

Révolution Fintech : quelle réglementation ?

Intervention de Robert Ophèle, président de l'Autorité des marchés financiers

Fintech R : Evolution - Station F - le 10 avril 2018

En matière financière, la réglementation est souvent, et je dois dire parfois assez légitimement, perçue comme un frein à l'innovation et une barrière à l'entrée pour de nouveaux acteurs.

Bien entendu ceci n'est qu'une des conséquences indirectes du caractère extrêmement réglementé des activités financières. Quelles sont les activités qui requièrent une autorisation ? Quel statut est approprié aux activités souhaitées (et la liste des statuts possibles est particulièrement longue) ? Quelles sont les exigences associées ? Dans quelle mesure l'autorisation permet-elle d'exercer son activité à l'échelle de l'Union Européenne en libre prestation de services ? Quelles seront les conséquences du Brexit sur ces autorisations ? Les réponses à ces questions de base sont souvent extrêmement complexes, parfois divergentes d'un pays à l'autre de l'Union et parfois inexistantes car certaines innovations n'entrent dans aucune des cases réglementaires préexistantes comme c'est le cas des *Initial Coin Offerings* (ICO).

Pourtant, le secteur financier comme les autres secteurs économiques a besoin des innovations et la réglementation est un élément essentiel pour assurer la crédibilité et donc le développement effectif des Fintechs. Il faut donc trouver le bon équilibre réglementaire qui encadre et accompagne.

Cela m'amène à évoquer brièvement l'approche française et son articulation avec l'échelon européen et international.

Notre approche est d'accompagner l'innovation, en privilégiant une réglementation proportionnée et progressive et non une approche de type « bac à sable » d'exonération de réglementation, qui nous paraît fragmenter de façon inutile le paysage réglementaire et ne pas apporter de garantie suffisante aux usagers.

La démarche d'accompagnement est matérialisée par la constitution, tant à l'ACPR qu'à l'AMF, de cellules spécialisées dans la veille sur les innovations et l'accompagnement des porteurs de projet : le Pôle Fintech et Innovation de l'ACPR, la Division Fintech, Innovation et Compétitivité à l'AMF et le Forum Fintech animé en commun par les deux autorités. Pour donner un ordre de grandeur, nous avons eu à l'AMF 120 réunions en 2017 avec des porteurs de projets innovants et en intégrant le premier trimestre, près de 40 projets d'ICO nous ont été présentés.

Cette démarche d'accompagnement permet d'apporter davantage de lisibilité aux acteurs par rapport aux méandres, parfois subtils, de la réglementation. Elle permet également d'engager les équipes de l'AMF dans une démarche de construction réglementaire et de développement économique en concertation avec les acteurs de cette nouvelle économie.

Mais pour pouvoir être réellement mis en œuvre, le principe de proportionnalité doit s'appuyer sur un cadre réglementaire suffisamment flexible pour donner effectivement une marge d'appréciation au superviseur des acteurs engagés dans la transformation digitale.

La progressivité de la démarche réglementaire française peut être illustrée par plusieurs exemples.

Prenons le cas des plateformes de financement participatif ; financement par des prêts ou financement par des émissions de titres. Le régime des intermédiaires en financement participatif (IFP) et des conseillers en investissements participatifs (CIP) a d'abord été introduit en 2014 avec des plafonds relativement bas : pas plus de mille euros par prêteur pour des prêts avec intérêt n'excédant pas un million d'euros et des offres de titres n'excédant pas un million. En 2016, ils ont été relevés à deux mille euros par prêteur et, pour les offres de titres à deux millions et demi par projet sous réserve que cela ne représente pas plus de 50 % du capital de l'émetteur. Nous souhaitons désormais, à l'AMF, harmoniser ce dernier seuil avec celui retenu pour exiger un prospectus d'offre de titres, seuil que nous souhaitons porter à huit millions d'euros.

La reconnaissance juridique des dispositifs d'enregistrement électronique partagé, bref de la technologie blockchain, pour la représentation et la transmission de biens fournit un second exemple de cette approche progressive qui combine prudence et ouverture. Après un premier pas fait sur les mini-bonds, l'ordonnance du 8 décembre dernier, dont le décret qui doit préciser les modalités d'application est en cours de finalisation, a prévu cette reconnaissance juridique pour les seuls titres qui ne sont pas admis aux opérations d'un dépositaire central, ce qui exclut les titres cotés mais ouvre toutefois un large champ puisqu'il couvre, outre les titres non-cotés, les actions et parts d'OPCVM. On peut penser qu'une prochaine étape pourrait être les crypto-actifs eux-mêmes.

Ce qui me conduit à mon troisième exemple celui des émissions de jetons, les ICO. Il s'agit là d'un phénomène complexe car au carrefour de nombreux courants et recouvrant des réalités très diverses. Au-delà de la volonté de certains d'assurer de façon difficilement traçable le financement d'activités criminelles ou encore la volonté d'incarner un idéal mondialiste libertarien s'affranchissant de toute contrainte étatique, ce phénomène traduit également des réactions beaucoup plus légitimes.

La volonté d'abaisser les coûts de certaines opérations financières (transferts, appel public à l'épargne...) et d'accélérer les temps d'exécution de ces opérations.

C'est la possibilité de toucher une cible mondiale, de financer des projets à un stade très précoce de leur mise en œuvre et de faire financer ce projet par les potentiels utilisateurs du service.

C'est également une capacité à renforcer la sécurité des transactions en associant un historique très sécurisé, parce qu'inhérent à la technique du registre distribué, et une cryptologie avancée.

C'est également l'opportunité de créer des environnements de service à vocation globale type Amazon (cas d'Ethereum par exemple qui abrite l'essentiel des ICO), voire de s'approprier à terme le revenu de seigneurage dont bénéficient les émetteurs de monnaie ; les banques centrales étudient d'ailleurs désormais plus sérieusement la possible émission de crypto-monnaies publiques.

Cela nous conduit à penser que la « tokenisation » de la finance est une tendance lourde, qu'il convient non de combattre mais d'accompagner via un encadrement qui permette son essor dans un cadre plus sécurisé qu'aujourd'hui.

Aussi, en parallèle aux alertes sur les dangers de ces crypto-actifs et à la lutte contre les escroqueries qui y sont associées, les autorités ont commencé à réfléchir à un encadrement adapté. Comme vous le savez, l'AMF a été très active sur ces deux fronts, en particulier avec une consultation publique en fin d'année dernière sur l'encadrement souhaitable des ICO. Cette consultation a suscité nombre de réponses très argumentées ; nous en avons rendu compte et l'idée d'un visa/label optionnel qui serait délivré par l'AMF pourrait prospérer rapidement. Mais le défi réglementaire ne s'arrête pas au marché primaire et il convient de trouver la bonne solution s'agissant du marché secondaire. L'extrême opacité et l'absence de fiabilité du marché actuel s'accompagne d'une très forte volatilité et est clairement propice au développement des abus de marché. Si on souhaite assurer la confiance dans ces marchés de *tokens*, il faut à l'évidence, au-delà des exigences concernant la lutte contre le blanchiment et le financement du terrorisme, y mettre en œuvre les techniques des marchés régulés, avec une transparence effective pré et post-négociation et une supervision par une autorité de marché. Les autorités françaises travaillent dans ce sens.

Ces initiatives nationales peuvent paraître un peu incongrues dans un espace européen qui offre un marché unique des services financiers et pour des produits ou des innovations qui ont des vocations mondiales.

La dynamique européenne s'agissant des Fintechs montre cependant tout l'intérêt des initiatives nationales.

Pour se limiter à la période récente, on observera que la Commission a lancé à l'été dernier une consultation sur le sujet. L'AMF y a répondu avec trois propositions : la création d'un statut chapeau dans le domaine du conseil automatisé (European

Digital Investment Solutions Platforms) auquel serait donc associé un passeport, l'introduction d'un passeport européen pour les acteurs du crowdfunding et le développement de tests sécurisés au niveau européen pour les entités ayant recours aux technologies de registre distribué DLT. L'idée de base est toujours la même ; si on veut permettre l'émergence d'acteurs très performants, il faut leur permettre d'utiliser la profondeur du marché de l'Union Européenne.

A l'issue de cette consultation, la Commission a rendu public, le 8 mars dernier, un « Plan d'action pour les technologies financières » et une proposition de règlement sur les prestataires de services de financement participatif.

Quand on examine le contenu de ce plan, force est de reconnaître qu'il ne comprend aucune mesure opérationnelle ; la Commission préfère, avant d'aller plus loin et s'orienter vers une évolution éventuelle du cadre législatif européen, analyser plus avant les enseignements des différentes initiatives et traitements nationaux, ainsi que les retours des acteurs. Elle duplique également, au niveau européen, les forums d'échange et d'observation qui existent déjà au niveau national. La Commission invite ainsi les autorités européennes de surveillance à répertorier, d'ici le premier trimestre 2019, les approches en matière d'agrément actuellement suivies pour les modèles d'entreprise Fintech innovants ; elle continuera à suivre les évolutions des actifs cryptographiques et des ICO ; elle mettra en place un groupe d'experts chargé d'évaluer si des dispositions du cadre réglementaire applicable aux services financiers entravent de manière injustifiée l'innovation financière....

Lorsqu'on examine maintenant le projet de réglementation européenne pour le financement participatif, on est, je crois, assez loin du compte. Certes, ce nouveau statut européen permettrait de financer des projets dans l'ensemble de l'Union par

une épargne collectée dans l'ensemble de l'Union et ce via des prêts ou des émissions de titres ; mais le montant maximum par projet financé, de un million d'euros, apparaît bien peu ambitieux au regard notamment de notre pratique nationale et de la volonté d'établir un régime véritablement paneuropéen. Mettre ces entités sous le périmètre de responsabilité de l'Autorité européenne des marchés financiers (AEMF ou ESMA en anglais) apparaît à la fois légitime et paradoxal. C'est légitime car une entité à vocation européenne est justiciable d'une supervision européenne et être sous supervision centrale pourrait sans doute éviter l'avalanche de réglementation européenne que génère quasi mécaniquement la supervision nationale où l'effort de convergence se traduit par un détail qui frôle l'absurde des réglementations de niveau 1 et 2 puis par la multiplication de guidelines et de Q&A qui restent indicatifs. Mais c'est également paradoxal de vouloir confier à l'ESMA la supervision de plateformes destinées à la clientèle de détail (tant dans les besoins de financement couverts que dans l'épargne collectée) alors même que les infrastructures de marché à vocation européenne voire mondiale et les activités de financement « de gros », wholesale, sont pour l'heure sous supervision nationale.

Il me semble que cela renforce l'idée selon laquelle les cadres nationaux restent à privilégier pour développer des initiatives innovantes et que c'est la force de succès nationaux qui entraînera la nécessaire dimension européenne. Je souhaite donc naturellement que, dans ce domaine, la France soit « à la frontière » comme disent les économistes.