

La réforme des titres financiers numériques

Me Hubert de Vauplane
Avocat associé, Kramer Levin Naftalis & Frankel LLP
Président du groupe de travail
du Haut Comité Juridique de la Place financière de Paris (HCJP)
sur « La réforme des titres financiers numériques »

Le HCJP a publié en mai un document intitulé « Rapport sur la réforme des titres financiers numériques ». Ce rapport s'inscrit dans un cheminement réglementaire, en France et dans l'Union européenne, visant à donner un cadre légal à la numérisation des titres financiers.

En France, le premier texte est l'ordonnance du 28 avril 2016 relative aux bons de caisse, qui crée une nouvelle catégorie de bons, les minibons, dont l'émission et la cession peuvent être inscrites dans un dispositif d'enregistrement électronique partagé (DEEP). L'ordonnance du 8 décembre 2017, de son côté, permet l'inscription d'un titre financier dans un dispositif d'enregistrement électronique partagé. Elle est complétée par le décret 2018-1226 qui précise les caractéristiques que doit revêtir le DEEP pour procéder à l'inscription de titres financiers. Enfin, la loi 2019-486 du 22 mai 2019, dite PACTE, établit un cadre pour les actifs numériques et les jetons.

Le HCJP, de son côté, avait publié en novembre 2020 un document intitulé « Rapport sur les titres financiers digitaux (*security tokens*) », qui procédait à un état des lieux, s'intéressait aux modalités d'émission de ces titres et préconisait une adaptation du droit des titres au nouvel environnement créé par la numérisation.

L'approche française en matière de numérisation des titres financiers est pragmatique et dans une solution de continuité. Les Etats-Unis, qui se sont saisis de la question plus tardivement, entendent au contraire partir d'une page blanche.

Il convient d'établir une distinction nette entre actifs numériques (article 54-10-1 du Code monétaire et financier) et titres financiers numériques en gardant à l'esprit qu'en la matière, c'est la substance, et non l'apparence (utilisation de tel ou tel support ou de telle ou telle technique) qui prime. Les titres

financiers numériques sont, essentiellement, des titres financiers, mais sont inscrits dans un DEEP. L'ordonnance de 2017, par exemple, ne crée pas une nouvelle catégorie de titres financiers.

Par ailleurs, il faut noter l'équivalence qui existe entre une inscription en compte (ce qui se traduit par une comptabilité en partie double) et une inscription sur une chaîne de blocs : le régime de transfert de propriété est le même dans les deux cas.

S'adapter au régime pilote

Le rapport sur La réforme des titres financiers numériques explore les pistes permettant d'adapter le droit français à l'entrée en application, le 23 mars 2023, du règlement européen sur un régime pilote pour les infrastructures de marché reposant sur la technologie des registres distribués, dit Règlement pilote. Ce texte, publié le 2 juin 2022, instaure un cadre transitoire (trois ans, avec la possibilité d'allonger la période à six ans) pour l'utilisation de la blockchain par les opérateurs d'infrastructures de marché pour exploiter des systèmes multilatéraux de négociation ou des systèmes de livraison-règlement sur des titres financiers numériques. La question est notamment posée de savoir si la forme nominative des titres financiers numériques est la plus adaptée et doit être seule retenue.

Trois groupes de travail distincts ont étudié trois options, cela sous la contrainte du respect de la neutralité en matière de techniques. Le premier groupe, à qui il était demandé si le régime actuel des titres nominatifs devait être modifié, a recommandé le statu quo, au motif, notamment, que le régime existant offre une certaine souplesse.

Adapter a minima le régime des titres au porteur

Le deuxième groupe a examiné l'opportunité de modifier le régime des titres au porteur. Ce groupe recommande d'admettre des titres financiers aux opérations d'une infrastructure de marché reposant sur la blockchain (les titres revêtent alors la forme au porteur), mais cela uniquement dans le cadre du régime pilote instauré par le règlement européen. Il s'agit donc d'adapter le cadre existant sans le bouleverser, tandis que le nombre de textes à modifier serait limité, ce qui répondrait au souhait de la Direction générale du Trésor. Le Code monétaire et financier serait modifié (articles L 211-7 et R 211-2) afin de permettre d'inscrire des titres au porteur dans une blockchain (soit par l'émetteur, soit par

l'opérateur de l'infrastructure de marché, qui joue ici le rôle de l'intermédiaire inscrit). Cette possibilité, d'ailleurs, emporte de nombreuses conséquences techniques qui sont examinées par un groupe de travail ad hoc de Paris Europlace. Le Code du commerce, de son côté, serait modifié de façon à assimiler les titres au porteur inscrits dans un DEEP aux titres nominatifs en matière de droit de vote double et de majoration du dividende, ainsi que pour étendre la procédure d'identification des titres au porteur aux opérateurs d'infrastructures de marché.

A partir d'une page blanche

Au troisième groupe de travail était demandé d'examiner l'opportunité de créer un régime des titres financiers numériques de toutes pièces, ce qui a nécessité de répondre à de nombreuses questions. Par exemple : quelles seraient les modalités de bascule de titres financiers existants sur un DEEP et, inversement, de titres inscrits sur un DEEP vers une inscription en compte titres ? un même émetteur peut-il réaliser des opérations répondant à plusieurs régimes ? quel pourrait être le régime de responsabilité – autre que celui instauré par le règlement pilote – des émetteurs, des intermédiaires, des infrastructures de marché ?

Le HCJP n'a pas tranché entre les options 2 (aménagement a minima du régime des titres au porteur afin de préparer l'entrée en application du règlement pilote) et 3 (refondation du droit des titres financiers). Cependant, tandis que le rapport du HCJP a été soumis à consultation à l'été 2022, il semble que la préférence du Trésor aille à l'option 2.

Une occasion gâchée ?

A titre personnel, Hubert de Vauplane se demande si la démarche empruntée aux Etats-Unis (écrire le droit des titres financiers numériques à partir d'une page blanche) ne serait pas la plus judicieuse. Pour lui, se limiter à adapter a minima le cadre juridique français au régime pilote constitue une occasion gâchée, alors que la France a été pionnière dans ce domaine. Hubert de Vauplane préconise de ne pas attendre la fin du régime pilote – cela pourrait être en mars 2029 – pour étudier les contours d'un nouveau régime, cela sous peine de se faire distancer par des pays comme l'Allemagne, le Luxembourg ou encore la Suisse.