



EIFR – Point d’actualité sur la régulation

MiCA et Projet Pilote

10 décembre 2020

Hubert de Vauplane

I – Présentation du projet de règlement européen sur les crypto-actifs

II – Débat sur le projet de règlement

I – Présentation du projet de règlement européen sur les crypto-actifs

1/ Origine du projet

Le projet s'inscrit dans le « **Paquet Finance digitale** » qui contient également :

- Projet de règlement européen créant un régime pilote pour les infrastructures de marché basées sur la technologie de la *blockchain*
- Projet de règlement sur la résilience digitale du secteur financier

La Commission européenne s'intéresse aux crypto-actifs depuis au moins début 2018. Elle avait demandé à l'ESMA et à l'EBA de publier leurs analyses (janvier 2019) => ces analyses inspirent partiellement le projet

⇒ Plusieurs consultations ont aussi été menées et ont confirmé le soutien des acteurs à l'approche de la Commission (sur son principe)

Autres développements récents : législations nationales (risque de fragmentation) ; développement des *stablecoins*

⇒ Rappel de la position européenne sur les stablecoins (reprenant celles du FSB et du G7) : pas de problème pour la stabilité financière à l'heure actuelle, mais risque avec les « *global stablecoins* »

Quatre objectifs pour le projet de règlement :

1. Créer un cadre réglementaire clair
2. Soutenir l'innovation (« positionner l'Europe à la pointe de l'innovation dans la blockchain »)
3. Protéger (raisonnablement) les consommateurs et les investisseurs, ainsi que l'intégrité des marchés

2/ Options de réglementation étudiées par la Commission

Régime optionnel ou harmonisation totale ?

- Un régime optionnel aurait permis aux PSAN choisissant de s'y soumettre de bénéficier du passeport européen ; les autres seraient restés soumis aux régimes nationaux.
- La Commission choisit l'harmonisation totale, car elle sert mieux ses objectifs (clarté juridique, protection des investisseurs, stabilité financière, etc.)

Trois options étudiées pour les stablecoins :

1. Réglementation sur-mesure
2. Réglementer les stablecoins en les assimilant à la monnaie électronique
 - La Commission constate que de nombreuses règles issues de la 2^e Directive Monnaie Electronique seraient inadaptées aux stablecoins et aux entités qui les utilisent.
3. Restreindre l'utilisation des stablecoins dans l'UE

Choix final : option 1, combinée à l'option 2. L'option 3 est incompatible avec l'objectif d'innovation et risquerait de laisser se développer des stablecoins émis hors de l'UE.

3/ Champ d'application

Exclusions du champ d'application du règlement :

- Les crypto-actifs qualifiables d'instruments financiers (cadre MIF 2)
- Les crypto-actifs émis et les services fournis par :
 - La BCE et les banques centrales nationales ; la Banque européenne d'investissement ; les organisations internationales
 - Les autres autorités publiques
 - Les entreprises d'assurance

Champ d'application territorial :

- Pas d'application du règlement aux personnes établies hors de l'UE qui fournissent des services sur crypto-actifs à une personne établie dans l'UE **à la demande de la personne établie dans l'UE**
- Si une personne établie hors de l'UE **sollicite** des clients européens ou **promeut ou fait de la publicité** dans l'UE, le règlement est applicable et la personne doit obtenir un agrément.
- Rien d'explicite sur la possibilité pour une personne européenne d'utiliser des crypto-actifs émis par une personne non-européenne (par exemple pour des transactions P2P) => probablement autorisé

4/ Les définitions

La Commission européenne choisit de donner aux « **crypto-actifs** » la définition la plus large possible pour englober tous les crypto-actifs qui ne sont pas couverts par une autre réglementation et pour s'adapter aux futures évolutions de la technologie.

- Définition proposée : un crypto-actif est une représentation numérique d'une valeur ou de droits qui peut être transférée et stockée électroniquement, et qui utilise une technologie de registre distribué ou une technologie similaire
 - Définition de *distributed ledger technology* (DLT) : une technologie qui permet l'enregistrement distribué de données chiffrées
- La définition est assez proche de celles des *virtual assets* donnée par le GAFI. Elle est par contre assez éloignée de celle utilisée en droit français (art. L. 54-10-1 du CMF), mais elle couvre aussi en pratique l'essentiel des cryptomonnaies et actifs assimilés.

4/ Les définitions

Rappel de la définition française :

« Les **actifs numériques** comprennent :

1° Les **jetons** – c'est-à-dire *tout bien incorporel représentant, sous forme numérique, un ou plusieurs droits pouvant être émis, inscrits, conservés ou transférés au moyen d'un dispositif d'enregistrement électronique partagé permettant d'identifier, directement ou indirectement, le propriétaire dudit bien* – à l'exclusion de ceux remplissant les caractéristiques des instruments financiers mentionnés à l'article L. 211-1 et des bons de caisse mentionnés à l'article L. 223-1 ;

2° **Toute représentation numérique d'une valeur** qui n'est pas émise ou garantie par une banque centrale ou par une autorité publique, qui n'est pas nécessairement attachée à une monnaie ayant cours légal et qui ne possède pas le statut juridique d'une monnaie, mais qui est acceptée par des personnes physiques ou morales comme un moyen d'échange et qui peut être transférée, stockée ou échangée électroniquement. »

- **Nombreuses petites différences** : référence à l'utilisation comme moyen d'échange ; définition « négative » ; distinction des jetons et des actifs numériques qui ne sont pas des jetons ; condition de l'identification du propriétaire du jeton, etc.

Le projet de règlement contient aussi une définition de l' « **utility token** » : « *un crypto-actif dont la fonction est de fournir un accès numérique à un bien ou à un service, qui est disponible sur DLT, et qui est seulement accepté par son émetteur* »

5/ L'émission de crypto-actifs (régime général)

L'**offre au public** de crypto-actifs par un émetteur ou leur **admission sur une plateforme d'échange de crypto-actifs** n'est possible qu'aux conditions suivantes :

- L'émetteur est une personne morale
- L'émetteur a préparé un « white paper », l'a notifié à l'autorité compétente et l'a publié
- L'émetteur respecte des obligations « de comportement » : agir de manière professionnelle et honnête ; communiquer avec les porteurs de tokens de manière claire et non trompeuse ; identifier et dévoiler les potentiels conflits d'intérêts...

Ces obligations ne sont **pas applicables si** les crypto-actifs sont :

- offerts gratuitement (ou minés conformément au protocole)
 - Potentiellement non applicable aux crypto-actifs créés par seul minage sans ICO (mais rien sur le pre-mining)
- uniques et non fongibles (application logique aux NFT)
- offerts à moins de 150 personnes (par Etat membre)
- offerts uniquement à des investisseurs qualifiés
- offerts pour un montant maximal de 1M€ (sur une période de 12 mois)

Pas d'application aux crypto-actifs émis ou listés avant l'entrée en vigueur du règlement

5/ L'émission de crypto-actifs (régime général)

Contenu du *white paper* :

- Description de l'émetteur ; présentation de l'équipe
- Description du projet ; utilisation prévue des fonds levés
- Détails de l'offre (quantité offerte, prix)
- Description des droits et obligations attachés aux crypto-actifs offerts
- Informations sur la technologie utilisée
- Description des risques (incluant des mentions obligatoires sur le risque de perte)

→ Proche des exigences applicables aux ICO en droit français

→ Responsabilité civile quasi-automatique de l'émetteur et de ses dirigeants si des informations trompeuses ou inexactes sont communiquées

Obligation de notification préalable du *white paper* à l'autorité nationale compétente :

- La validation n'est pas nécessaire
- La notification doit quand même être faite 20 jours au moins avant le lancement de l'offre
- Les « communications marketing » doivent aussi être notifiées
- L'émetteur doit expliquer en quoi le crypto-actif émis n'est pas qualifiable d'instrument financier ou de monnaie électronique.

Droit de rétractation : obligation pour l'émetteur de prévoir un droit de rétractation et de remboursement exerçable dans les 14 jours suivant la souscription (sauf si les crypto-actifs sont admis sur une plateforme de négociation)

6/ La réglementation des prestataires de services sur crypto-actifs

Liste des services sur crypto-actifs :

- Conservation et administration de crypto-actifs pour le compte de tiers
- Exploitation d'une plateforme de négociation de crypto-actifs
- Échange de crypto-actifs contre monnaie ayant cours légal
- Echange de crypto-actifs contre d'autres crypto-actifs
- Exécution d'ordres sur crypto-actifs pour le compte de tiers
- Réception et transmission d'ordres sur crypto-actifs pour le compte de tiers
- Placement de crypto-actifs
- Fourniture de conseil sur crypto-actifs

⇒ La liste est **très proche de celle adoptée en droit français** (art. L. 54-10-2 du CMF) – il manque quand même le service de gestion de portefeuille d'actifs numériques pour le compte de tiers, et le service d'exécution d'ordres est rajouté.

⇒ Les **définitions** des différents services sont proches de celles adoptées en droit français (art. D. 54-10-1).
Quelques observations :

- Les définitions des services d'échange de crypto-actifs contre fiat ou autres crypto-actifs posent comme condition le fait que le prestataire utilise ses fonds propres => **quid des courtiers OTC ?**
- La définition de l'exploitation d'une plateforme pourrait ne pas couvrir les plateformes utilisant des *automated market makers* pour déterminer le prix.

6/ La réglementation des prestataires de services sur crypto-actifs

La fourniture des services sur actifs numériques demande un **agrément** (pas de régime optionnel).

- L'agrément est demandé à l'autorité compétente de l'Etat membre où le siège du CASP est situé.
- **Pas de système de passeport : l'agrément est valide dans toute l'UE** ; pas de nécessité d'être établi dans un autre Etat membre pour y fournir des services ou y établir une succursale.

Conditions pour obtenir l'agrément : assez proches de celles applicables à un PSAN agréé en droit AMF (ou à une entreprise d'investissement), mais nettement plus strictes que pour les PSAN enregistrés

- Programme d'activités
- Description de la gouvernance
- Informations sur les actionnaires significatifs et les dirigeants (et notamment sur leur expérience)
- Procédures de contrôle interne ; plan de continuité de l'activité ; description des systèmes de sécurité, etc.
- Procédures spécifiques selon les services fournis : par ex., un conservateur doit fournir sa politique de conservation

Application de la réglementation sur le blanchiment ? A première vue, le projet de règlement ne modifie pas les 4^e et 5^e directives sur le blanchiment, qui déterminent quels CASP sont soumis à la réglementation anti-blanchiment. Donc, une partie des CASP pourraient ne pas y être soumis, malgré leur statut réglementé.

6/ La réglementation des prestataires de services sur crypto-actifs

Autres obligations pour les CASP agréés :

- Obligation de se conduire de manière honnête et professionnelle ; de fournir des informations claires et non trompeuses ; d'agir dans les intérêts des clients ; de mettre en garde les clients contre les risques
- **Exigences prudentielles** : fonds propres ou police d'assurance
- **Obligations spécifiques selon les services fournis** : assez similaires aux exigences du RG AMF applicables aux PSAN agréés (ex : obligation pour les opérateurs de plateforme de déterminer les règles de fonctionnement de la plateforme ; obligation pour les prestataires du service d'échange d'avoir une politique commerciale non discriminatoire et d'afficher les prix pratiqués)

Régime de faveur pour certaines entreprises régulées :

- Les **établissements de crédit** n'ont pas besoin d'agrément pour fournir des services sur crypto-actifs
- Les **entreprises d'investissement** n'en ont pas besoin non plus si elles sont agréés pour fournir des services d'investissement réputés similaires aux services sur crypto-actifs qu'elles veulent fournir.
- Les autres règles applicables aux CASP devraient par contre rester applicables (sauf potentiellement les règles de gouvernance)

7/ La réglementation des stablecoins

Le projet définit deux catégories de crypto-actifs ayant besoin d'un statut plus strict : les *electronic money tokens* et les *asset-referenced tokens*.

Définition des *e-money tokens* : un crypto-actif dont le but principal est d'être utilisé comme moyen d'échange et qui a pour objectif de maintenir une valeur stable par rapport à une monnaie légale

➤ Pas de référence à la monnaie électronique dans la définition (malgré l'appellation).

Principe : interdiction d'offrir au public ou d'admettre sur une plateforme de négociation un *e-money token* sauf si l'émetteur :

1. Est agréé comme établissement de crédit ou établissement de monnaie électronique
2. Applique les exigences de la 2^e directive Monnaie Electronique (sauf règle contraire dans le règlement)
3. A publié et notifié un *white paper* à l'autorité compétente

Champ territorial : un *e-money token* qui fait référence à une monnaie de l'UE est réputé être offert au public dans l'UE

Exemptions : les tokens sont uniquement détenus par des investisseurs qualifiés *ou bien* le montant global en circulation ne dépasse pas 5M€

Application aux stablecoins décentralisés (ex : DAI) ? En théorie, DAI serait qualifiable d'*e-money token* et ne pourrait donc pas être listé sur une plateforme d'échange européenne (faute d'avoir un émetteur identifiable) => **la DeFi est l'angle mort du projet de règlement**

7/ La réglementation des stablecoins

Règles supplémentaires :

- Obligation d'accorder une créance aux détenteurs des tokens
 - Il s'agit d'éviter les structurations de *stablecoins* visant à contourner ce régime.
- Emission au pair ; remboursement au pair et à tout moment
- Interdiction de verser des intérêts aux détenteurs des *e-money tokens*

Règles spécifiques applicables aux *e-money tokens* significatifs :

- Détermination réalisée par l'EBA au vu d'information communiquées par les autorités nationales
- Qualification acquise **si trois critères au moins sont satisfaits** (à déterminer précisément par règlement délégué)
 1. Taille de la base de consommateurs (au moins 2 millions de personnes)
 2. Valeur globale / capitalisation (au moins 1 milliard d'euros)
 3. Volume et fréquence des transactions (au moins €100M par jour ou 500 000 transactions)
 4. Taille de la réserve d'actifs (au moins 1 milliard d'euros)
 5. Importance de l'usage transfrontalier (au moins 7 Etats membres)
 6. Interconnexion avec le système financier
- Règles spécifiques sur la conservation (ex : ségrégation obligatoire), l'investissement de la réserve (dans des instruments financiers liquides avec des risques minimaux) et la liquidation (prévoyant que les détenteurs des tokens recevront les fonds résultant de la vente de la réserve)

8/ La réglementation des tokens ayant pour sous-jacent des actifs

Réglementation spécifique pour les *asset-referenced tokens* :

- **Définition** : un crypto-actif dont l'objectif est de maintenir une valeur stable par rapport à la valeur de plusieurs monnaies fiat, d'une ou plusieurs *commodities*, d'un ou plusieurs crypto-actifs, ou d'une combinaison d'actifs similaires
 - Exclusion en pratique d'un grand nombre d'« actifs tokénisés » : en particulier ceux ayant pour sous-jacent des « droits » sur des actifs tangible (ex : immobilier tokénisé)
- **Emission / admission sur une plateforme** nécessite un agrément préalable de l'émetteur et la notification d'un *white paper*
- **Agrément** : les conditions à respecter sont similaires à celles applicables aux CASP
- **Exigence de fonds propres** : au moins €350 000 ou 2% de la valeur moyenne de la réserve
- **Règles spécifiques applicables à la conservation et à l'investissement de la réserve**
- Obligations additionnelles pour les *asset-referenced tokens* significatifs (même critères que pour les *e-money tokens* significatifs)

II – Débat sur le projet de règlement

Hubert de Vauplane (Kramer Levin)

Simon Polrot (ADAN)