; elle acquiert ensuite, lors du dénouement irrévocable de l'opération, la valeur d'inscription en compte emportant transfert de propriété.

2) les exceptions : le texte renvoie aux « *cas prévus au point 2 de l'art. 5 du règlement (UE) n° 909/2014 du 23 juillet 2014 concernant l'amélioration du règlement de titres dans l'Union européenne et les dépositaires centraux de titres* ».

L'article 5, 2 du règlement, après avoir formulé la règle selon laquelle, pour les transactions sur valeurs mobilières exécutées sur des plates-formes de négociation, « *la date de règlement convenue est au plus tard le deuxième jour ouvrable après la négociation* », prévoit que cette obligation ne s'applique pas dans trois hypothèses :

- les transactions sont négociées de manière privée mais exécutées sur une plate-forme de négociation ;
- les transactions sont exécutées bilatéralement mais qui sont déclarées à une plate-forme de négociation ;
- la première transaction lorsque les valeurs mobilières concernées sont soumises à l'inscription comptable.

ANNEXE II - Synthèse de nos propositions d'amendements

Modifications législatives et réglementaires à insérer dans l'Ordonnance d'habilitation DLT et le décret unique	Droit positif actuel	Amendement proposé par CMS BFL	Justification
<u>Passage en mode DLT pour les titres de capital</u>			
<p>Modalités de bascule de l'émetteur en mode DLT pour la tenue de son registre d'actionnaire</p>	<p>C. com., art. L. 228-1, al. 3 et 5 : « Les valeurs mobilières émises par les sociétés par actions revêtent la forme de titres au porteur ou de titres nominatifs, sauf pour les sociétés pour lesquelles la loi ou les statuts imposent la seule forme nominative, pour tout ou partie du capital »).</p>	<p>C. com., art. L. 228-1, al. 3 et 5 : « Les valeurs mobilières émises par les sociétés par actions revêtent la forme de titres au porteur ou de titres nominatifs, sauf pour les sociétés pour lesquelles la loi ou les statuts imposent la seule forme nominative, pour tout ou partie du capital. Lorsque les statuts le prévoient, les valeurs mobilières peuvent être inscrites dans un dispositif d'enregistrement électronique partagé. »</p> <p>Article R. 228-9-1 CCOM « <u>Si l'émetteur le décide, un dispositif d'enregistrement électronique partagé peut remplacer les registres mentionnés à l'article R. 228-8. Le dispositif doit</u></p>	<p>Cette proposition d'amendement vise à assouplir le dispositif existant en matière de forme de détention des titres qui nous semble nécessiter une stipulation statutaire en AGE.</p>

		<u>contenir les indications mentionnées aux articles R. 228-8 et R. 228-9.</u> »	
Modalités de bascule de l'émetteur en mode DLT pour la tenue de son registre d'actionnaire	Article R. 228-10 CCOM: « Pour l'application de la dernière phrase du neuvième alinéa de l'article L. 228-1, l'inscription au compte de l'acheteur est faite à la date fixée par l'accord des parties et notifiée à la société émettrice. »	Article R228-10 du CCOM : « Pour l'application de la dernière phrase du neuvième alinéa de l'article L. 228-1, l'inscription au compte de l'acheteur <u>ou dans un dispositif d'enregistrement électronique partagé</u> est faite à la date fixée par l'accord des parties et notifiée à la société émettrice. »	
<u>Représentation juridique des titres financiers dans les DLT</u>			
Alignement des effets juridiques de l'enregistrement d'une opération de cession dans un DLT avec les effets juridiques attachés à une inscription en compte de titres / en compte-titres (1/4)	Article L. 211- 3 du CMF : « Les titres financiers, émis en territoire français et soumis à la législation française, sont inscrits dans un compte-titres tenu soit par l'émetteur, soit par l'un des intermédiaires mentionnés aux 2° à 7° de l'article L.542-1. »	<u>Article L.[...]: Sans préjudice des dispositions de l'article L. 211-3, l'émission et la cession des titres financiers non admis aux opérations d'un dépositaire central ni livrés dans un système de règlement-livraison de titres peuvent, lorsque les statuts le prévoient, être inscrits dans un dispositif d'enregistrement électronique partagé permettant l'authentification de ces opérations, dans des conditions, notamment de sécurité, définies par décret en Conseil d'Etat.</u> <u>Article L.[...]: « Le transfert de propriété de titres financiers non admis aux opérations d'un dépositaire central ou d'un</u>	Ces deux amendements visent à garantir la cohérence et la lisibilité du cadre juridique français en étendant le régime actuel prévu pour les minibons au cadre juridique pour les titres financiers non admis aux opérations d'un CSD

		<u>ystème de règlement-livraison de titres résulte, lorsque les statuts ont prévu l'inscription des titres dans un dispositif d'enregistrement électronique, de l'inscription de la cession dans ce dispositif, qui tient lieu d'inscription en compte-titres pour l'application des articles L.211-3, L.211-4, L.211-15, L.211-16 et L.211-17.</u>	
Alignement des effets juridiques de l'enregistrement d'une opération de cession dans un DLT avec les effets juridiques attachés à une inscription en compte de titres / en compte-titres (2/4)	Article L. 228-1 du CCOM al. 9 : « <i>En cas de cession de valeurs mobilières admises aux opérations d'un dépositaire central ou livrées dans un système de règlement et de livraison mentionné à l'article L. 330-1 du code monétaire et financier, le transfert de propriété s'effectue dans les conditions prévues à l'article L. 211-17 de ce code. Dans les autres cas, le transfert de propriété résulte de l'inscription des valeurs mobilières au compte de l'acheteur, dans des conditions fixées par décret en Conseil d'Etat.</i> »	Article L. 228-1 du CCOM al 9 : « <i>En cas de cession de valeurs mobilières admises aux opérations d'un dépositaire central ou livrées dans un système de règlement et de livraison mentionné à l'article L. 330-1 du code monétaire et financier, le transfert de propriété s'effectue dans les conditions prévues à l'article L. 211-17 de ce code. Dans les autres cas, le transfert de propriété résulte de l'inscription des valeurs mobilières au compte de l'acheteur <u>ou dans un dispositif d'enregistrement électronique partagé</u>, dans des conditions fixées par décret en Conseil d'Etat.</i> »	Cette proposition d'amendement est le corollaire de la modification du CMF et permet de ne pas altérer les fondements du droit français des titres au regard de la protection des titulaires des titres et du maintien de la relation entre l'investisseur et l'émetteur.
<u>Modernisation des modalités de tenue de registre/tenue de compte émission/domiciliation des titres financiers couvert par la Loi d'habilitation par catégorie de titres financiers non admis aux opérations d'un CSD ou d'un système de R/L</u>			
Obligation de transparence relative à la désignation d'un	Article R. 211-3 du CMF « <i>Lorsque les émetteurs</i>	Article R. 211-3 du CMF « <i>Lorsque les émetteurs</i>	Cette proposition d'aménagement permet d'aligner les obligations de

<p>mandataire/délégué de la tenue des registres des sociétés émettrices</p>	<p>désignent un mandataire pour la tenue des comptes-titres qui leur incombe, ils publient au Bulletin des annonces légales obligatoires la dénomination et l'adresse de leur mandataire. »</p>	<p>désignent un mandataire pour la tenue des comptes-titres qui leur incombe <u>ou pour l'inscription des titres dans un dispositif d'enregistrement électronique partagé</u>, ils publient au Bulletin des annonces légales obligatoires la dénomination et l'adresse de leur mandataire. »</p>	<p>transparence imposées aux sociétés émettrices quelle que soit la solution opérationnelle retenue pour la tenue des registres (comptes-titres ou DLT)</p>
<p>Modalités de tenue de registre pour les titres de capital des sociétés par actions</p>	<p>Article R. 228-8 du CCOM : « Les registres de titres nominatifs émis par une société sont établis par cette société ou par une personne qu'elle habilite à cet effet.</p> <p>Ils peuvent être constitués par la réunion, dans l'ordre chronologique de leur établissement, de feuillets identiques utilisés sur une seule face. Chacun de ces feuillets est réservé à un titulaire de titres à raison de sa propriété ou à plusieurs titulaires à raison de leur copropriété, de leur bail, de leur nue-propriété ou de leur usufruit sur ces titres.</p> <p>En outre, il peut être tenu des fichiers contenant, par ordre alphabétique, les</p>	<p>Article R. 228-8 du CCOM : « Les registres de titres nominatifs émis par une société sont établis, <u>sur tout support durable</u>, par cette société ou par une personne qu'elle habilite à cet effet.</p> <p><u>Lorsqu'ils sont établis sur support papier, les registres sont ils peuvent être</u> constitués par la réunion, dans l'ordre chronologique de leur établissement, de feuillets identiques utilisés sur une seule face. Chacun de ces feuillets est réservé à un titulaire de titres à raison de sa propriété ou à plusieurs titulaires à raison de leur copropriété, de leur bail, de leur nue-propriété ou de</p>	<p>Cette proposition d'aménagement a minima vise à rendre compatibles les dispositions en matière de tenue du registre de l'émetteur avec la technologie <i>blockchain</i> en faisant référence à un registre constitué sur un « support durable ».</p> <p>La définition de support durable prévue à l'article 4(62) de la directive MIF2 s'entend de « a) tout instrument permettant à un client de stocker des informations qui lui sont adressées personnellement d'une manière permettant de s'y reporter aisément à l'avenir pendant un laps de temps adapté aux fins auxquelles les informations sont destinés ; b) et permettant la reproduction à l'identique des informations stockées. »</p> <p>Par ailleurs, les juridictions française considèrent que : « Constitue un support durable tout</p>

	<p>noms et adresses des titulaires de titres, ainsi que l'indication du nombre, de la catégorie et, le cas échéant, des numéros des titres de chaque titulaire. Les mentions de ces fichiers ne peuvent faire preuve contre celles contenues dans les registres. »</p>	<p>leur usufruit sur ces titres.</p> <p>En outre, il peut être tenu des fichiers contenant, par ordre alphabétique, les noms et adresses des titulaires de titres, ainsi que l'indication du nombre, de la catégorie et, le cas échéant, des numéros des titres de chaque titulaire. Les mentions de ces fichiers ne peuvent faire preuve contre celles contenues dans les registres. »</p>	<p>instrument permettant aux établissements de crédit de stocker des informations constitutives de ces preuves d'une manière telle que ces informations puissent être consultées ultérieurement pendant une période adaptée ». CA Aix en Provence, 1er décembre 2015, 1er Décembre 2015 N° 2015/ 621, Madame Francette DOUARD c/SA NORRSKEN FINANCE</p>
<p><u>Modalités de tenue de compte-émission pour les OPC</u></p>	<p>Article 411-71 du RGAMF « La tenue de compte émission relève de la gestion administrative de l'OPCVM. L'OPCVM ou, le cas échéant, la société de gestion qui le représente peut déléguer l'exécution des tâches décrites à l'article 411-70 de la tenue de compte émission à un prestataire de services d'investissement dans les conditions fixées aux 1° à 3° et 5° à 9° de l'article 313-77. »</p> <p>Article 422-49 du RGAMF : « la tenue de compte émission relève de la gestion administrative du</p>	<p>Pas de modification nécessaire à droit constant</p>	<p>A droit constant, les gestionnaires de DLT d'OPC devraient être agréés en tant que PSI et être désignés conformément aux règles de délégation de gestion d'OPCVM et de gestion de FIA prévues aux articles 313-77 et 422-49 du RGAMF (conflits d'intérêts, compétence moyens humains et matériels).</p>

	<p><i>fonds d'investissement à vocation générale.</i></p> <p><i>Le fonds d'investissement à vocation générale ou, le cas échéant, la société de portefeuille qui le représente peut déléguer l'exécution des tâches décrites à l'article 422-48 de la tenue de compte émission à un prestataire de services d'investissement dans les conditions fixées aux 1° et 3° et 5° à 9° de l'article 313-77 ou, le cas échéant, à l'article 318-58. »</i></p>		
<p><u>Règle de conflits de loi applicable à la détermination des droits attachés à la détention des titres financiers</u></p>			
<p>Loi applicable aux droits attachés à la détention de titres financiers émis au travers d'un DLT situé en France</p>		<p><u>Article L. [...] « Les droits sur des titres financiers émis en France par un émetteur de droit français et inscrits dans un dispositif d'enregistrement électronique partagé sont exclusivement régis par la loi française ».</u></p>	<p>Pour lever toute incertitude juridique quant aux droits matériels attachés à la détention de titres financiers visés par la Loi d'habilitation, il pourrait être envisagé une règle de conflit de loi prévoyant l'application de la loi française.</p>

ANNEXE III - Article 24 Règlement eIDAS

« 1. Lorsqu'un prestataire de services de confiance qualifié délivre un certificat qualifié pour un service de confiance, il vérifie, par des moyens appropriés et conformément au droit national, l'identité et, le cas échéant, tous les attributs spécifiques de la personne physique ou morale à laquelle il délivre le certificat qualifié. Les informations visées au premier alinéa sont vérifiées par le prestataire de services de confiance qualifié directement ou en ayant recours à un tiers conformément au droit national:

a) par la présence en personne de la personne physique ou du représentant autorisé de la personne morale; ou

b)

b) à distance, à l'aide de moyens d'identification électronique pour lesquels, avant la délivrance du certificat qualifié, la personne physique ou un représentant autorisé de la personne morale s'est présenté en personne et qui satisfont aux exigences énoncées à l'article 8 en ce qui concerne les niveaux de garantie substantiel et élevé;

ou c) au moyen d'un certificat de signature électronique qualifié ou d'un cachet électronique qualifié délivré conformément au point a) ou b);

ou d) à l'aide d'autres méthodes d'identification reconnues au niveau national qui fournissent une garantie équivalente en termes de fiabilité à la présence en personne. La garantie équivalente est confirmée par un organisme d'évaluation de la conformité.

2. Un prestataire de services de confiance qualifié qui fournit des services de confiance qualifiés:

a) informe l'organe de contrôle de toute modification dans la fourniture de ses services de confiance qualifiés et de son intention éventuelle de cesser ces activités;

b) emploie du personnel et, le cas échéant, des sous-traitants qui possèdent l'expertise, la fiabilité, l'expérience et les qualifications nécessaires, qui ont reçu une formation appropriée en ce qui concerne les règles en matière de sécurité et de protection des données à caractère personnel et appliquent des procédures administratives et de gestion correspondant à des normes européennes ou internationales;

c) en ce qui concerne le risque de responsabilité pour dommages conformément à l'article 13, maintient des ressources financières suffisantes et/ou contracte une assurance responsabilité appropriée, conformément au droit national; L 257/98 Journal officiel de l'Union européenne 28.8.2014 FR d) avant d'établir une relation contractuelle, informe, de manière claire et exhaustive, toute personne désireuse d'utiliser un service de confiance qualifié des conditions précises relatives à l'utilisation de ce service, y compris toute limite quant à son utilisation;

e) utilise des systèmes et des produits fiables qui sont protégés contre les modifications et assure la sécurité technique et la fiabilité des processus qu'ils prennent en charge;

f) utilise des systèmes fiables pour stocker les données qui lui sont fournies, sous une forme vérifiable de manière que: i) les données ne soient publiquement disponibles pour des traitements qu'après avoir obtenu le consentement de la personne concernée par ces données; ii) seules des personnes autorisées puissent introduire des données et modifier les données conservées; iii) l'authenticité des données puisse être vérifiée; g) prend des mesures appropriées contre la falsification et le vol de données;

h) enregistre et maintient accessibles pour une durée appropriée, y compris après que les activités du prestataire de services de confiance qualifié ont cessé, toutes les informations pertinentes concernant les données délivrées et reçues par le prestataire de services de confiance qualifié, aux fins notamment de pouvoir fournir des preuves en justice et aux fins d'assurer la continuité du service. Ces enregistrements peuvent être effectués par voie électronique;

i) a un plan actualisé d'arrêt d'activité afin d'assurer la continuité du service conformément aux dispositions vérifiées par l'organe de contrôle au titre de l'article 17, paragraphe 4, point i); j) assure le traitement licite de données à caractère personnel conformément à la directive 95/46/CE; k) au cas où le prestataire de services de confiance qualifié délivre des certificats qualifiés, établit et tient à jour une base de données relative aux certificats. ».