



## DOCUMENT DE TRAVAIL – CONSTRUIRE UNE STRATÉGIE NUMÉRIQUE EUROPÉENNE DANS LES SERVICES FINANCIERS

**Ce document est une version de travail susceptible d'évoluer en fonction des échanges avec les autres régulateurs de marché européens.**

### Résumé des propositions

Nous encourageons la Commission européenne à développer une stratégie numérique européenne appliquée aux services financiers qui permettrait aux acteurs européens d'innover dans un environnement sécurisé. Une telle stratégie pourrait s'appuyer sur les axes suivants :

- permettre la numérisation des instruments financiers sur *blockchain* en éliminant les obstacles juridiques existants et en créant un actif de valeur stable permettant les règlements interbancaires<sup>1</sup> ;
- développer un cadre européen pour les actifs numériques ne relevant pas de la définition d'instruments financiers ;
- encourager l'expérimentation de nouveaux projets pour favoriser l'innovation ;
- gérer les risques identifiés dans le cadre des relations entre les fournisseurs de *cloud* et les établissements financiers afin tirer pleinement profit de l'utilisation de l'intelligence artificielle dans le secteur financier.

### Contexte

Le présent document de travail vise à contribuer à l'objectif de la Commission européenne de favoriser l'innovation financière tout en assurant la protection des investisseurs. En préambule, nous partageons la priorité proposée par la Madame la Présidente de la Commission européenne Ursula von der Leyen quant à l'importance d'adapter l'Europe à l'ère du numérique<sup>2</sup>.

En tant que régulateur, nous constatons que la grande majorité des acteurs financiers réfléchissent activement à leur positionnement, à ce qui constitue leur valeur ajoutée et à la manière de s'adapter à l'environnement numérique. Les projets innovants et les nouveaux modèles d'affaires que nous observons témoignent de changements profonds qui affectent tous les métiers, que ce soit dans le domaine de la finance d'entreprise, de la gestion d'actifs ou des infrastructures de marché et de post-marché<sup>3</sup>. Ces éléments reflètent un certain nombre d'inefficacités dans notre système financier : trop coûteux pour les clients malgré une rentabilité insuffisante pour les établissements financiers, trop lent, avec une orientation trop nationale, dans le cadre d'une union des marchés de capitaux inachevée et, dans certains cas, trop prudent dans la sélection des projets à financer.

Si plusieurs de ces observations sont valables au niveau mondial, la situation est encore moins satisfaisante au niveau européen. D'une part, nos acteurs européens traditionnels voient leur compétitivité se dégrader sous le

<sup>1</sup> "Interbank stable settlement coin" en anglais

<sup>2</sup> Ursula von der Leyen, « *A Union that strives for more* » - orientations politiques pour la nouvelle Commission européenne

<sup>3</sup> Cf. le discours de Robert Ophèle, président de l'AMF, « *AI, Blockchain & Cryptoassets - Disruptive technology shaping the future of regulation & compliance* », Conférence AFME, 3 octobre 2019, consultable [ici](#)

double effet de la pression sur leurs marges exercée par un environnement de taux d'intérêt durablement bas et de l'augmentation des coûts en partie liée à la mise en œuvre du paquet réglementaire post-crise. D'autre part, le cadre réglementaire constitue une barrière à l'entrée pour les nouveaux acteurs, ce qui explique en partie le faible nombre de start-ups se développant dans le secteur des services financiers en Europe.

L'Europe a également du retard en matière de financement de l'innovation, les levées de fonds des start-ups européennes n'ayant représenté que 10 % du financement mondial en 2018 loin derrière les États-Unis (53 %) et la Chine (27 %, contre 10 % en 2013)<sup>4</sup>. De plus, parmi les 372 licornes recensées dans le monde mi-juillet 2019, 182 d'entre elles sont américaines, 94 sont chinoises et seulement 12 sont européennes<sup>5</sup>.

Dans ce contexte, les autorités publiques européennes devraient envisager de jouer un rôle de facilitateurs ou d'inhibiteurs. Bien qu'une refonte complète de nos cadres réglementaires ne soit nullement souhaitable, nous estimons qu'un *statu quo* en la matière serait préjudiciable. Nous devrions plutôt réfléchir à nos outils et à nos cadres réglementaires afin de les rendre plus agiles et plus propices à l'innovation, sans pour autant sacrifier la protection des investisseurs ni la sécurité de notre système financier.

Dans son Plan d'action de mars 2018<sup>6</sup>, la Commission européenne avait identifié un certain nombre de sujets méritant une attention particulière en matière de réglementation. Si nous convenons que les autorités de régulation, tant au niveau de l'UE qu'au niveau national, doivent surveiller attentivement l'ensemble de ces sujets, l'AMF considère que les opportunités et les difficultés liées à l'utilisation de la *blockchain* et des données méritent une attention particulière, qu'elles nécessitent des réponses réglementaires et qu'elles devraient accroître significativement l'efficacité des marchés financiers. Si nous avons salué le rapport de l'ESMA sur l'adéquation de la réglementation de l'UE face aux évolutions technologiques<sup>7</sup>, qui constituait une première étape nécessaire, nous estimons qu'il faut poursuivre ce travail et développer ensemble des mesures concrètes pour introduire davantage d'agilité dans les textes européens.

Par conséquent, l'AMF formule les propositions suivantes, qui visent à : **(1) éliminer les obstacles réglementaires au développement des instruments financiers « tokénisés » (enregistrés et transférés sur *blockchain*) ; (2) gérer l'absence de réglementation au niveau de l'UE et l'insécurité juridique qui en résulte pour les actifs numériques qui ne sont pas considérés comme des valeurs mobilières ; (3) accroître l'agilité de nos cadres en encourageant l'expérimentation de nouveaux projets et d'idées innovantes ; et (4) gérer les risques identifiés dans le cadre des relations entre les fournisseurs de services de *cloud* et les établissements financiers afin de tirer pleinement profit de l'utilisation de l'intelligence artificielle dans le secteur financier.**

## **□ Propositions visant à éliminer les obstacles réglementaires au développement instruments financiers sur *blockchain***

L'utilisation de la technologie des *blockchains* dans le domaine des services financiers est susceptible d'apporter de nombreux avantages, à savoir :

- la réduction des coûts de certaines opérations financières (transferts, offres au public, etc.),

<sup>4</sup> Philippe Tibi, « Financer la IV<sup>e</sup> révolution industrielle – Lever le verrou du financement des entreprises technologiques », juillet 2019, Rapport remis au ministre de l'Économie et des Finances – tiré du Pitchbook de KPMG, « *Venture Pulse Q4'18* ».

<sup>5</sup> Rapport Tibi, *ibid* – tiré du rapport de CB Insights « *The Global Unicorn Club* »

<sup>6</sup> Commission européenne, « Plan d'action pour les technologies financières : pour un secteur financier européen plus compétitif et plus innovant », mars 2018. Dans ce Plan d'action, la Commission européenne a recommandé d'examiner en particulier l'impact de la technologie des *blockchains*, l'utilisation accrue des données et le développement de l'IA ou des techniques d'apprentissage automatique, les cyber-risques. En outre, la Commission a chargé les Autorités européennes de surveillance (AES) de recenser les approches actuelles en matière d'agrément et de licence concernant les modèles d'entreprise innovants de technologies financières, et d'étudier en particulier les modalités d'application de la proportionnalité.

<sup>7</sup> Rapport de l'ESMA, « *Report on the licensing of fintech business models* », juillet 2019

- l'automatisation des processus de post-marché (règlement-livraison, paiement des flux de trésorerie attendus relatifs aux titres et aux pensions livrées, appels de marge sur produits dérivés, levée d'option, etc.) en ayant recours à des contrats auto-exécutants<sup>8</sup>.
- l'accélération des délais d'exécution de ces opérations,
- la possibilité de cibler un marché mondial,
- la possibilité de renforcer la sécurité des opérations en combinant une sécurité éprouvée et des techniques cryptographiques avancées, qui sont inhérentes aux technologies de registre distribué,
- la possibilité d'augmenter la liquidité de certaines classes d'actifs et de favoriser l'émergence de nouvelles classes.

Cela nous amène à penser que **la « tokénisation » de la finance est une tendance majeure, qui ne devrait pas être combattue mais plutôt soutenue par un cadre qui lui permette de se développer dans un environnement sécurisé.**

L'utilisation de la technologie *blockchain* dans le domaine des services financiers soulève plusieurs questions réglementaires que nous devrions aborder, afin de permettre le développement de marchés primaires et secondaires pour les actifs numériques au niveau européen. Le fait que l'Europe parvienne à être l'une des premières zones géographiques à offrir ce type de services pourrait représenter un avantage concurrentiel et attirer des capitaux étrangers, potentiellement intéressés par une liquidité accrue, la possibilité d'échanger une large gamme d'instruments (qu'il s'agisse ou non de valeurs mobilières), et offrir un règlement instantané et moins coûteux que les marchés financiers actuels. La reconnaissance au niveau européen de l'inscription d'un titre dans une *blockchain* comme preuve de propriété pourrait également être un moyen de développer un droit du titre commun européen.

Des évolutions réglementaires seraient nécessaires au niveau européen pour permettre le développement de plateformes de négociation de titres sur *blockchain* (voir tableau récapitulatif en annexe). L'actuel cadre réglementaire de l'UE exige la présence d'intermédiaires réglementés, notamment le recours au système bancaire traditionnel pour le règlement des titres ainsi qu'à divers intermédiaires du post-marché pour leur livraison. Cependant, en automatisant les processus de rapprochement, les technologies *blockchain* réduisent les étapes nécessaires à la conclusion d'une transaction, ce qui réduit mécaniquement les risques associés. Par conséquent, l'approche des autorités de réglementation devrait consister à se demander dans quelle mesure il existe encore des risques qui justifient la présence d'un intermédiaire réglementé et dans quelle mesure il faudrait ajuster le statut réglementaire de ces acteurs en conséquence (approche par les risques). À titre d'exemple, il convient de se demander si le statut de dépositaire central de titres est pertinent ou approprié dans un environnement de *blockchain* lorsque le règlement et la livraison sont instantanés. Dans le cadre d'une réflexion sur d'éventuelles modifications réglementaires, nous considérons qu'il est essentiel de veiller à ce que le cadre réglementaire reste neutre sur le plan technologique et, en particulier, ne conduise pas à empêcher les expérimentations sur *blockchains* publiques, car elles présentent actuellement de nombreux avantages par rapport à d'autres types de *blockchains* (coûts, sécurité, passage à grande échelle, potentiel d'automatisation). Il n'est pas exclu à ce stade que le développement des technologies *blockchain* suive les traces d'Internet, c'est-à-dire l'émergence d'une technologie décentralisée à l'échelle mondiale (Internet) et le développement de nombreuses applications à usage privé (par exemple les intranets).

Aux termes d'une analyse juridique approfondie, **l'AMF a identifié plusieurs obstacles juridiques au développement des titres sur *blockchain* : (i) la nécessité d'identifier un gestionnaire de *blockchain* agissant en qualité de système de règlement-livraison**, ce qui exclut *de facto* les plateformes décentralisées d'échanges de titres sur *blockchain* et, plus généralement, l'utilisation de *blockchains* publiques qui sont fondées sur un consensus décentralisé et ne permettent pas d'identifier un quelconque responsable des opérations ; (ii) **l'obligation d'intermédiation par un établissement de crédit ou une entreprise d'investissement** afin que les personnes physiques puissent avoir accès au système de règlement-livraison, ce qui ne semble pas compatible avec le fonctionnement actuel des plateformes d'échanges de titres sur *blockchains* avec accès direct ; et (iii) **l'obligation de régler les opérations sur titres en espèces, en monnaie de banque centrale ou en monnaie commerciale**. Tant

<sup>8</sup> Les contrats auto-exécutants (ou « *smart contracts* » en anglais) sont des contrats exécutés automatiquement, dont les termes de l'accord entre les parties sont directement écrits dans des lignes de code informatique.

que les transactions financières restent sécurisées, la réglementation devrait être technologiquement neutre et ne devrait donc pas conduire à l'interdiction de la *blockchain*.

Trois pistes sont à envisager : (i) l'amendement des textes européens dans lesquels des obstacles au développement des titres sur *blockchains* ont été identifiés ; (ii) la création d'une réglementation sur mesure régissant les titres sur *blockchains* afin de tenir compte des spécificités de la *blockchain* et de son caractère décentralisé, une telle réglementation étant difficile à concevoir à ce stade compte tenu du manque de maturité du marché ; (iii) la mise en place d'**espaces d'expérimentation à l'échelle européenne** permettant aux autorités nationales compétentes (« ANC ») de lever certaines obligations prescrites par la réglementation européenne et identifiées comme incompatibles avec l'environnement de la *blockchain*, à condition que l'entité bénéficiant de cette exemption respecte les principes clés de la réglementation et qu'elle fasse l'objet d'une surveillance renforcée de la part de son ANC. Ce système nécessiterait la mise en place d'un mécanisme de gouvernance au niveau européen de sorte que les ANC puissent échanger et harmoniser leurs pratiques. Un tel système aurait l'avantage de lever les obstacles réglementaires à l'émergence de projets d'infrastructures de marchés de titres sur *blockchains* qui pourraient se concrétiser dans un environnement sécurisé, sans modification immédiate de la réglementation européenne, laquelle pourrait intervenir ultérieurement, une fois l'écosystème plus mature, d'une manière sécurisée et en s'appuyant sur l'expertise que les ANC auraient acquise grâce au soutien apporté aux entreprises.

Au-delà de l'aspect purement réglementaire, l'AMF considère que l'émergence d'infrastructures efficaces de règlement-livraison sur *blockchains* présuppose l'existence d'un instrument de règlement interbancaire au niveau européen compatible avec cette technologie, c'est-à-dire un **actif de valeur stable permettant les règlements interbancaires**<sup>9</sup> sur *blockchain*.

La levée des obstacles réglementaires au développement des instruments financiers sur *blockchains* est une priorité stratégique, les projets ne pouvant se développer en l'état actuel de la réglementation.

### **□ Proposition visant à gérer l'absence de réglementation et de sécurité juridique au niveau de l'UE concernant les actifs numériques qui ne sont pas considérés comme des valeurs mobilières**

Une deuxième initiative serait de proposer un cadre européen régissant les actifs numériques qui ne relèvent pas de la définition des valeurs mobilières prévue par la directive MIF 2, qui sont dans une large mesure dans un vide juridique au niveau européen et international.

Un tel cadre réglementaire devrait permettre, d'une part, d'harmoniser les pratiques de contrôle en matière de lutte contre le blanchiment de capitaux et le financement du terrorisme (« LCB-FT ») au niveau européen et, d'autre part, de proposer des règles de bonne conduite afin de garantir un mécanisme de formation des prix efficace qui *in fine* offre une plus grande sécurité aux investisseurs. En matière de LCB-FT, il convient de saluer les travaux entrepris par la Commission européenne dans le cadre de la V<sup>e</sup> directive LCB-FT visant à réglementer les conservateurs et les plateformes de conversion d'actifs numériques. L'Europe a été pionnière en la matière. Néanmoins, depuis lors, le marché des actifs numériques a considérablement évolué et le GAFI a mis à jour ses recommandations sur les diligences nécessaires dans cet environnement. Les évolutions réglementaires visant à prendre en compte ces recommandations n'ont toutefois de sens que si la réponse des Etats membres est coordonnée. Par conséquent, le cadre européen de la LCB-FT pour les actifs numériques devrait être revu à la lumière de ces éléments, en tenant compte des spécificités de l'environnement *blockchain*. Un cadre réglementaire fondé uniquement sur des mesures de LCB-FT ne suffirait pas à protéger efficacement les investisseurs et à encourager un développement sain de cet écosystème. Nous sommes d'avis qu'il serait nécessaire d'adopter à ce cadre des mesures pour réguler les marchés primaires et les intermédiaires opérant dans ce secteur, en s'inspirant des règles applicables à la réglementation des services financiers et en les adaptant aux spécificités des actifs numériques.

Une nouvelle réglementation pour ces actifs au niveau de l'UE, sous réserve qu'elle soit conçue de manière souple et proportionnée et qu'elle tienne compte des spécificités de l'environnement *blockchain*, pourrait servir les

<sup>9</sup> "Interbank stable settlement coin" en anglais

objectifs de protection des investisseurs, de traitement des risques de blanchiment et de financement du terrorisme et de réduction de l'insécurité juridique pour les projets sérieux développés dans ce domaine.

### **□ Proposition visant à accroître l'agilité du cadre réglementaire**

Au-delà des enjeux liés au développement des *blockchains*, nous pensons essentiel d'accroître l'agilité de nos cadres réglementaires et de nos pratiques de surveillance.

De nombreux textes réglementaires européens contiennent déjà des dispositions sur la proportionnalité visant à adapter le niveau des exigences réglementaires en fonction de la nature, de l'envergure et de la complexité de l'activité. Néanmoins, cette approche repose toujours sur une logique binaire, c'est-à-dire une activité régulée ou non, ce qui laisse finalement peu de place à l'expérimentation puisque l'entreprise doit nécessairement attendre d'obtenir un agrément avant de débiter son activité.

D'autres secteurs ont une approche plus souple de l'innovation, même si les risques pour les utilisateurs peuvent être considérés comme plus importants que ceux associés à la prestation de services financiers. À cet égard, la Commission européenne souhaiterait peut-être s'inspirer des pratiques qui prévalent aujourd'hui dans l'industrie pharmaceutique, où l'innovation est encouragée par un système d'essais cliniques dont les phases sont strictement détaillées. Si elle est appliquée au domaine des services financiers, cette approche pourrait, en pratique, déboucher sur un processus d'octroi d'agrément par étapes, durant lequel une entreprise souhaitant tester un service réglementé auprès d'un cercle limité d'investisseurs et impliquant de petites sommes d'argent puisse le faire sans agrément, sous réserve qu'elle respecte les grands principes de la réglementation (typiquement ceux définis au niveau 1). Un moyen de concrétiser cette approche serait de permettre aux autorités compétentes d'envoyer des lettres de non-intervention à l'entreprise qui bénéficierait de ce régime, en précisant le déroulement des projets, les conditions dans lesquelles la phase d'essais serait autorisée (durée, nombre de participants impliqués, etc.), à l'instar des *no-action letters* utilisées par la Securities and Exchange Commission aux États-Unis<sup>10</sup>. Contrairement aux espaces d'expérimentation qui seraient réservés aux projets pour lesquels des obstacles réglementaires ont été clairement identifiés (par exemple dans le domaine des *blockchains*), ces zones d'expérimentation pourraient être ouvertes à toute entreprise qui s'inscrit dans les cadres réglementaires existants. Toutefois, comme dans le cas des espaces d'expérimentation, un tel mécanisme devrait nécessairement être autorisé au niveau européen, et devrait laisser aux ANC le soin de sélectionner les projets éligibles, à condition qu'un mécanisme efficace de convergence et d'échange d'informations soit mis en place.

### **□ Proposition visant à gérer les risques identifiés dans le cadre des relations entre les fournisseurs de *cloud* et les établissements financiers afin de tirer pleinement profit de l'utilisation de l'intelligence artificielle dans le secteur financier**

Enfin, une autre question stratégique concerne le stockage et la protection des données. L'utilisation extensive des données peut apporter des avantages significatifs *via* la rationalisation des procédures, permettant ce faisant d'offrir des services plus personnalisés aux investisseurs et, *in fine*, de rendre les acteurs financiers européens plus compétitifs sur le plan international. Dans le même temps, il est important que ces projets fondés sur les données respectent les règles européennes relatives à la confidentialité des données et soient soumis à des exigences strictes en matière de LCB-FT. Dans ce contexte, la mise en commun des ressources sur certains sujets tels que la connaissance client et la LCB-FT pourrait se révéler fructueuse, car la fragmentation des pratiques entrave l'efficacité des établissements financiers européens. La Commission européenne pourrait avoir un rôle à jouer pour encourager l'émergence de telles initiatives de marché.

En outre, si, d'un point de vue purement réglementaire, il semble prématuré de réglementer strictement l'utilisation de l'intelligence artificielle ou de l'apprentissage automatique, qui restent à un stade précoce de

---

<sup>10</sup> La SEC américaine a utilisé une lettre de non-intervention pour autoriser le projet Paxos à tester le développement d'un service de règlement-livraison et de compensation sur des *blockchains* sur une période de 23 mois dans le cadre d'une étude de faisabilité. Plus d'informations disponibles sur le site de la SEC américaine : <https://www.sec.gov/>

développement dans l'UE, les évolutions dans ce domaine devront être suivies de près afin de contenir les risques qu'elles peuvent induire en termes d'intégrité du marché et de protection des investisseurs.

Les risques associés sont exacerbés par la dépendance croissante à l'égard des services de *cloud* fournis par un nombre limité de fournisseurs externes, qui utilisent fréquemment des pratiques de verrouillage<sup>11</sup> qui empêchent leurs clients de récupérer facilement leurs données et de changer de fournisseur de *cloud* sur des raisons contractuelles, pratiques ou techniques. Une telle pratique crée une dépendance des entreprises à l'égard de leurs fournisseurs de *cloud*, ce qui pose de sérieux problèmes en termes de continuité d'activité et en termes de surveillance. Dans ce contexte, nous pensons que la gestion des risques décrits ci-dessus mérite de figurer en bonne place dans l'agenda européen.

---

<sup>11</sup> Pratiques dites de « *lock-in* »

Annexe

Les principaux obstacles juridiques au développement des instruments financiers sur *blockchain* ayant été identifiés ont trait aux marchés secondaires et peuvent être énumérés comme suit :

<b>Obstacles identifiés</b>	<b>Réglementation européenne</b>
Identification d'un gestionnaire de plateforme de négociation, ce qui est incompatible avec les plateformes décentralisées ou hybrides	<b>MIF 2</b> Article 5 (conditions d'agrément) Article 4.1.1 (définition d'une entreprise d'investissement)
Identification d'un gestionnaire de système de règlement-livraison aux fins de l'agrément par le dépositaire central de titres, ce qui est incompatible avec les plateformes décentralisées ou les plateformes opérant sur des <i>blockchains</i> publiques	<b>Directive sur le caractère définitif du règlement</b> Article 2 1. 1) du RDCT (définition du DCT)
Obligation d'intermédiation pour participer à un système de règlement-livraison	<b>Directive sur le caractère définitif du règlement</b> Article 2 f) (définition du participant à un SRT)
Règlement en espèces dans un système de règlement-livraison	<b>Article 40 du RDCT</b>