


GUIDE DÉCEMBRE 2023
PROFESSIONNEL

Tokenisation de parts de fonds et gestion en actifs digitaux

GUIDE UTILISATEURS





L'AFG remercie la commission Innovations technologiques de l'AFG,
présidée par Muriel Faure (Tiepolo) et vice-présidée par Olivier Taille (Natixis IM)
et la commission Infrastructures de marchés de l'AFG,
présidée par Laurence Caron-Habib (BNP Paribas Asset Management France)
à l'initiative de l'élaboration de ce guide, ainsi que tous les participants au groupe de travail
dédié qui ont contribué à celui-ci.

L'AFG remercie également les équipes de Deloitte
qui ont coordonné ces travaux (Yoan Chazal, Diane Guillaume et Margaux Pinot Akkawi),
aux côtés de Myriam Dana-Thomae, Chef de pôle Métiers transverses de l'AFG.



SOMMAIRE

☰	Préambule	03
☰	I. Gestion du passif et distribution des parts de fonds via la blockchain	05
	A. Introduction	05
	B. Cadre juridique français applicable à la tokenisation des parts/actions d'OPC	06
	1. Conditions d'inscription des parts/actions de l'OPC dans un DEEP	06
	2. La tenue de compte émission via un DEEP	06
	3. La tokenisation partielle ou totale des parts/actions de l'OPC	07
	C. Délégation de la tenue de compte émission à un tiers	07
	1. Aucun impact sur le programme d'activité de la société de gestion	07
	2. Délégation dans le cadre d'une externalisation de prestation de services essentielle	07
	3. Réversibilité en cas de changement de prestataire ou de détokenisation du passif de l'OPC	07
	D. Modèle opérationnel	08
	1. Mise en place de flux de communication avec le valorisateur et le dépositaire du fonds	08
	2. Changement de nature de détention à la demande des investisseurs	09
	E. Gestion de la fiscalité : parts détenues au nominatif et traitements fiscaux au passif	12
	F. Cas du fonds de droit luxembourgeois	12
	G. Souscriptions/rachats dans la perspective de la DEFI et interopérabilité des plateformes	13
☰	II. L'investissement en actifs digitaux à l'actif des portefeuilles	16
	A. Introduction	16
	B. Titres non cotés tokenisés : ordonnance blockchain	18
	1. Le périmètre d'application	18
	2. Les acteurs	18
	3. Les protocoles	18
	4. Les responsabilités	18
	C. Titres cotés tokenisés : régime pilote	18
	1. Le périmètre d'application	18
	2. Modalités de détention des <i>security tokens</i> cotés	19
	3. Rôles et responsabilités des acteurs	19
	D. Décryptage et perspectives : cas spécifique des NFTS	19
	1. Présentation des NFTs d'un point de vue technologique	19
	2. Définition juridique des NFTs	20
	E. Impacts de l'investissement en actifs tokenisés sur les modèles opérationnels de la gestion d'actifs et sur les relations avec les conservateurs/dépositaires	21
	1. Adaptation des modèles opérationnels selon les processus métiers concernés	21
	2. Impacts sur les relations avec les dépositaires concernant la conservation des actifs	23

III. Impacts sur le programme d'activité des sociétés de gestion du recours à la blockchain	24
A. Impacts sur les sections du programme d'activité de la société de gestion	25
1. Activités, sous-jacents et grille d'agrément	25
2. Activités accessoires	25
3. Moyens techniques, infrastructure informatique et cybersécurité	26
4. Processus d'investissement et de désinvestissement	26
5. Meilleure sélection/exécution et passation des ordres	27
6. Dispositif de contrôle	28
7. Évaluation des instruments	29
8. Externalisation et délégation	30
9. Intégrité financière et fiscale	30
10. Fonds propres et autres éléments financiers	31
B. Impact sur les statuts	31
1. Régime français avant l'entrée en application de MiCA	31
2. Impacts sur les dispositifs d'évaluation du risque environnemental	33
IV. Conclusion	34
V. Annexes	36
Annexe 1 – Lexique	36
Annexe 2 – Cadre réglementaire applicables et évolutions à prévoir	41
Annexe 3 – Impacts sur le programme d'activité de la société de gestion : exemples de rédaction	44
Annexe 4 – Cadre réglementaire applicables aux prestataires de l'OPC	47
Annexe 5 – Cadre réglementaire de la Loi PACTE : régime PSAN	48
Annexe 6 – Modalités d'application du règlement MiCA	50
Annexe 7 – Comparatif des statuts PSAN vs CASP	51
Annexe 8 – Comparatif des cadres réglementaires luxembourgeois et français	57
Annexe 9 – Cas spécifique des NFTs	58
VI. Bibliographie	60
A. Documents en ligne	60
B. Sites internet	61

Préambule

L'ascension exponentielle de la technologie des registres distribués (*distributed ledger technology – DLT*) et notamment de la blockchain (chaîne de blocs) est aujourd'hui indéniable, et son influence sur le système financier traditionnel ne peut être ignorée. Un nombre croissant de membres de la Place financière de Paris est activement impliqué dans cette révolution technologique tirée par une demande de digitalisation de la part des clients, aussi bien personnes physiques que clients institutionnels, et par l'émergence, notamment en France, d'un écosystème riche et dynamique de Fintechs innovantes proposant aux investisseurs et aux acteurs des marchés financiers (émetteurs, intermédiaires financiers) de nouveaux produits et services numériques bénéficiant des principaux avantages de cette technologie (résilience et sécurité d'un registre décentralisé, piste d'audit des transactions, possibilité d'automatisation de la réalisation de transactions sous conditions, gains de productivité et d'efficacité).

Au-delà de ces tendances qui concernent les acteurs épargnants investisseurs, intermédiaires et prestataires, force est également de constater combien la blockchain a complètement envahi l'agenda des régulateurs tant domestiques qu'européens et même internationaux.

Ainsi, la France a reconnu par l'ordonnance Blockchain du 8 décembre 2017¹ la possibilité pour un émetteur de recourir à un dispositif d'enregistrement électronique partagé (DEEP) pour la représentation et la transmission de titres financiers (actions et obligations non cotées ainsi que parts de fonds).

Par la suite, la loi PACTE² a également conféré un statut aux actifs numériques et a encadré l'activité des prestataires de services sur actifs numériques (PSAN).

Sur le plan européen, l'entrée en application du régime pilote³ depuis le 23 mars 2023 permet aux acteurs de marché de proposer des activités de négociation et de règlement-livraison sur instruments financiers tokenisés en bénéficiant d'exemptions à certaines contraintes issues des réglementations *Settlement Finality*⁴, MiFID II⁵, et CSDR⁶. De même, les actifs et les prestataires de services en actifs numériques bénéficieront à compter de mi-2024 d'un cadre réglementaire européen harmonisé par le règlement *Markets in crypto-assets (MiCA)*⁷. Enfin, sur le volet des liquidités, on mentionnera les travaux menés sous l'égide de la Banque Centrale Européenne (BCE) pour définir les conditions et modalités possibles de mise à disposition d'actifs de règlement en monnaie digitale afin de sécuriser les transactions inscrites dans un DEEP.

Dans ce contexte, les sociétés de gestion se doivent d'avoir une réflexion stratégique quant à l'utilisation éventuelle de la blockchain. En février 2023, l'Association française de la gestion financière (AFG) a publié un livre blanc sur *"Innovations technologiques, quelles stratégies pour les sociétés de gestion ?"*.



1) Ordonnance n° 2017-1674 du 8 décembre 2017 relative à l'utilisation d'un dispositif d'enregistrement électronique partagé pour la représentation et la transmission de titres financiers.

2) Loi n° 2019-486 du 22 mai 2019 relative à la croissance et la transformation des entreprises.

3) Règlement (UE) 2022/858 du Parlement européen et du Conseil du 30 mai 2022 sur un régime pilote pour les infrastructures de marché reposant sur la technologie des registres distribués.

4) Directive 98/26/CE du Parlement européen et de Conseil du 19 mai 1998 concernant le caractère définitif du règlement dans les systèmes de paiement et de règlement des opérations sur titres.

5) Directive 2014/65/EU du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers.

6) Règlement (UE) n°909/2014 du Parlement européen et du Conseil du 23 juillet 2014 concernant l'amélioration du règlement de titres dans l'Union européenne et les dépositaires centraux de titres.

7) Règlement (UE) 2023/1114 du Parlement européen et du Conseil du 31 mai 2023 sur les marchés de crypto-actifs.

Ce livre blanc détaille notamment les opportunités qu'engendre l'utilisation de la DLT pour les sociétés de gestion, tant pour la gestion du passif des fonds, à savoir au niveau des détenteurs de parts de fonds, que pour la gestion de l'actif, les investissements que font les sociétés de gestion pour le compte des porteurs de parts. Ce guide est la concrétisation de recommandations du livre blanc visant les services et activités d'investissement en actifs digitaux que peuvent proposer les sociétés de gestion à leurs clients. Ainsi, ce document vise à fournir une vue d'ensemble structurée afin d'accompagner les sociétés de gestion ainsi que différents acteurs de leur écosystème dans cette phase de transformation.

Le guide couvre les aspects réglementaires et opérationnels des différents usages de la DLT au travers de la tokenisation de parts de fonds, des investissements en actifs numériques et la tokenisation d'instruments financiers à l'actif des fonds. Ces trois usages ne sont pas au même niveau de maturité et n'emportent pas les mêmes obligations pour les acteurs. Ainsi, la tokenisation du passif des fonds est permise depuis la réforme de 2017 instituant le DEEP.

Pour l'élaboration de ce guide, l'AFG a réuni les acteurs de l'écosystème de la gestion, dépositaires, auditeurs, avocats, consultants, acteurs d'infrastructure blockchain et bien sûr, des sociétés de gestion. Ce guide utilisateur se veut pédagogique, simple mais précis.

Nous vous encourageons à utiliser ce guide comme un point de départ pour approfondir votre compréhension des questions de tokenisation, que ce soit au passif ou à l'actif.

Au-delà, il appartiendra à chaque société de gestion de faire les due diligences appropriées en fonction de leurs objectifs de développement ou de transformation en s'appuyant sur les experts *ad hoc* (régulateurs, avocats, consultants).

Les réglementations européennes sur les crypto-actifs entrant en vigueur progressivement, il sera mis à jour régulièrement, grâce notamment à son format digital.

I. Gestion du passif et distribution des parts de fonds via la blockchain

A. Introduction

En France, la réglementation n'impose pas aux sociétés de gestion un modèle unique pour la tenue du compte émission de leurs fonds. En pratique, depuis la dématérialisation des titres dans les années 80, cette activité fait essentiellement l'objet d'une délégation aux services spécialisés des dépositaires. Pour mémoire, le régime juridique français permet trois modes de conservation des titres : le nominatif pur ; le nominatif administré et le format au porteur. Quand les parts ou actions d'un organisme de placement collectif (OPC) sont détenues au nominatif pur, le fonds ou sa société de gestion en charge de la gestion administrative tient le compte émission de l'OPC. En cas de détention au porteur, la société de gestion fait admettre son fonds aux opérations d'Euroclear et le dépositaire, par délégation de la société de gestion, tient le compte émission du fonds en Euroclear.

Type d'OPC	Tenue de compte émission du fonds
OPC au nominatif pur	Société de gestion
OPC au nominatif administré	Dépositaire par délégation de la société de gestion
OPC au porteur	Dépositaire en Euroclear

La loi PACTE et la réforme de 2017 ont changé la donne en permettant la réalisation de transactions de pair à pair sans intermédiaire via des protocoles automatisés en utilisant la technologie des registres distribués.

En effet, l'ordonnance Blockchain relative à l'utilisation d'un DEEP pour la représentation et la transmission de titres financiers (notamment les parts/actions d'OPC) offre aux sociétés de gestion une solution technologique pour reprendre la main sur cette activité de tenue de compte émission en répondant à plusieurs difficultés auxquelles elles sont confrontées telles que :

- ▶ le manque d'information concernant la connaissance de l'identité du porteur/ actionnaire du fait de l'absence d'information véhiculée dans les infrastructures traditionnelles ;
- ▶ la multiplicité des sources de données du fait du nombre d'intermédiaires techniques intervenant dans la gestion du passif du fonds (notamment centralisateur, dans certains cas également centralisateurs par pays, agents payeurs, plateformes d'achat ou d'exécution diverses) ;
- ▶ le coût et le risque opérationnel lié à la gestion manuelle des parts enregistrées au nominatif pur ;
- ▶ la dissémination des informations (en particulier le KYC des investisseurs ou les caractéristiques des fonds).

Un DEEP présente la sécurité opérationnelle d'une technologie offrant résilience, piste d'audit, inaltérabilité des écritures, confidentialité et identification des participants aux transactions.

Ainsi, en matière de gestion de passif, un DEEP peut apporter des solutions aux sociétés de gestion pour supporter des activités aussi diverses que :

- ▶ la distribution directe des fonds ;
- ▶ la dissémination des informations relatives aux caractéristiques des parts/actions des fonds.

Avec le DEEP, on parle désormais de tokenisation des parts/actions du fonds, c'est-à-dire la représentation numérique de ses parts/actions dans un DEEP.

B. Cadre juridique français applicable à la tokenisation des parts/ actions d'OPC

1. CONDITIONS D'INSCRIPTION DES PARTS/ACTIONS DE L'OPC DANS UN DEEP

Les titres financiers émis en territoire français et soumis à la législation française peuvent être inscrits, dans les cas prévus à l'article L. 211-7 du Code monétaire et financier (CMF), dans un DEEP. Ainsi, les titres financiers peuvent être matérialisés par une inscription au bénéfice du propriétaire dans un DEEP (article R. 211-1 du CMF).

L'article R. 211-2 du CMF dispose que les titres financiers inscrits par l'émetteur dans un DEEP revêtent la forme nominative pure.

L'inscription dans un DEEP produit les effets de l'inscription en compte, c'est-à-dire la preuve du droit de propriété et permet le transfert des titres.

Les conditions dans lesquelles les titres financiers peuvent être inscrits dans un DEEP, présentant des garanties, notamment en matière d'authentification, au moins équivalentes à celles présentées par une inscription en compte-titres, sont fixées par l'article R. 211-9-7 du CMF :

- ▶ le DEEP est conçu et mis en œuvre de façon à garantir l'enregistrement et l'intégrité des inscriptions et à permettre, directement ou indirectement, d'identifier les propriétaires des titres, la nature et le nombre de titres détenus ;
- ▶ les inscriptions réalisées dans ce dispositif d'enregistrement font l'objet d'un plan de continuité d'activité actualisé.

Lorsque des titres sont inscrits dans ce dispositif d'enregistrement, le propriétaire de ces titres peut disposer de relevés des opérations qui lui sont propres.

2. LA TENUE DE COMPTE ÉMISSION VIA UN DEEP

Les tâches de la tenue de compte émission sont définies pour les OPCVM et les FIA respectivement aux articles 411-70 et 422-48 du Règlement Général de l'Autorité des Marchés financiers (RG AMF) et consistent à :

- ▶ créer les parts/actions par suite des souscriptions et à radier les parts/actions par suite des rachats, sur la base de la valeur liquidative transmise par la société de gestion ;
- ▶ gérer les opérations sur titres (OST) ;
- ▶ organiser le règlement-livraison des parts/actions consécutif à la création ou radiation des parts/actions ;
- ▶ contrôler le nombre de parts émises au nominatif pur ;
- ▶ tenir le registre des porteurs au nominatif pur ;
- ▶ transmettre les informations réglementaires aux porteurs ou à leurs intermédiaires par le dépositaire central ou tout moyen approprié.

À noter : les tâches de tenue de compte émission telles que définies par la réglementation ne sont pas impactées par le fait de recourir à un DEEP. En revanche, la société de gestion ne peut déléguer l'exécution des tâches de tenue de compte émission qu'à un prestataire de services d'investissement (cf. article 411-71 du RG AMF).

L'exécution des tâches de tenue de compte émission peut être déléguée dans les conditions fixées à l'article 411-70 lequel renvoie à l'article 321-97 1) à 3° et 5° à 9° du RG AMF.

L'émission des parts de fonds dans un DEEP peut être effectuée par :

- ▶ **l'entité régulée opérant le DEEP** dans le cadre d'une délégation de la part de la société de gestion (*prestation managed-as-a-service*) ;
- ▶ **la société de gestion** elle-même.

À noter : le recours à un DEEP relève d'une décision de l'émetteur et fait l'objet d'une publication dès lors que ce dernier a recours à un mandataire (cf. article R. 211-3 du CMF).

3. LA TOKENISATION PARTIELLE OU TOTALE DES PARTS/ACTIONS DE L'OPC

La société de gestion peut recourir à un DEEP pour émettre tout ou partie des parts/actions de son fonds. Si la société de gestion recourt à un DEEP, les parts/actions concernées sont enregistrées au nominatif pur et la position de l'investisseur est matérialisée par une inscription à son nom (ou au nom de son intermédiaire dans les conditions prévues au CMF) dans le registre de l'OPC.

Dans le cas d'émission partielle via un DEEP (cf. un fonds existant, dont le compte émission a été admis en Euroclear) et afin de connaître le nombre de parts en circulation (tant au porteur qu'au nominatif ; y compris en cas de pluralité des circuits de commercialisation), la société de gestion peut choisir de :

- ▶ faire l'agrégation elle-même ;
- ▶ mandater le centralisateur historique à cet effet ; dans ce cas, il convient de faire en sorte qu'il puisse suivre les parts émises via le DEEP.

Les parts/actions inscrites dans un DEEP peuvent être reflétées dans un ou plusieurs comptes ouverts dans les livres du dépositaire :

- ▶ soit un compte global pour tous les fonds ayant des parts émises dans le DEEP ;
- ▶ soit un compte par société de gestion ;
- ▶ soit un compte par client par fonds.

Selon les acteurs, ces comptes peuvent être des comptes techniques (donc internes au dépositaire et ouverts par lui) ou des comptes ouverts par la société de gestion avec une convention d'ouverture de compte.

Dans tous les cas, ces comptes sont utilisés par le dépositaire pour globaliser le nombre de parts/actions, les annonces de collecte, faire la mise à jour du nombre de parts/actions en circulation (patte titre) et pour gérer les flux de règlement des souscriptions/rachats entre le fonds et le DEEP via le dépositaire de l'OPC ainsi que les OST (*patte cash*).

En cas de tokenisation intégrale du passif d'un fonds, la société de gestion doit alimenter le valorisateur du fonds ainsi que le dépositaire avec le nombre total de parts en circulation pour les calculs de valeur liquidative et les contrôles du dépositaire.

C. Délégation de la tenue de compte émission à un tiers

1. AUCUN IMPACT SUR LE PROGRAMME D'ACTIVITÉ DE LA SOCIÉTÉ DE GESTION

La tenue de compte émission dans un DEEP n'impacte pas le programme d'activité de la société de gestion. Celle-ci mentionne au prospectus l'identité du teneur de compte émission pour les parts/actions inscrites dans un DEEP.

2. DÉLÉGATION DANS LE CADRE D'UNE EXTERNALISATION DE PRESTATION DE SERVICES ESSENTIELLE

Lorsque la société de gestion délègue à un prestataire régulé opérant un DEEP les tâches de tenue de compte émission, elle applique la réglementation en vigueur sur la délégation des prestations de services essentiels.

3. RÉVERSIBILITÉ EN CAS DE CHANGEMENT DE PRESTATAIRE OU DE DÉTOKENISATION DU PASSIF DE L'OPC

Le recours à un prestataire opérant un DEEP requiert d'analyser la réversibilité (reprise des données relatives aux transactions inscrites dans le DEEP) afin d'anticiper les situations où la société de gestion reprendrait elle-même l'exécution des tâches, les confierait à un autre prestataire ou reviendrait à une gestion traditionnelle au porteur.

La problématique de la réversibilité doit être envisagée par la société de gestion au moment de la mise en place du fonds avec le dépositaire. Elle peut également être envisagée avec le prestataire lors de la mise en place de la relation dans le cadre d'un contrat de niveau de service (*Service Level Agreement - SLA*) tripartite entre le dépositaire, la société de gestion et le prestataire opérant le DEEP.

D. Modèle opérationnel

1. MISE EN PLACE DE FLUX DE COMMUNICATION AVEC LE VALORISATEUR ET LE DÉPOSITAIRE DU FONDS

1.1 Gestion des ordres et modalités de mise à jour des parts/actions en circulation

a. Réception des ordres sur parts/actions à inscrire ou inscrite dans le DEEP

Pour faciliter l'intégration du DEEP dans le schéma opérationnel existant, la société de gestion peut demander au centralisateur des parts non tokenisées d'intégrer, dans son rôle d'agrégateur, la collecte réalisée via le DEEP dans les annonces de collecte qu'il diffuse à la société de gestion.

Dans ce cadre, pour la patte titre, est ouvert un compte dit "technique" ou "compteur DEEP" par société de gestion ou par fonds selon les modalités définies entre la société de gestion et le dépositaire.

Pour la patte cash : un *collection account* est ouvert chez le dépositaire. Ce compte (unique ou par société de gestion ou par fonds) est dédié au DEEP et permet à l'opérateur du DEEP d'instruire le fonds (par exemple en cas de rachat ou d'OST) et de réconcilier les paiements reçus des investisseurs (souscriptions).

b. Mise à jour du nombre de parts/actions en circulation

Pour faciliter l'intégration du DEEP dans le schéma opérationnel existant, la société de gestion peut également demander au centralisateur des parts non tokenisées d'intégrer, dans son rôle d'agrégateur, la mise à jour du nombre de parts/actions en circulation.

Comme indiqué au paragraphe précédent, toute la partie émise, stockée ou rachetée dans le DEEP peut être reflétée sur un compte (technique ou au nom de l'investisseur) chez le dépositaire afin d'être agrégée à la collecte effectuée par ailleurs (au porteur ou au nominatif administré/pur hors DEEP). Ainsi, le fait d'avoir accès à la vision sur le DEEP couplée à la vision classique au porteur permet de mettre à jour le nombre de parts en circulation.

Ce schéma opérationnel connaît différentes variantes d'un dépositaire à l'autre, avec des difficultés et sujets en suspens :

- ▶ certains privilégient la mise en place d'un compte espèce technique par fonds, d'autres par société de gestion. De même, pour le reflet des parts enregistrées dans le DEEP, certains dépositaires privilégient la mise en place d'un compteur DEEP unique, d'autres un compte technique par société de gestion et d'autres par fonds ;
- ▶ dans le choix du type de compte avec le dépositaire, il est important de définir les modalités de gestion des découverts, notamment afin de s'assurer qu'en cas de défaut de paiement sur un fonds il n'y ait pas d'impact sur les opérations d'investisseurs dans les autres fonds ;
- ▶ il peut être utile de mettre en place un contrat de niveau de service tripartite (opérateur du DEEP, société de gestion, dépositaire des OPC) pour décrire les rôles et responsabilités de chaque partie, notamment au regard de la gestion des flux et des modalités de réconciliation des flux et positions entre l'opérateur du DEEP et le dépositaire.

En fonction de la variante choisie, la société de gestion peut être amenée à adapter les contrôles qu'elle effectue sur le nombre de parts en circulation.

Par ailleurs, certains dépositaires offrent la possibilité aux sociétés de gestion de refléter dans leurs systèmes et dans les reporting transmis, les collectes opérées au sein du DEEP détaillées selon les pratiques de marquage usuelles.

1.2 GESTION DU CASH

Le processus de règlement des montants dus par l'investisseur au titre des souscriptions et de ceux dus par le fonds au titre des rachats (ou OST par exemple), lorsque les transactions sont inscrites dans un DEEP est analogue au mode de fonctionnement en registre classique, sans livraison contre paiement. Cela nécessite la mise en place d'un modèle opérationnel spécifique à la gestion des flux de règlement des transactions, qui implique l'opérateur du DEEP, le dépositaire des OPC, l'investisseur et/ou son teneur de compte cash. À ce jour, en l'absence de monnaie digitale, les transactions sont réglées via le système de paiement de place.

Le modèle opérationnel varie selon les typologies d'investisseurs :

a. Investisseurs institutionnels : contractual settlement

Les investisseurs institutionnels n'ont pas besoin de déposer le cash sur le *collection account* en amont de la transaction ; ils sont notifiés de l'obligation de paiement par l'opérateur du DEEP ou la société de gestion. Si le cash n'est pas sur le compte le jour de la transaction, l'ordre est centralisé et les parts sont créées. L'opérateur du DEEP et la société de gestion doivent organiser la relance de l'investisseur jusqu'au paiement. Ceci nécessite une communication fluide et rapide entre l'opérateur du DEEP et la société de gestion car, en cas de défaut de paiement, si les relances de l'opérateur du DEEP auprès de l'investisseur et/ou de son teneur de compte restent sans effet, la société de gestion doit être alertée pour intervenir également auprès de l'investisseur et, le cas échéant, décider d'annuler l'ordre de souscription non réglé. L'annulation d'un ordre de souscription non réglé génère une plus ou moins-value pour l'OPC concerné, qui est dès lors susceptible de se retourner contre l'investisseur.

b. Investisseurs particuliers : pre-funding

Pour les investisseurs particuliers, le modèle usuel est celui du pre-funding : les sociétés de gestion exigent que le cash soit déposé sur le compte en amont de la transaction.

2. CHANGEMENT DE NATURE DE DÉTENTION À LA DEMANDE DES INVESTISSEURS

Les changements de nature de détention (d'un teneur de compte-conservateur – TCC vers un DEEP ou d'un DEEP vers un TCC) sont susceptibles de générer une mise à jour du nombre de parts en circulation en Euroclear, selon le schéma choisi par le teneur du compte émission en Euroclear.

Modèle 1

Transfert de parts/actions de fonds français en Euroclear vers le compte de la blockchain chez le TCC

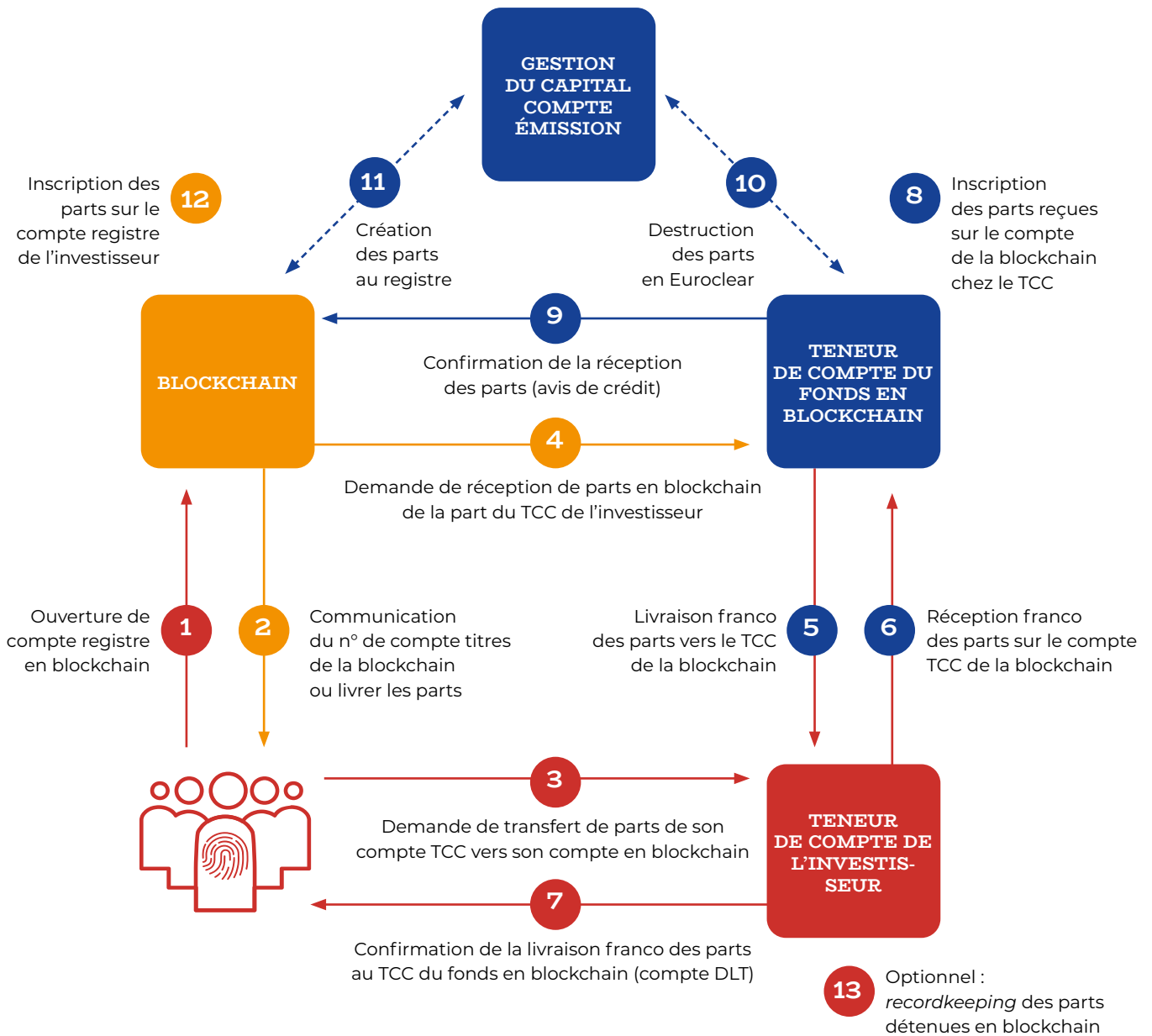
Dans le cadre de ce transfert, les parts/actions du fonds sont livrées du compte de l'investisseur donneur d'ordre vers le compte de la blockchain chez le TCC, destinataire des parts/actions. Ce transfert induit une destruction des parts/actions en Euroclear. Il est réalisé en livraison franco avec matching par :

- ▶ une instruction de la part de l'investisseur pour une sortie de titres ;
- ▶ une instruction de la part de la blockchain vers son TCC pour une entrée de titres.

Voir schéma page suivante.

Schéma 1 - Charte des bonnes pratiques professionnelles de la centralisation d'OPC (France Post-Marché.fr) / Cas général modèle 1

Transfert de parts d'un TCC vers une blockchain

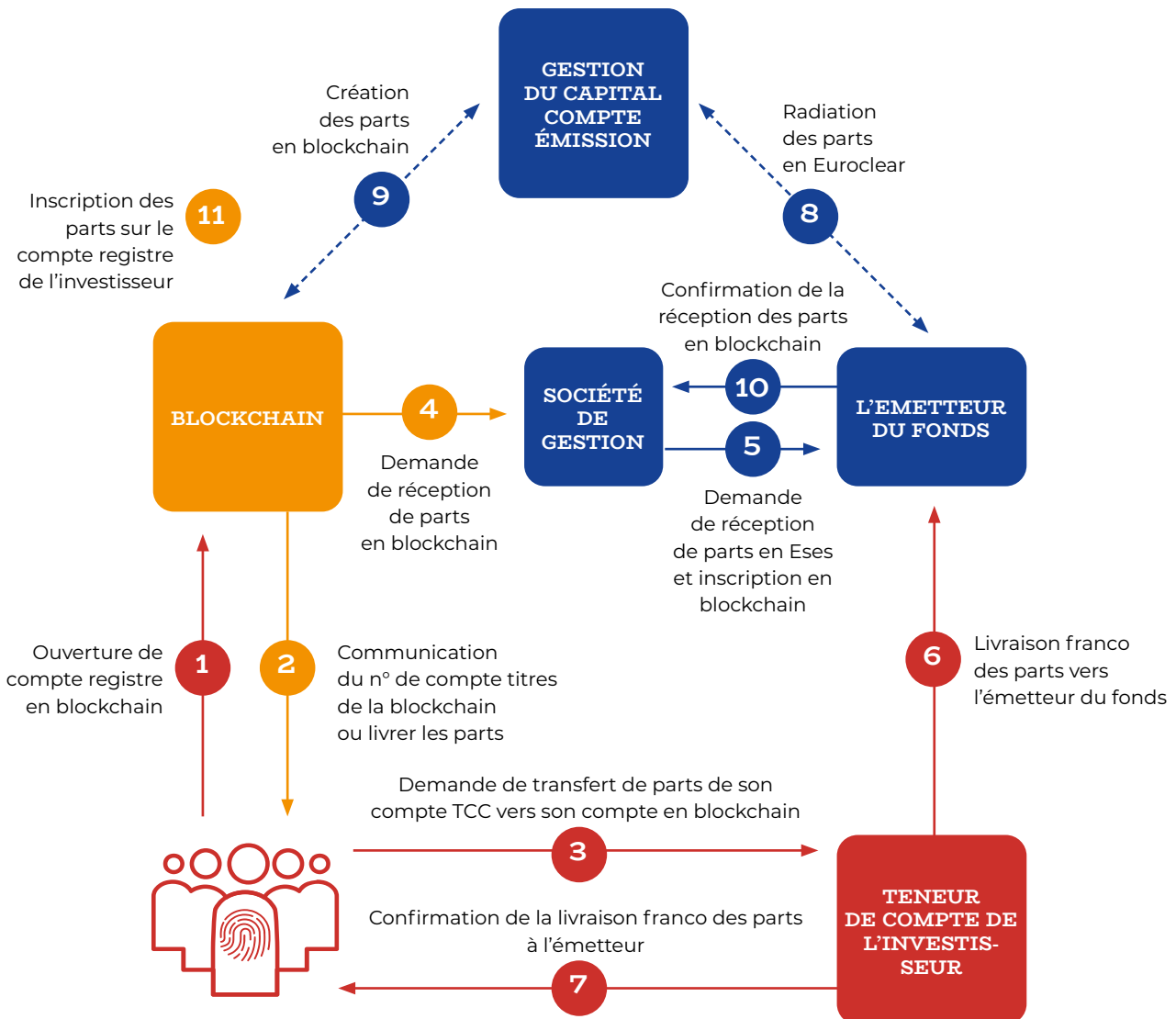


Modèle 2**Transferts de parts/actions de fonds français en Euroclear vers une tenue de registre au nominatif pur (hors Euroclear)**

Dans le cadre de ce transfert, les parts/actions du fonds sont livrées du compte de l'investisseur donneur d'ordres pour une inscription au nominatif dans le registre blockchain, destinataire des parts. Ce transfert induit une radiation des parts/actions en Euroclear.

Il est réalisé en livraison franco sans matching par :

- ▶ une instruction de la part de l'investisseur pour une sortie de titres vers l'émetteur des parts/actions ;
- ▶ la réception des titres par l'émetteur des parts/actions pour inscription au nominatif pur, ainsi que la radiation des parts/actions en Euroclear. Dans le cas spécifique des fonds luxembourgeois, certains dépositaires opèrent par le biais d'un rachat des parts/actions au porteur puis par la souscription de parts/actions au nominatif dans un DEEP.

Schéma 2 - Charte des bonnes pratiques professionnelles de la centralisation d'OPC (France Post-Marché.fr) / Cas général modèle 2
Transfert de parts d'un TCC vers une blockchain


Dans le cas spécifique des fonds luxembourgeois, certains dépositaires opèrent par le biais d'un rachat des parts/actions au porteur puis par la souscription de parts/actions au nominatif dans un DEEP.

E. Gestion de la fiscalité : parts détenues au nominatif et traitements fiscaux au passif

Selon que la société de gestion administre elle-même la tenue du compte émission de son fonds ou qu'elle passe par un presta-

taire DEEP, les responsabilités en matière de reporting fiscal aux autorités et aux investisseurs se réagentent comme suit :

	IFU	FATCA / CRS
Tokenisation partielle	Coordination société de gestion/ prestataire avec l'agent payeur global pour les informations dues à la Direction générale des finances publiques (DGFIP) et l'imprimé fiscal unique (IFU) des investisseurs.	Obligations de la société de gestion : <ul style="list-style-type: none"> ▶ collecter les auto-certifications FATCA des investisseurs ; ▶ faire les déclarations FATCA / CRS pour les fonds ayant des porteurs au nominatif.
Tokenisation totale	Société de gestion/prestataire redevable des informations pour la DGFIP et de l'IFU des investisseurs à partir des informations du valorisateur.	

F. Cas du fonds de droit luxembourgeois

Tout OPC de droit luxembourgeois doit disposer d'un agent de transfert (*transfer agent* – TA) responsable de la tenue du registre du fonds. Il est mandaté par l'OPC pour collecter et traiter les ordres de souscription/rachat et gérer les instructions de paiement.

Une société de gestion peut confier à un tiers autre que le TA (par exemple une plateforme de distribution de fonds) l'enregistrement des positions prises par un porteur. Cependant, le TA du fonds demeure seul responsable de la collecte et du traitement des ordres.

Ainsi, tout tiers ou toute plateforme recevant des souscription/rachat doit les transmettre en qualité de *nominee* au TA.

La gestion des règlements est également à la charge du TA qui doit contacter le *nominee*, lequel instruit l'investisseur aux fins de règlement de la souscription ou fait procéder au règlement du cash par le fonds en cas de rachat.

Compte tenu de ce contexte, la société de gestion devra effectuer des analyses complémentaires spécifiques à la tokenisation de parts/actions de fonds de droit luxembourgeois.

G. Souscriptions/rachats dans la perspective de la DeFi et interopérabilité des plateformes

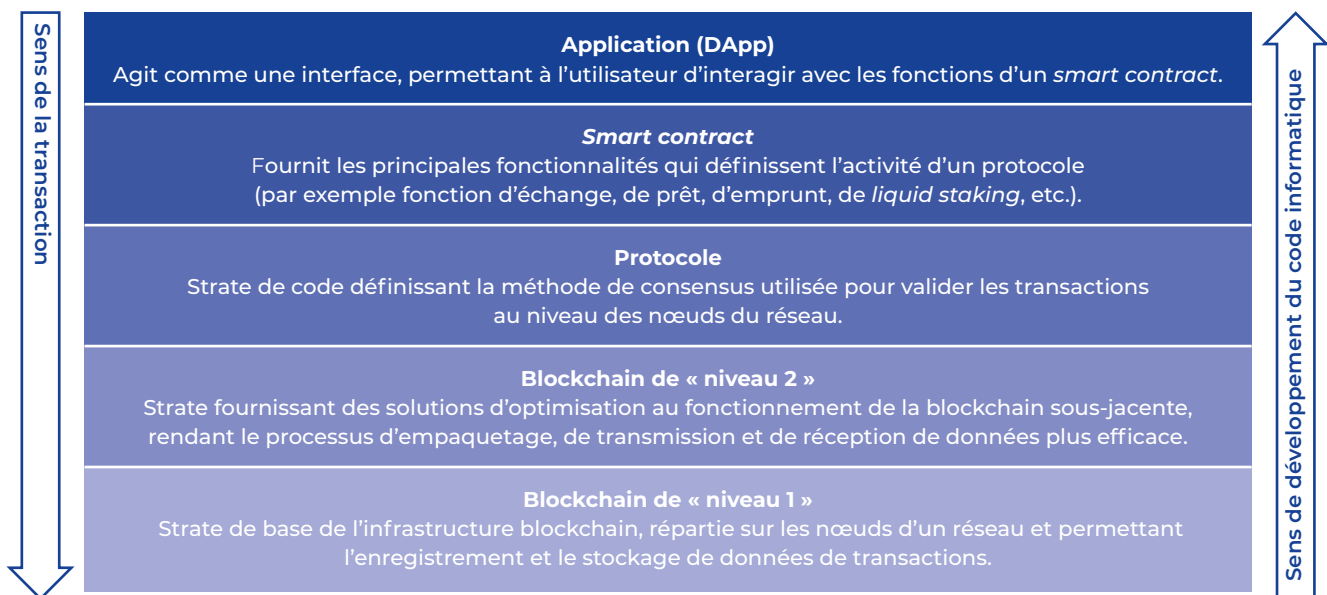
Schéma 3 - Distinction entre TradFi, CeFi et DeFi



« Le terme DeFi s'inscrit par définition en opposition à des modèles existants, la TradFi ou bien plus globalement la "CeFi", la finance centralisée qui peut être "traditionnelle", ou proposer des services sur crypto-actifs mais réalisés via des systèmes hors blockchain (off-chain). »⁸

Ces dernières années ont vu l'émergence de plateformes de finance décentralisée (DeFi) principalement basées sur la blockchain Ethereum ou sur des solutions dites de "niveau 2". Ces innovations reposent sur l'utilisation de *smart contracts* qui ont la capacité d'automatiser plusieurs étapes clés du processus de gestion d'actifs pour compte de tiers.

Schéma 4 - Architecture DeFi⁹



Ainsi, adapté à la gestion collective, un *smart contract* permet d'automatiser l'ensemble des étapes de la vie d'un véhicule d'investissement qui vont de la passation des ordres au calcul

de la valeur liquidative, en passant par la gestion des souscriptions et des rachats, ainsi que la tenue du registre des parts/ actions détenues par les investisseurs.

⁸) *Papier de discussion AME – Finance décentralisée (DeFi), protocoles d'échange et gouvernance : vue d'ensemble, tendances observées et points de discussion réglementaires*

⁹) Source : AMF.

Cependant, pour qu'un *smart contract* puisse fonctionner, les conditions préalables suivantes doivent être remplies :

1. Tokenisation des actifs et des passifs :

les actifs et les passifs doivent être convertis en jetons numériques pour être gérables par le *smart contract*.

2. Nécessité des oracles : un oracle est un système permettant de connecter le *smart contract* avec les données externes au DEEP. Puisque le *smart contract* réside sur une blockchain, il ne peut pas accéder directement aux données ou aux événements qui se produisent en dehors de celle-ci. Les oracles agissent comme des ponts en fournissant les informations externes au DEEP que le *smart contract* peut nécessiter pour exécuter des fonctions ou valider des conditions. Par exemple, ChainLink¹⁰ est le principal acteur sur le marché des oracles.

La transformation fondamentale induite par le développement de *smart contracts* soulève des questions d'ordre opérationnel et réglementaire qui sont cruciales pour l'industrie :

1. Nouvelles structures de fonds : est-il possible pour un OPC de prendre la forme d'un *smart contract*, créant ainsi une nouvelle catégorie de fonds aux côtés des FCP et des SICAV ?

2. Rôles des acteurs traditionnels : quels seront les rôles des acteurs traditionnels tels que le dépositaire, le gestionnaire administratif et comptable délégué, ainsi que le centralisateur, dans ce nouveau paysage ?

Moins complexe à mettre en place d'un point de vue réglementaire et plus mature en termes d'expérimentation, la tokenisation de parts de fonds est devenue une réalité et devrait continuer à se développer. De nouveaux acteurs pourraient aussi émerger et proposer des services tels que la consolidation de flux de collecte venant de différents DEEPs ou systèmes connectés à un DEEP. Se posera alors la question de l'interopérabilité des plateformes.

Mais la tokenisation de parts de fonds s'inscrit dans un contexte évolutif marqué par des initiatives pionnières visant à aller plus loin dans la transformation en cours.

Par exemple, le Franklin OnChain U.S. Government Money Fund (FOBXX)¹¹, un fonds américain dont le passif est disponible sous format de jeton et dont la propriété des parts est enregistrée de manière transparente sur la blockchain Stellar grâce à un système propriétaire administré par Franklin, ou encore Backed Finance AG¹² basé en Suisse qui gère un *feeder* tokenisé du fonds iShares Core S&P 500 UCITS ETF USD.

De la même manière, UBS Asset Management a récemment lancé le projet pilote d'un fonds de société à capital variable (VCC) tokenisé¹³ en collaboration avec l'Autorité Monétaire de Singapour, en utilisant le service de tokenisation interne UBS Tokenize.

Dans cette nouvelle ère, nous pouvons nous demander si les acteurs traditionnels de la gestion d'actifs pourraient être progressivement remplacés par des *smart contracts*, ce qui révolutionnerait profondément l'industrie et ouvrirait certainement la voie à de nouvelles opportunités et de nombreux défis.

À la lumière de ce chapitre consacré aux modalités de gestion du passif grâce à la blockchain, il est indéniable que la mise en œuvre de cette technologie offre d'importants avantages en termes de transparence, d'optimisation des processus et de conformité réglementaire, malgré quelques défis inhérents. La gestion du passif apparaît ainsi comme une porte d'entrée privilégiée pour intégrer cette technologie dans les sociétés de gestion. De nombreuses initiatives ont prouvé que le modèle fonctionne et le nombre de souscriptions/rachats via la blockchain ne cesse de croître. Certains investisseurs institutionnels en ont fait leur canal d'investissement privilégié, obligeant les sociétés de gestion à y enregistrer leurs fonds, et inversement. Cependant, pour saisir les autres opportunités offertes par la technologie, il est impératif d'explorer les nouveaux produits et de saisir les nouvelles opportunités d'investissement résultant de l'adoption de la DLT, objectif du chapitre suivant qui mettra l'accent sur les différents types d'instruments disponibles ainsi que sur le cadre réglementaire qui les définit.

¹⁰) ChainLink Data Feeds.

¹¹) Franklin OnChain U.S. Government Money Fund – FOBXX

¹²) Backed Finance AG.

¹³) UBS Asset Management - blockchain-native tokenized VCC fund pilot.

II. L'investissement en actifs digitaux à l'actif des portefeuilles

A. Introduction

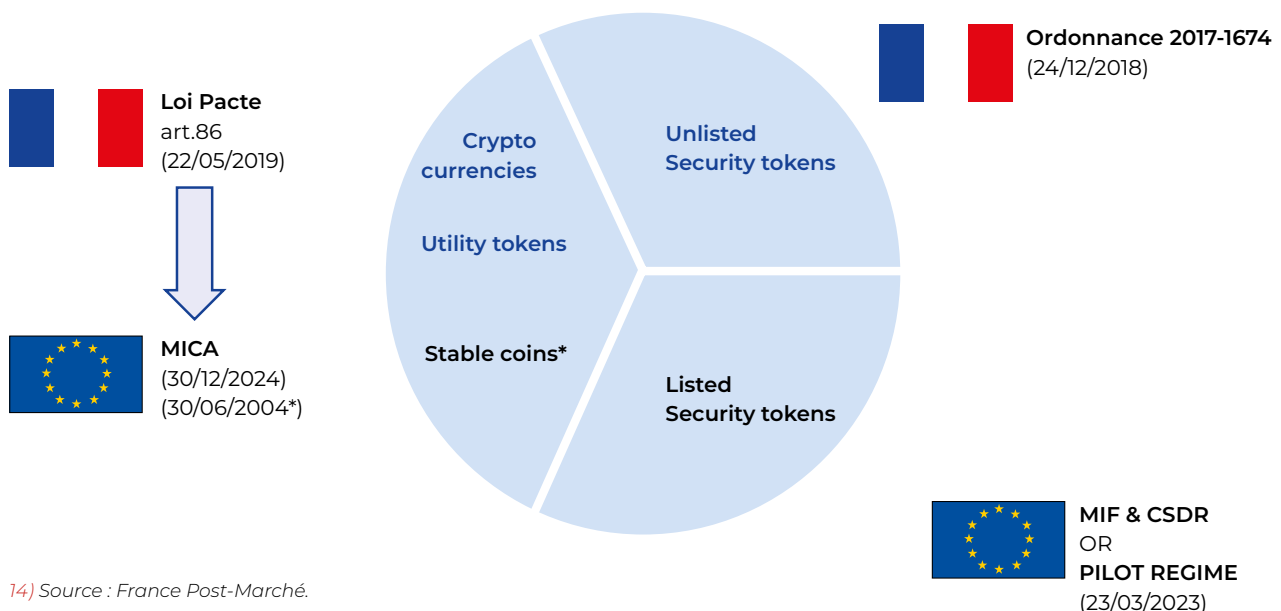
L'apparition du bitcoin en février 2009 et l'essor des multiples protocoles de blockchain au cours des 15 dernières années ont fait progressivement émerger une nouvelle forme d'actifs entièrement digitalisés qui ont pour trait commun d'être émis, transférés et stockés dans des blockchains. Ces actifs digitaux peuvent être classés en trois catégories :

- ▶ les instruments financiers tokenisés (*security tokens*) visés par l'article 211-1 du CMF, qui peuvent être cotés ou non. La tokenisation des instruments financiers peut :
 - se faire à l'initiative des émetteurs ou des investisseurs (dès lors que l'émetteur l'a préalablement prévu),
 - s'opérer aussi bien sur des titres existants que des nouveaux,
 - être réversible (détokenisation) pour revenir, si demande ou nécessité, à la version traditionnelle de ces instruments financiers.
- ▶ les actifs numériques visés par l'article 54-10-1 du CMF et les crypto-actifs au sens de la réglementation Européenne MiCA, qui comprennent :
 - les stablecoins :
 - *electronic money tokens* ou EMTs (jeton de monnaie électronique qui vise

- à conserver une valeur stable en se référant à la valeur d'une monnaie officielle)
- les *asset referenced tokens* ou ARTs (jetons qui vise à garder une valeur stable en se référant à un ou plusieurs actifs sous-jacents)
- les jetons utilitaires ou *utility tokens* (dans le cadre de MiCA, type de crypto-actif destiné à fournir un accès numérique à un bien ou à un service, disponible sur une blockchain, et qui n'est accepté que par son émetteur)
- les *native token* (*gas tokens/cryptocurrency*) qui sont les seuls actifs numériques n'ayant pas d'émetteur au sens propre *i.e.* distinct de la blockchain sur laquelle ils sont inscrits ; par exemple Bitcoin ou Ether ;
- ▶ les jetons non fongibles ou non-fongible tokens (NFT) qui, à la différence des deux précédentes catégories, ne sont pas réglementés en tant que NFT mais en fonction de la nature de leur sous-jacent. Ainsi, le régime juridique applicable à deux NFT pourra grandement varier de l'un à l'autre selon leur fonctionnement et ce qu'ils représentent.

Selon leur catégorie, ces actifs suivent ou sont encadrés par des réglementations différentes. En France et en Europe, il s'agit d'une part de l'ordonnance Blockchain et de la Loi PACTE et, d'autre part, des règlements MiCA et régime pilote à l'échelon européen.

Schéma 6 - Panorama réglementaire des "asset tokens"¹⁴



¹⁴) Source : France Post-Marché.

Les premiers titres du règlement MiCA, portant sur les stablecoins (Titre III et IV) entreront en vigueur le 30 juin 2024.

Des informations complémentaires sur le calendrier réglementaire des PSAN et de MiCA sont disponibles en [annexe 2](#) de ce document.

Selon la réglementation MiCA, les stablecoins correspondent à deux types de crypto-actifs : les asset referenced tokens et les e-money tokens.

La réglementation française sur les actifs numériques est destinée à être remplacée par MiCA et le régime pilote, qui est un régime optionnel avec des exemptions. Il est possible d'émettre des *security tokens* en respectant le cadre réglementaire originel (i.e. sans exception à MiFID et CSDR).

Le tableau ci-dessous reprend les différents types d'actifs numériques et précise les réglementations par lesquelles ils sont définis.

	Types	Nature	Ordonnance Blockchain	Loi PACTE	Régime pilote	MiCA
Les Instruments Financiers (IF) tokenisés	Non cotés	Titres de créance négociables	Oui	Non	Oui	Non
		Parts ou actions d'organismes de placement collectif	Oui	Non	Oui	Non
		Titres de capital émis par les sociétés par actions	Oui	Non	Oui	Non
		Titres de créance autres que les titres de créance négociables	Oui	Non	Oui	Non
	Cotés	Titres au nominatif inscrits dans un DEEP	Non	Oui	Oui	Non
		Titres au porteur inscrits dans un DEEP	Non	Oui	Oui	Non
Actifs numériques / Crypto-actifs au sens de MICAR	<i>Native tokens (gas tokens ou crypto-currency)</i>	Bitcoin et altcoins	Non	Non	Non	Oui
	<i>Utility tokens</i>		Non	Non	Non	Oui
	<i>Asset referenced tokens</i>	Stablecoins	Non	Non	Non	Oui
	<i>E-money tokens</i>	Stablecoins	Non	Non	Non	Oui

B. Titres non cotés tokenisés : ordonnance Blockchain

1. LE PÉRIMÈTRE D'APPLICATION

Modification de la législation applicable aux titres financiers et aux valeurs mobilières de manière à autoriser la représentation et le transfert par le biais d'un registre électronique partagé des titres financiers qui ne sont pas inclus dans les opérations d'un dépositaire central ni enregistrés dans un système de règlement et de livraison d'instruments financiers.

Champ le plus large possible au vu de l'habilitation donnée, à savoir l'ensemble des titres qui ne sont pas admis aux opérations d'un dépositaire central de titres et, en pratique, ceux pour lesquels l'émetteur pourra décider de l'inscription dans un DEEP :

- ▶ les titres de créance négociables ;
- ▶ les parts ou actions d'organismes de placement collectif ;
- ▶ les titres de capital émis par les sociétés par actions et les titres de créance autres que les titres de créance négociables, à condition qu'ils ne soient pas négociés sur une plateforme de négociation, au sens du i de l'article L. 420-1 du CMF, dans sa rédaction en vigueur à compter du 3 janvier 2018.

2. LES ACTEURS

L'inscription dans un DEEP requiert une décision de l'émetteur.

3. LES PROTOCOLES

Le terme de DEEP est une désignation qui demeure large et neutre à l'égard des différents protocoles afin de ne pas exclure des développements technologiques ultérieurs.

4. LES RESPONSABILITÉS

Ce nouveau mode d'inscription des titres financiers constitue une alternative à l'inscription en compte et produit les mêmes effets, il n'apporte pas d'obligation nouvelle, ni n'allège les garanties existantes relatives à la représentation et à la transmission des titres concernés.

Le niveau de protection apportée par la réglementation aux propriétaires de titres financiers est préservé et l'émetteur reste responsable de la tenue du registre même si un mandataire est désigné.

C. Titres cotés tokenisés : régime pilote

1. LE PÉRIMÈTRE D'APPLICATION

Alors que MiCA et le régime français des PSAN concernent des actifs non assimilables à des instruments financiers, le régime pilote se focalise sur les seuls actifs assimilables à des instruments financiers admis sur une plateforme réglementée de négociation (infrastructure de marché) ce qui généralement induit également l'admission sur une plateforme réglementée de règlement-livraison (infrastructure de post-marché). Lorsqu'ils transitent par des infrastructures basées sur la DLT, les titres financiers cotés sont dénommés *security tokens*. Rappelons que les *security tokens* non cotés relèvent essentiellement du droit national, à savoir pour la France de l'ordonnance Blockchain.

Sont explicitement prévues dans le régime pilote les natures de titres suivantes : les actions, les obligations et autres titres de créance, ainsi que les parts d'OPCVM avec toutefois pour chacune des limites en volume d'émission fixées par le législateur européen afin de limiter le risque lié à cette expérimentation :

500 millions d'euro maximum pour chaque émission d'actions et chaque émission de parts d'OPCVM et 1 milliard d'euro maximum pour chaque émission d'obligations.

Par ailleurs, le montant total des émissions toutes natures de titres confondues ne pourra dépasser 6 milliards d'euros par infrastructure DLT. Dans l'éventualité où la valeur totale de marché de ces émissions dépasserait les 9 milliard d'euros, le législateur exige l'activation d'un plan de migration de tout ou partie des *security tokens* vers des infrastructures traditionnelles afin de réduire la masse des titres tokenisés en circulation.

Les titres émis à l'origine sur des infrastructures traditionnelles et qui seraient portés ensuite en partie sur des infrastructures DLT (cas notamment d'une double cotation sur des infrastructures traditionnelles et des infrastructures DLT) doivent bien évidemment être intégrés dans le suivi de ces différentes limites. Concernant les OPCVM à catégories de part, il semble a priori tout à fait possible d'avoir pour un même OPCVM des catégories de parts classiques et des catégories de parts tokenisées.

A *contrario*, les infrastructures basées sur la DLT mais qui respecteraient strictement le cadre réglementaire actuel en ne sollicitant aucune des exemptions prévues dans le régime pilote ne devraient pas être soumises à ces différentes limites.

2. MODALITÉS DE DÉTENTION DES SECURITY TOKENS COTÉS

Les modalités définies par la réglementation française pour la détention des titres par les investisseurs (titres au nominatif versus titres au porteur) ne sont en principe pas remises en cause par le régime pilote. Les *security tokens* cotés pourront donc être détenus soit au nominatif (à l'instar des *security tokens* non cotés, régis en France par l'ordonnance Blockchain), soit au porteur mais avec toujours la possibilité de passer d'une forme à l'autre à la demande de l'investisseur.

Est également reconduite dans l'adaptation française du régime pilote la possibilité pour l'investisseur de laisser l'administration de ses titres au nominatif chez l'émetteur (nominatif pur) ou de la confier à un tiers externe (nominatif administré).

3. RÔLES ET RESPONSABILITÉS DES ACTEURS

Lorsque l'administration des titres tokenisés cotés au nominatif est confiée à un tiers externe, elle est réputée comporter comme pour les titres classiques la gestion des moyens d'accès au système de règlement-livraison de l'infrastructure DLT. Si l'investisseur décide de retenir pour ses *security tokens* la forme dite au porteur, c'est non seulement l'administration mais également la conservation qui sera sous la responsabilité du tiers externe.

La responsabilité des émetteurs pour les titres tokenisés au nominatif et la responsabilité des infrastructures DLT pour les titres tokenisés au porteur seront donc réputés être les mêmes que pour les titres classiques à toutefois une exception près : la possibilité pour un émetteur de déléguer à une infrastructure DLT la responsabilité de la tenue de registre des titres au nominatif lorsque cette infrastructure DLT respecte les dispositions du régime pilote.

Il s'ensuit notamment que les infrastructures DLT et leurs participants devront être en mesure de garantir un niveau de protection des investisseurs égal à celui des infrastructures traditionnelles. En particulier, la mission de garde des actifs réalisée par les dépositaires d'OPCVM sera réputée appréhender de la même manière tous les titres financiers qu'ils soient ou non tokenisés. À l'instar des titres financiers classiques, la garde des actifs se déclinera donc par de la tenue de position pour les *security tokens* détenus au nominatif par le fonds et par de la conservation pour les *security tokens* détenus au porteur par le fonds.

D. Décryptage et perspectives : cas spécifique des NFTs

1. PRÉSENTATION DES NFTS D'UN POINT DE VUE TECHNOLOGIQUE

■ La notion de jeton non-fongible

Les NFTs sont des jetons numériques qui se distinguent des actifs numériques traditionnels, tels que le Bitcoin ou l'Ether, par leur caractère non-fongible. Ils peuvent être considérés comme des marchandises, des titres, des propriétés intellectuelles ou d'autres catégories.

La fongibilité fait référence à la capacité d'un actif d'être échangé contre un autre de même valeur sans aucune différence discernable. Par exemple, un Bitcoin peut être échangé contre un autre Bitcoin sans aucune distinction entre les deux. Cependant, les NFTs sont différents car ils sont non-fongibles. Cela signifie que chaque NFT est unique et représente un actif spécifique. Il existe une diversité d'actifs sous-jacents et ils peuvent être matériels ou immatériels.

■ La trace numérique du sous-jacent

La création d'un NFT nécessite le développement d'un *smart contract*. Pour rappel, un *smart contract* est un code informatique qui s'exécute automatiquement selon des paramètres et des conditions prédéfinis. À ce jour, une grande majorité des NFTs s'échange principalement sur la blockchain Ethereum compte tenu de la facilité de création de ceux-ci du fait des caractéristiques du langage de programmation. L'Ethereum Virtual Machine étant compatible avec d'autres blockchains tels qu'Avalanche, Polygon ou Solana, les NFTs peuvent également être créés facilement sur ces infrastructures.

Par ailleurs, depuis peu, d'autres initiatives voient le jour avec notamment l'arrivée des *ordinals* sur Bitcoin, qui représentent des inscriptions numériques sur la blockchain Bitcoin. Les *ordinals* sont donc en quelque sorte assimilés aux NFTs créés sur Ethereum même si le mécanisme technologique est bel et bien différent.

D'un point de vue technique, il convient de noter que sur la blockchain Ethereum, différents standards de token sont utilisés aussi bien pour des tokens fongibles, que pour des tokens non fongibles. Parmi eux, les formats les plus couramment utilisés dans l'écosystème avec exemple de cas d'usage sont :

- ▶ ERC-20 : création de token fongible pour une application dédiée ;
- ▶ ERC-721 : création de token non fongible : une collection de 10 000 NFT tous différents du fait de leurs caractéristiques ;
- ▶ ERC-1155 : émission d'un NFT en 10 000 exemplaires ; c'est une combinaison des deux standards ci-dessus, et permet une plus grande agilité.

Le détail des standards et des cas d'usage associés est à retrouver en [annexe 9](#) de ce document.

2. DÉFINITION JURIDIQUE DES NFTS

■ La qualification des NFT au regard de la loi PACTE

L'article L. 54-10-1 du CMF définit les actifs numériques comme « §1. Les jetons mentionnés à l'article L. 552-2, 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 » ; ou comme « §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 ».

L'AMF a confirmé dans le cadre de questions-réponses relatives au régime des PSAN¹⁵ la possibilité de qualifier d'actif numérique un NFT accordant des droits à des biens ou services et a rappelé que la fongibilité

n'est pas un critère de classification comme actif numérique.

La qualification d'actif numérique au sens de la loi PACTE peut donc entraîner l'application du régime PSAN.

■ Quid du règlement MiCA ?

Le NFT est-il assimilé à un crypto-actif ?

Le règlement MiCA définit les crypto-actifs (le terme crypto-actif remplace celui d'actif numérique qui existe en droit français) d'une manière différente de la loi PACTE : « Une représentation numérique d'une valeur ou d'un droit pouvant être transférée et stockée de manière électronique, au moyen de la technologie des registres distribués ou d'une technologie similaire ».

MiCA exclut donc à priori les crypto-actifs non-fongibles de son périmètre. En vertu des considérants du règlement, seules les collections ou les séries (de grande taille) de NFT pourraient donc être considérées comme des actifs fongibles et tomber dans le périmètre de la définition des crypto-actifs.

■ Quid de la qualification d'instrument financier ?

Les titres financiers sont, pour une grande partie d'entre eux, des biens fongibles. C'est notamment le cas des valeurs mobilières qui confèrent des « *droits identiques par catégorie* » comprenant des actions, des obligations, des valeurs mobilières donnant accès au capital, des certificats d'investissements et des titres participatifs.

Si la fongibilité caractérise la majorité des titres financiers, elle ne constitue cependant pas un critère de qualification de tous les titres financiers. Il est dès lors possible de concevoir des titres financiers qui ne soient pas fongibles. La frontière entre les NFTs et les titres financiers devient donc plus complexe en présence de NFTs faisant partie de séries ou de collections dont la non-fongibilité est contestable.

La qualification d'instrument financier n'est donc pas à exclure d'emblée pour le NFT.

■ Possibilité de s'appuyer sur le régime des biens divers ?

Selon les questions-réponses de l'AMF relatives au régime des PSAN, l'article L. 551-1 du CMF autorise la possibilité d'assimiler un NFT au régime des biens divers comme à celui des actifs numériques.

¹⁵) Position-Recommandation AMF DOC-2020-07.

E. Impacts de l'investissement en actifs tokenisés sur les modèles opérationnels de la gestion d'actifs et sur les relations avec les conservateurs/dépositaires

1. ADAPTATION DES MODÈLES OPÉRATIONNELS SELON LES PROCESSUS MÉTIERS CONCERNÉS

Les caractéristiques d'émission, d'échange et de stockage des actifs numériques dans les DEEP ont pour conséquence que les sociétés souhaitant investir dans ou exposer leurs portefeuilles à ces actifs doivent adapter leurs modèles opérationnels.

Le tableau ci-après reprend les différents points d'attention à considérer pour une société de gestion en la matière sachant que si les instruments financiers tokenisés sont éligibles à l'investissement des OPCVM, les crypto-actifs au sens de MiCA ne peuvent concerner que certains types de FIA.

#	Activité	Impact sur le modèle opérationnel	Point d'attention
1	<i>Data management</i>	Faible à Fort	<ul style="list-style-type: none"> ■ S'il s'agit d'un actif assimilable à un instrument financier (donc avec un code ISIN), il y aura peu d'impact. ■ S'il s'agit d'un crypto-actif au sens de MiCA, le niveau d'impact sera quant à lui, plus conséquent.
2	<i>Trade booking</i>	Modéré à Fort	<p>Le niveau d'impact peut varier selon le type d'actif. Par conséquent, une analyse détaillée doit être effectuée au cas par cas :</p> <ul style="list-style-type: none"> ■ S'il s'agit d'un instrument type titre coté tokenisé, l'impact sera modéré : le processus est similaire à celui d'un instrument financier traditionnel. ■ S'il s'agit d'un crypto-actif au sens de MiCA, l'architecture sera différente, entraînant ainsi un niveau d'impact plus important.
3	<i>Trade execution</i>	Modéré à Fort	<p>Les modalités de confirmation et d'affirmation du <i>trade</i> peuvent évoluer, ce qui pourrait nécessiter la mise en place de nouveaux processus, voire un retour à des processus manuels, notamment en l'absence de dépositaire central de titres.</p>
4	<i>Cash management</i>	Fort	<p>La monnaie de règlement n'a pas d'impact direct sur le fonctionnement interne du fonds si tous les participants sont alignés sur son utilisation ainsi la gestion du cash n'est pas un sujet traité par la société de gestion, mais par le dépositaire qui a la responsabilité de recevoir, de conserver et de sécuriser les liquidités du fonds.</p> <p>Cependant, il convient de prêter attention à certains points :</p> <ul style="list-style-type: none"> ■ « Paiement franco » : le cash est envoyé mais les titres restent sur la blockchain. Par conséquent, le dépositaire doit pouvoir vérifier que les titres sont effectivement en portefeuille, ou se coordonner avec le registrar. <p>La simultanéité de la livraison du titre et de son règlement en monnaie commerciale, voire en monnaie de banque centrale, est un objectif souhaitable, mais qui n'est pas encore pleinement développé à date.</p> <ul style="list-style-type: none"> ■ Liaison des systèmes off-chain et on-chain : la connexion entre le monde réel et les systèmes sur blockchain peut être établie via un oracle. <p>L'utilisation des oracles en tant qu'intergiciels aura par conséquent un impact non négligeable sur l'ensemble du processus de cash management au sein de la société de gestion.</p>

#	Activité	Impact sur le modèle opérationnel	Point d'attention
5	Gestion des OST	Faible à Modéré	<ul style="list-style-type: none"> OST « off-Chain » : la gestion se fait selon les process usuels. OST « on-Chain » : les processus opérationnels seront à adapter.
6	Valorisation	Fort	Mark-to-model à privilégier.
7	Gestion des risques	Modéré	<p>Pas de spécificité lorsque les instruments sont modélisés dans les outils mais prévoir l'ajout du risque technologique au prospectus en différenciant l'instrument et le principe de stockage voire de conservation :</p> <ul style="list-style-type: none"> la gestion des clés pour les crypto-actifs sous MiCA relève de la responsabilité de la société de gestion et de l'investisseur ; la gestion des clés pour tout autre actif sur blockchain relève de la responsabilité de l'émetteur (nominatif pur). <p>Les protocoles DeFi peuvent être sujets à des risques spécifiques liés aux <i>smart contracts</i>, tels que par exemple une conception erronée, une programmation incorrecte et des vulnérabilités de sécurité.</p>
8	Conformité - Contrôle des ratios	Faible	<p>Impact potentiel si création de nouveaux ratios réglementaires sur les nouveaux actifs.</p> <p>Question de la gestion du ratio de liquidité dans le cadre où le fonds détiendrait des <i>stablecoins</i>.</p>
9	Reporting	Faible à Modéré	Impact identifié sur les reporting ayant une fréquence quotidienne, surtout si la société déclare ses transactions via un ARM.

Le niveau d'impact opérationnel sur les activités notamment de *middle office* varie considérablement selon le type d'instrument considéré. Ainsi, pour tous les actifs numériques assimilables à des instruments financiers, les impacts sont plus modérés que pour les crypto-actifs au sens de MiCA.

La gestion du cash est l'élément le plus complexe à appréhender pour les différents acteurs de la chaîne. Les évolutions réglementaires attendues conjuguées aux différentes expérimentations initiées autour des *stablecoins* et des monnaies numériques émises par les banques centrales devraient permettre de structurer l'approche des sociétés de gestion en la matière.

2. IMPACTS SUR LES RELATIONS AVEC LES DÉPOSITAIRES CONCERNANT LA CONSERVATION DES ACTIFS

Les conventions conclues par la société de gestion et les prestataires de ses OPC doivent clairement présenter la répartition des prestations fournies ainsi que les responsabilités de chacun en matière de conservation et d'administration des actifs.

■ La fonction de garde du dépositaire d'OPC

Le dépositaire d'OPC assure la garde des actifs, qui comprend généralement des instruments financiers mais également tous les actifs dans lesquels un OPC peut investir, y compris les instruments financiers tokenisés et les crypto-actifs au sens de la réglementation MiCA (*e-money tokens, utility tokens, asset-referenced tokens*), également dénommés actifs numériques en droit français.

La garde des actifs se décompose comme suit :

- ▶ la “conservation des actifs” lorsque les actifs de l'OPC sous forme d'instruments financiers peuvent être enregistrés ou détenus dans un compte de titres directement ou indirectement au nom du dépositaire. C'est par exemple le cas pour les titres financiers dits “au porteur”, le dépositaire a alors une obligation de restitution des titres conservés à la demande de leurs propriétaires ou en cas de perte de ces titres quelle qu'en soit la raison ;
- ▶ la “tenue de registre des actifs” implique pour le dépositaire d'enregistrer sur le portefeuille de l'OPC les actifs dont le dépositaire n'a pas en charge la conservation et de s'assurer de la vérification annuelle ou semestrielle de la propriété des éléments de l'actif de l'OPC, conformément à l'article 90¹⁶ de la directive européenne Alternative Investment Fund Manager (AIFMD). Ce contrôle du dépositaire s'appuie sur une mise à jour au fil de l'eau de l'inventaire de l'OPC à partir des instructions et/ou avis d'opéré transmis par la société de gestion de l'OPC.

Lorsque la propriété des actifs est établie à partir d'un système externe au dépositaire, la garde des actifs se limite alors pour le dépositaire à assurer un rapprochement entre la position tenue par le dépositaire et les informations attestant de la propriété des actifs concernés. Le dépositaire n'a aucune obligation de restitution des actifs faisant l'objet d'une tenue de registre.

Les actifs sont en tenue de position à partir des informations transmises par la société de gestion.

Dès lors que les actifs numériques ne sont pas des instruments financiers et que les titres financiers tokenisés ne sont pas enregistrés ou détenus dans un compte de titres directement ou indirectement au nom du dépositaire, la garde par un dépositaire d'OPC des actifs numériques ou des titres financiers tokenisés relève de la tenue de registre des actifs.

Si les titres financiers tokenisés devaient être enregistrés ou détenus directement ou indirectement au nom du dépositaire, alors les modalités de conservation seraient à déterminer au cas par cas.

■ La fonction de conservation du PSAN

Le régime dépositaire d'OPC est distinct du régime du PSAN qui conserve les actifs numériques et pour lequel il existe une obligation de restitution des moyens d'accès aux actifs numériques.

Avec l'entrée en application de MiCA à horizon fin 2024/début 2025, le régime PSAN est voué à être remplacé. Le prestataire de service de conservation et d'administration de crypto-actifs au sens de MiCA sera à son tour soumis à une obligation de restitution des crypto-actifs en ce sens qu'il est responsable de la perte des crypto-actifs ou des moyens d'accès à ces actifs pour les événements qui lui sont imputables. Le quantum de responsabilité des prestataires de service de conservation et d'administration de crypto-actifs au sens de MiCA est limité à la valeur de marché des crypto-actifs perdus.

Lorsque le dépositaire de FIA n'est pas enregistré ou agréé PSAN pour la conservation des actifs numériques/crypto-actifs, il appartient à la société de gestion d'en choisir un selon ses procédures de Best Selection. En effet, cette activité n'est pas autorisée aux sociétés de gestion conformément à la DOC-2012-19 de l'AMF (pas de *self custody*). Une fois la sélection des prestataires effectuée, l'organisation globale sera présentée au dépositaire du Fonds d'Investissement Alternatif (FIA) qui confirmera s'il peut accomplir ses missions dans ce cadre spécifique.

Les incidents pour lesquels la responsabilité du conservateur d'actifs numériques ne saurait être recherchée incluent ceux qui apparaissent indépendamment de la prestation de service ou des opérations conduites par le prestataire de service de conservation (par exemple un problème lié à la plateforme d'échange DLT).

¹⁶ Article 90 de la directive AIFM.

¹⁷ Position-Recommandation AMF DOC-2012-19.

III. Impacts sur le programme d'activité des sociétés de gestion du recours à la blockchain

Le recours à la blockchain n'impacte pas de la même manière les sociétés de gestion selon qu'il s'agisse de l'appliquer à l'actif ou au passif des portefeuilles gérés.

Ainsi, la tenue du registre d'un fonds via un DEEP n'impacte pas le programme d'activité de la société de gestion.

En revanche, elle nécessite de mentionner dans le prospectus du fonds l'identité du teneur de compte émission pour les parts/ actions inscrites dans le DEEP. Cela peut être la société de gestion (sous réserve de disposer des moyens suffisants et adaptés) ou un pres-

tataire régulé PSI exécutant les opérations de tenue de registre dans le DEEP par délégation de la société de gestion.

À l'inverse, toute mise en œuvre d'une gestion de portefeuille qui serait partiellement ou en totalité investie en actifs numériques (ainsi que, dans une moindre mesure, en instruments financiers DLT) nécessite le dépôt d'un dossier d'extension d'agrément présenté au Collège de l'AMF afin de modifier la grille d'agrément de cette dernière.

Nous évaluons comme suit les impacts d'une demande d'extension selon les activités concernées :

#	Nom de la section	Impact sur le programme d'activité	
		Actifs numériques	Instruments financiers DLT (<i>security tokens</i>)
2.A	Activités de la société de gestion	Fort	Modéré
2.B	Activités accessoires	Faible à Fort	Faible
2.C	Moyens techniques, IT, Cyber	Fort	Modéré
2.D	Processus d'investissement et de désinvestissement	Fort	Faible
2.E	Meilleure exécution / sélection et passation des ordres	Fort	Modéré
2.F	Dispositif de contrôle	Modéré à Fort	Modéré à Fort
2.G	Évaluation des instruments	Fort	Faible
2.H	Externalisation et délégation	Modéré à Fort	Modéré à Fort
2.I	Conflits d'intérêts ¹⁸	Faible	Faible
2.J	LCB/FT	Fort	Modéré
2.K	Politique de rémunération ¹⁹	Faible	Faible
2.L	Commercialisation ²⁰	Faible	Faible
2.M	Positionnement international ²¹	Faible	Faible
2.N	Fonds propres et autres éléments financiers	Fort	Faible

18), 19), 20), 21) et 22) Voir [annexe 3](#).

A. Impacts sur les sections du programme d'activité de la société de gestion

Toute demande d'extension d'agrément pour recourir à des actifs digitaux devra être déposée en utilisant le formulaire « Autres »

de l'Instruction AMF - DOC-2008-03 - Annexe IV - Formulaires de demandes d'extension d'agrément.

1. ACTIVITÉS, SOUS-JACENTS ET GRILLE D'AGRÈMENT

#	Nom de la section	Impact sur le programme d'activité	
		Actifs numériques	Instruments financiers DLT (<i>security tokens</i>)
2.A	Activités de la société de gestion	Fort	Modéré

La principale incidence pour cette section concerne la partie « 2. Périmètre d'intervention par classe d'actifs utilisée », où la société de gestion devra :

- ▶ ajouter une nouvelle ligne dédiée aux actifs numériques inclura la ligne « 9 - Autres (à préciser) » dans la grille d'agrément. En principe, la société de gestion est tenue de fournir une liste exhaustive de ses actifs numériques. Toutefois, elle a également la possibilité d'établir un seuil de capitalisation en deçà duquel elle choisit de ne pas signaler les actifs numériques sélectionnés. Si la liste évolue, elle pourra être aisément mise à jour par simple dépôt sur le portail ROSA ;
- ▶ selon l'interprétation des participants à ce guide, les instruments financiers DLT ne sont pas une « autres catégories » d'actifs dans la grille d'agrément d'une société de gestion. Par exemple, l'investissement en parts ou actions "tokenisées"

d'un fonds monétaire restera identifié dans la grille d'agrément comme un « 2 - OPCVM et FIA européens ouverts à une clientèle non professionnelle » ;

- ▶ préciser dans les lignes existantes la nature tokenisée des actifs autorisés (droits, usages ou actifs) et, le cas échéant, leurs lieux de négociation en ajoutant les nouvelles catégories d'infrastructures de marché DLT créées par le règlement européen régime pilote.

Il convient également de noter que, conformément à l'Annexe II de la Position-Recommandation DOC-2008-03, tout contrat financier portant sur des actifs numériques doit être considéré comme nécessitant un agrément « 9 - Contrats financiers complexes » (qu'il s'agisse de contrats financiers "simples", tels que les contrats à terme et les options du CME, ou plus complexes).

Des exemples sont à retrouver en [annexe 3](#) de ce document.

2. ACTIVITÉS ACCESSOIRES

#	Nom de la section	Impact sur le programme d'activité	
		Actifs numériques	Instruments financiers DLT (<i>security tokens</i>)
2.B	Activités accessoires	Faible à Fort	Faible

Dans cette section, la société de gestion doit mentionner les autres activités accessoires qui ne sont pas spécifiquement abordées dans la section précédente du programme d'activité. Il est important de rappeler que les activités accessoires peuvent être exercées si elles sont en lien direct avec l'activité de gestion.

Conformément à la Position - Recommandation DOC-2012-19²³, en date du 21 juillet 2023, l'AMF précise que la case « Autres » concerne notamment les biens (or physique, bouteilles de vin, terrains...). Ainsi, les cas où une société de gestion peut dans le cadre de son activité de gestion collective, acheter, vendre ou échanger des actifs numériques sont précisés par la position-

²³) Position - Recommandation AMF - DOC-2012-19.

recommandation AMF DOC2012-19 « *Guide d'élaboration du programme d'activité des sociétés de gestion de portefeuille et des placements collectifs autogérés* ».

Également, la récente modification de la Position-Recommandation AMF - DOC-2020-07²⁴ précise qu'il est permis pour une société de gestion d'exercer, dans le prolongement de son activité de gestion, une activité accessoire sur actifs numériques, dans la limite des services qu'elle est par ailleurs

autorisée à fournir en lien avec des instruments financiers. En d'autres termes, elles ne peuvent offrir l'ensemble des services liés aux actifs numériques tels que la conservation ou l'administration des actifs, le placement, etc.

Le détail des informations que l'AMF requiert concernant les actifs, les stratégies déployées, les lieux de conservation, les contreparties engagées et les marchés impliqués est à retrouver en [annexe 3](#) de ce document.

3. MOYENS TECHNIQUES, INFRASTRUCTURE INFORMATIQUE ET CYBERSÉCURITÉ

#	Nom de la section	Impact sur le programme d'activité	
		Actifs numériques	Instruments financiers DLT (<i>security tokens</i>)
2.C	Moyens techniques, IT, Cyber	Fort	Modéré

L'instruction DOC-2019-24²⁵ de l'AMF – « Référentiel d'exigences en matière de cybersécurité » énonce les exigences en matière de cybersécurité auxquelles les prestataires de services sur actifs numériques doivent se conformer afin de garantir la résilience et la sécurité de leurs systèmes d'information.

Toute société de gestion souhaitant intervenir dans le domaine des actifs numériques ou instruments financiers DLT (*security tokens*) devrait préparer son programme d'activité, notamment cette section 2.C, en se référant aux parties pertinentes de cette instruction. Il est à noter qu'une société de gestion ne doit pas être en mesure de contrôler ou de détenir directement ou indirectement la garde des portefeuilles qu'elle gère ou conseille.

Il est précisé que même si une société de gestion externalise certains services liés aux services sur les actifs numériques, elle reste entièrement responsable de la cybersécurité du service sur actifs numériques pour lequel elle est agréée, même lorsqu'elle sous-traite une partie de son dispositif.

Les relations avec les sous-traitants ou prestataires concernant le système d'information d'une société de gestion intervenant dans le domaine des actifs digitaux doivent être encadrées par un contrat juridique dont le contenu devrait s'inspirer de ce qui est précisé dans la position AMF DOC-2020-07 applicable aux PSAN.

4. PROCESSUS D'INVESTISSEMENT ET DE DÉINVESTISSEMENT

#	Nom de la section	Impact sur le programme d'activité	
		Actifs numériques	Instruments financiers DLT (<i>security tokens</i>)
2.D	Processus d'investissement et de désinvestissement	Fort	Faible

L'impact de cette section concerne principalement les sociétés de gestion souhaitant intervenir dans le domaine des actifs numériques ; auquel cas elles doivent fournir des listes précises et limitatives concernant :

- ▶ les actifs numériques éligibles (définis de manière exhaustive) ;
- ▶ les plateformes d'échange/marchés autorisés ;
- ▶ les critères d'éligibilité des actifs numériques, notamment en termes de liquidité.

²⁴) Position - Recommandation AMF - [DOC-2020-07](#).

²⁵) Instruction AMF - [DOC-2019-24](#) – Référentiel d'exigences en matière de cybersécurité.

Il est en effet attendu des sociétés de gestion qu'elles définissent de manière exhaustive les actifs numériques autorisés par le programme d'activité de la société, contrairement à ce qui peut être le cas

pour les instruments financiers "traditionnels" où l'approche peut être basée sur les "classes d'actifs". Cela nécessite donc d'établir en amont les critères et modalités de sélection.

5. MEILLEURE SÉLECTION/EXÉCUTION ET PASSATION DES ORDRES

#	Nom de la section	Impact sur le programme d'activité	
		Actifs numériques	Instruments financiers DLT (<i>security tokens</i>)
2.E	Meilleure exécution / sélection et passation des ordres	Fort	Modéré

Les actifs numériques ont favorisé l'émergence de nouvelles catégories de plateformes, intermédiaires et prestataires spécialisés dans ces types d'actifs. En conséquence, les processus opérationnels ainsi que les flux d'ordres et d'exécution diffèrent souvent considérablement des flux traditionnels. Dans ce contexte, les sociétés de gestion ont un rôle crucial à jouer pour assurer un passage des ordres sur les actifs numériques ou instruments financiers DLT de manière efficace et conforme aux meilleures pratiques. Elles doivent présenter de manière détaillée le flux opérationnel des ordres ainsi que les méthodes d'analyse pour garantir leur exécution dans l'intérêt de leurs clients et investisseurs.

Chaque plateforme peut présenter ses propres protocoles, interfaces et exigences techniques distincts, qui peuvent différer des flux d'ordres traditionnels. Par conséquent, il est nécessaire pour la société de gestion d'ajuster les processus opérationnels en fonction de chacune d'entre elles, en prenant en considération leurs spécificités et contraintes techniques respectives. L'élaboration de méthodes d'analyse sophistiquées pour évaluer avec précision la qualité de l'exécution des ordres sur actifs numériques, devient donc une priorité à aborder.

Pour les actifs numériques, en raison de leur volatilité plus accrue que les marchés traditionnels, il est crucial de prendre en compte les facteurs tels que la liquidité, la profondeur du carnet d'ordres, la volatilité des prix et les coûts de transaction. Dans le domaine des actifs numériques, le concept de "meilleure exécution" revêt une signification particulièrement cruciale.

De plus, le règlement sur le régime pilote²⁶ permet aux prestataires de service d'investissement ; à savoir les établissements de crédit prestataires de services d'investissement, les établissements de crédit et d'investissement et les entreprises d'investissement ; aux entreprises de marché et aux dépositaires centraux de titres d'exploiter le cas échéant un système multilatéral de négociation (MTF DLT), un système de règlement (SR DLT) ou un système de négociation et de règlement (SNR DLT) dont le fonctionnement repose sur la DLT.

L'article 7 de la loi DDADUE du 9 mars 2023²⁷ a procédé à des ajustements au CMF afin de permettre la mise en place du régime pilote. Ce dernier a spécifiquement défini la répartition des responsabilités entre les autorités nationales (AMF, Banque de France et ACPR) et a établi le cadre de supervision pour les trois catégories distinctes d'acteurs qui pourraient solliciter les dérogations permises par ce régime pilote.

Le règlement régime pilote crée trois nouvelles catégories d'infrastructures de marché reposant sur la DLT, relevant chacune d'une procédure d'autorisation spécifique :

- ▶ **système multilatéral de négociation DLT (MTF DLT)** : une plateforme de négociation exploitée par un prestataire de services d'investissement ou une entreprise de marché, outre d'éventuelles personnes physiques et morales agréées.
- ▶ **système de règlement DLT (SR DLT)** : il permet le règlement de transactions sur des instruments financiers DLT contre paiement ou livraison. Ce système de règlement est exploité par un dépositaire central de titres (DCT) agréé selon les dispositions du règlement CSDR.

²⁶⁾ Règlement (UE) 2022/858 du Parlement européen et du Conseil du 30 mai 2022 sur un régime pilote pour les infrastructures de marché reposant sur la technologie des registres distribués.

²⁷⁾ Loi n° 2023-171 du 9 mars 2023 portant diverses dispositions d'adaptation au droit de l'Union européenne dans les domaines de l'économie, de la santé, du travail, des transports et de l'agriculture.

► **système de négociation et de règlement DLT (SNR DLT)** : une infrastructure de marché qui propose à la fois les services relevant des systèmes de négociation et de règlement MTF DLT et SR DLT.

Ces infrastructures étant nouvelles, et pour l'instant non existantes, cela implique une modification importante du dispositif de circuit des ordres qu'il revient à la société de gestion de schématiser et d'explicitier à l'AMF.

6. DISPOSITIF DE CONTRÔLE

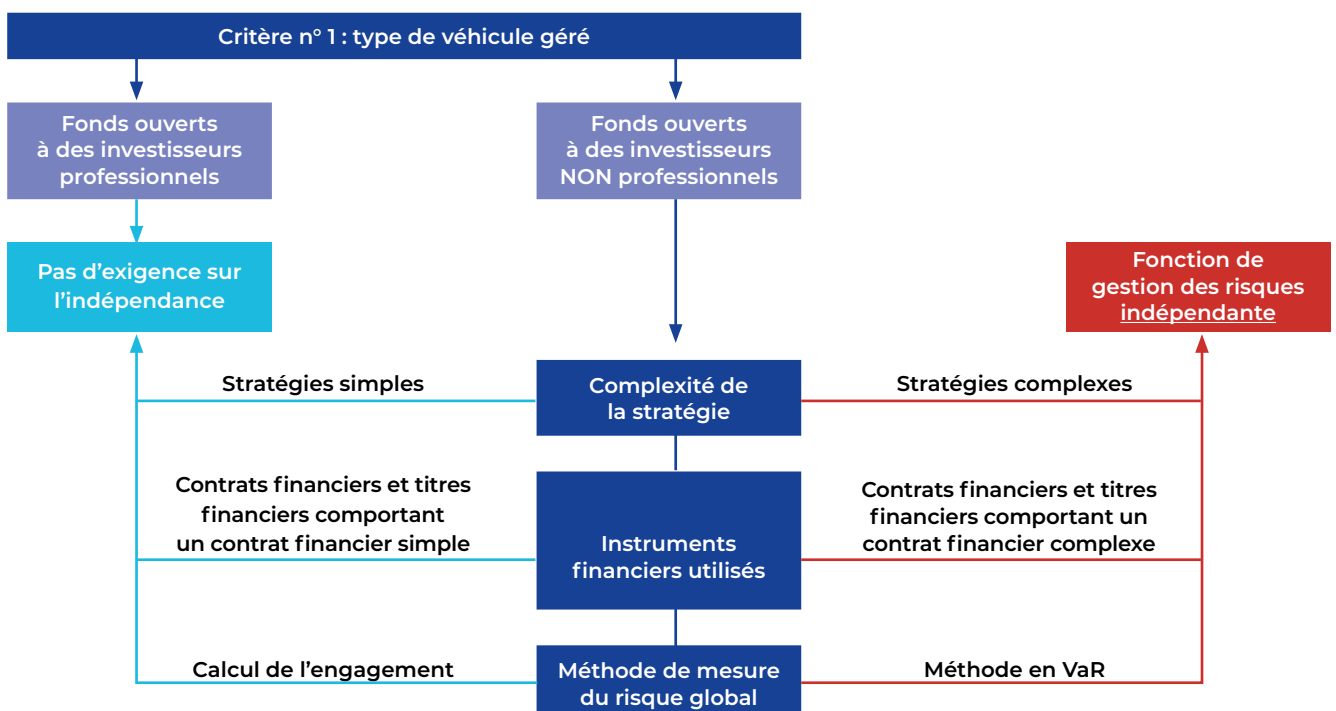
#	Nom de la section	Impact sur le programme d'activité	
		Actifs numériques	Instruments financiers DLT (<i>security tokens</i>)
2.F	Dispositif de contrôle	Modéré à Fort	Modéré à Fort

Les sociétés de gestion opérant dans le domaine des actifs numériques doivent se conformer aux règles énoncées dans la Position - Recommandation DOC-2014-06 de l'AMF²⁸, intitulée « *Guide relatif à l'organisation de la gestion des risques, de la conformité et du dispositif de contrôle au sein des sociétés de gestion de portefeuille* ». Pour rappel, ce guide vise à définir les exigences en matière de contrôles permanents et périodiques, que ces contrôles soient internes ou externalisés, en fonction des instruments et des activités exercées par la société de gestion, ainsi que de leur complexité. De plus, en ce qui concerne l'aspect humain, il est impératif que les personnes responsables du contrôle et de la gestion des risques aient une expérience avérée dans le domaine des actifs numériques.

Dans le contexte spécifique des services de gestion sur actifs numériques, il est essentiel que les sociétés de gestion évaluent de manière approfondie leur dispositif de conformité et de contrôle interne lors de la soumission de leur dossier pour l'obtention de l'agrément initial ou lors d'une demande d'extension d'activités. Cette évaluation vise à garantir que le dispositif en place couvre de manière adéquate et suffisante les risques spécifiques liés à l'utilisation des actifs numériques.

Quant au dispositif de contrôle des risques financiers, dans le cadre d'un fonds d'investissement sur crypto-actifs, il requiert une approche adaptée et spécifique de gestion des risques financiers liés aux actifs numériques. En fonction de la catégorie d'investisseurs éligibles aux produits de la société, l'indépendance de la fonction de contrôle des risques sera exigée.

Schéma 7 - Indépendance de la fonction gestion des risques



²⁸) Position - Recommandation AMF - DOC-2014-06.

Les actifs numériques présentent des caractéristiques uniques qui introduisent de nouvelles typologies de risques, en ce sens ils sont considérés comme des instruments complexes.

Parmi les nouvelles typologies de risques financiers associés aux actifs numériques, on retrouve entre autres :

- ▶ **Risque de volatilité extrême** : les actifs numériques sont connus pour leur volatilité élevée, ce qui peut entraîner des variations de valeur significatives et rapides. Les gestionnaires de fonds doivent prendre en compte cette volatilité accrue et élaborer des stratégies de gestion des risques appropriées pour atténuer les effets de cette volatilité sur le portefeuille du fonds ;
- ▶ **Risque de contrepartie** : bien que des initiatives soient actuellement mises en place afin de limiter/mitiger le risque de contrepartie liés, l'écosystème actifs numériques reste encore exposée à ce risque ;
- ▶ **Risque de liquidité** : certains actifs numériques peuvent connaître une liquidité limitée ou très fragmentée, pouvant impacter fortement les capacités de déploiement de certaines stratégies.

Des risques non financiers spécifiques à la DLT peuvent également avoir un impact négatif s'ils ne sont pas maîtrisés par la société de gestion :

- ▶ **Risques technologiques liés à la blockchain** : perte ou vol des clés publiques et clés privées, vulnérabilité du code du *smart contract*, manque d'interopérabilité entre la blockchain et les systèmes existants ;
- ▶ **Risques informatiques "traditionnels"** : phishing, attaque externe, fuite de données.
- ▶ **Risques opérationnels** : erreur manuelle, mauvaise réconciliation, erreur de reporting, ces risques doivent faire l'objet d'une cartographie et d'un plan de contrôle associé ainsi que d'un plan de continuité d'activité ;
- ▶ **Risques fournisseurs** : la gestion des clés, les projets de tokenisation ou d'autres prestations peuvent être réalisées par des prestataires externes, par conséquent le risque fournisseur mérite une évaluation ;
- ▶ **Risques réputationnels** : la matérialisation des risques énumérés ici, peuvent avoir un impact réputationnel négatif pour la société de gestion.

7. ÉVALUATION DES INSTRUMENTS

#	Nom de la section	Impact sur le programme d'activité	
		Actifs numériques	Instruments financiers DLT (<i>security tokens</i>)
2.G	Évaluation des instruments	Fort	Faible

L'utilisation des actifs numériques ou des actifs tokenisés a un impact significatif sur le dispositif d'évaluation des instruments de la société de gestion, nécessitant ainsi une actualisation appropriée. Dans cette section, il est essentiel de fournir des détails sur les modalités spécifiques d'évaluation de ces actifs :

- ▶ actifs numériques **négociés sur des plateformes d'échanges lorsqu'ils sont très liquides** : il convient de prendre en compte le prix du marché (*marked-to-market*). Cela inclut notamment les crypto-actifs cotés sur plusieurs marchés, qu'ils soient centralisés ou décentralisés ;
- ▶ actifs numériques **négociés sur des plateformes d'échanges lorsqu'ils sont peu liquides** : il est primordial de présenter le modèle d'évaluation utilisé (*marked-*

to-model). Ce modèle doit prendre en considération les particularités des actifs numériques, ainsi que les aspects liés aux tokens (*tokenomics*) s'ils sont applicables ;

- ▶ actifs numériques **non négociés sur des plateformes d'échanges** : il est recommandé d'utiliser un modèle de valorisation reflétant la nature particulière de ces actifs, en prenant en compte des paramètres tels que les transactions récentes sur des marchés similaires, les données fondamentales, et d'autres facteurs pertinents de type caractéristiques sous-jacentes, utilité ou la valeur intrinsèque, coût d'acquisition etc.
- ▶ **instruments Financiers DLT** : le dispositif d'évaluation des actifs reste en principe inchangé par rapport aux autres actifs traditionnels.

8. EXTERNALISATION ET DÉLÉGATION

#	Nom de la section	Impact sur le programme d'activité	
		Actifs numériques	Instruments financiers DLT (<i>security tokens</i>)
2.H	Externalisation et délégation	Modéré à Fort	Modéré à Fort

Les choix des prestataires, en particulier les conservateurs en relation juridique directe avec la société de gestion (le dépositaire n'étant pas le conservateur), ont un impact dans cette section.

La gestion d'actifs numériques ou d'instruments financiers DLT peut avoir un impact significatif sur l'organisation de la société de gestion, qui peut choisir d'externaliser ses tâches et fonctions.

Sans que cela ne constitue une modification majeure de la section 2.H du programme d'activité, étant donné que les règles relatives à l'externalisation et à la délégation pour les sociétés de gestion sont déjà suffisamment complètes et détaillées, il conviendra pour la société de réaliser une revue de son programme afin de garantir qu'il est à jour et la pertinence de son dispositif de contrôle des services externalisés.

9. INTÉGRITÉ FINANCIÈRE ET FISCALE

#	Nom de la section	Impact sur le programme d'activité	
		Actifs numériques	Instruments financiers DLT (<i>security tokens</i>)
2.J	LCB/FT	Fort	Modéré

Il convient de rappeler que les sociétés de gestion sont soumises, conformément à l'article L. 561-2 du CMF, aux obligations de lutte contre le blanchiment des capitaux et le financement du terrorisme, telles que stipu-

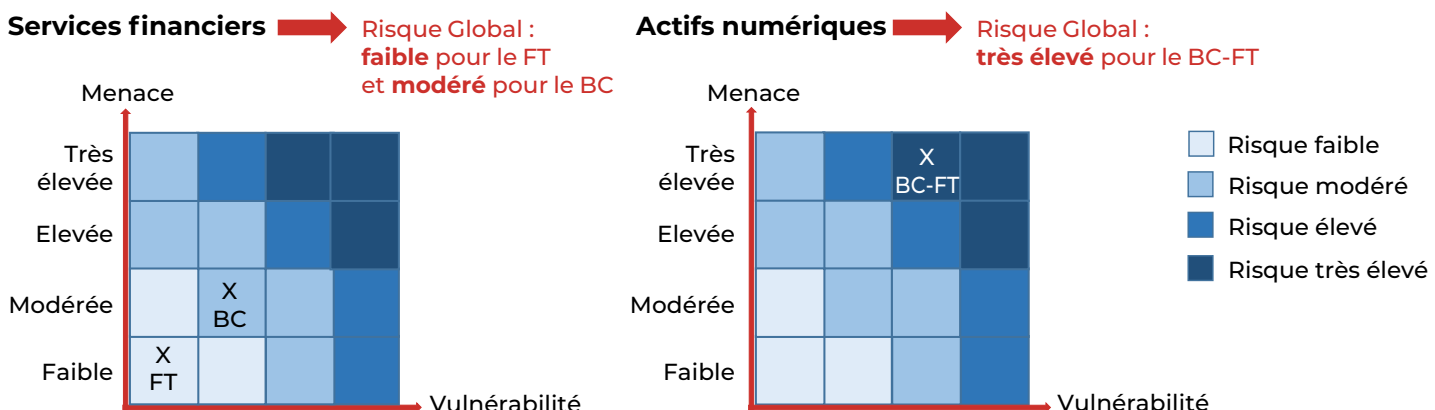
■ **Risque à l'actif**

Le Conseil d'orientation de la lutte contre le blanchiment de capitaux et le financement du terrorisme (COLB) a publié, le 14 février 2023, une version actualisée de son analyse nationale des risques (ANR) qui prend en compte les recommandations du Groupe d'Action Financière (GAFI) et a bénéficié des apports des professionnels de tous les secteurs d'activité assujettis

lées aux articles L. 561-4-1 et suivants du CMF. Par conséquent, il est impératif d'anticiper des mesures de vigilance additionnelles en raison de la complexité et du manque de transparence inhérents à certains actifs numériques.

à la lutte contre le blanchiment de capitaux et le financement du terrorisme (LCB-FT). Les sociétés de gestion investissant sur actifs numériques se trouvent au carrefour de plusieurs analyses de risques du COLB, entre services financiers et actifs numériques. Il convient d'abord de démontrer comment, à l'actif, la société de gestion identifie, mesure et couvre les risques LCB-FT.

Schéma 8 - Mesure et couverture des risques LCB-FT sur l'actif



■ Risque au passif

La gestion du passif d'un placement collectif (lequel sera qualifié « d'instrument financier DLT ») ainsi que ses défis sont présentées en première partie de ce guide.

Les diverses options, prestataires et approches observées exigent une présentation précise à l'AMF, décrivant comment les responsabilités sont réparties entre la société de gestion, le teneur de registre et les prestataires éventuels qui interviennent dans la gestion du passif DLT d'un placement collectif.

10. FONDS PROPRES ET AUTRES ÉLÉMENTS FINANCIERS

#	Nom de la section	Impact sur le programme d'activité	
		Actifs numériques	Instruments financiers DLT (<i>security tokens</i>)
2.N	Fonds propres et autres éléments financiers	Fort	Faible

En sens des articles 12 et 14 du Règlement délégué (UE) n° 231/2013²⁹, la société de gestion devra renforcer son analyse du besoin de fonds propres nécessaires pour couvrir les risques opérationnels issus de son activité, ce qui devrait la conduire à retenir un niveau

de fonds propres supplémentaires supérieurs à des sociétés de gestion dites plus "traditionnelles". Le recours à une police d'assurance couvrant spécifiquement les actifs numériques apparaissant à ce jour encore difficile à obtenir.

B. Impact sur les statuts

11. RÉGIME FRANÇAIS AVANT L'ENTRÉE EN APPLICATION DE MICA

11.1 Prestation de services sur actifs numériques par une société de gestion

■ Champ des services : analogie avec les services d'investissements auxiliaires

Conformément à l'article L. 532-9, §5 du CMF³⁰, certaines sociétés de gestion peuvent demander, sous certaines conditions, à être agréées pour fournir les services d'investissement auxiliaires suivants :

- ▶ le conseil en investissement ;
- ▶ la gestion de portefeuille pour compte de tiers ;
- ▶ la réception et la transmission d'ordres pour le compte de tiers.

Par analogie avec cette disposition et par application de l'article 60 du règlement MiCA qui permettra aux sociétés de gestion de fournir des services sur crypto-actifs équivalents aux services auxiliaires susmentionnés pour lesquelles elles sont agréées, les sociétés de gestion devraient pouvoir fournir des services sur crypto-actifs équivalents aux services d'investissement susmentionnés.

Ces services sur crypto-actifs sont énumérés à l'article L. 54-10-2, §5 du CMF³¹ sous les dénominations suivantes :

- ▶ le conseil aux souscripteurs d'actifs numériques ;
- ▶ la gestion de portefeuille d'actifs numériques pour le compte de tiers ;
- ▶ la réception et la transmission d'ordres sur actifs numériques pour le compte de tiers.

En conséquence, les services suivants ne sont pas autorisés pour les sociétés de gestion :

- ▶ la conservation d'actifs numériques pour le compte d'un client ;
- ▶ le service d'achat ou de vente d'actifs digitaux en monnaie ayant cours légal ;
- ▶ le service d'échange d'actifs numériques contre d'autres actifs numériques ;
- ▶ la prise ferme d'actifs numériques, soit le fait d'acquérir directement des actifs digitaux auprès d'un émetteur d'actifs digitaux, en vue de procéder à leur vente ;

²⁹) Articles 12 et 14 du Règlement délégué (UE) n° 231/2013.

³⁰) Article L.532-9, §5 du CMF.

³¹) Article L.54-10-2, §5 du CMF.

- ▶ le placement garanti d'actifs numériques qui consiste à rechercher des acquéreurs pour le compte d'un émetteur d'actifs numériques et de lui garantir un montant minimal d'achats en s'engageant à acquérir les actifs numériques non placés ;
- ▶ le placement non garanti d'actifs numériques soit rechercher des acquéreurs pour le compte d'un émetteur d'actifs numériques sans lui garantir un montant d'acquisition ;
- ▶ l'exploitation d'une plateforme de négociation d'actifs numériques. Cela concerne la gestion d'une ou de plusieurs plateformes de négociation d'actifs numériques, au sein desquelles de multiples intérêts acheteurs et vendeurs exprimés par des tiers pour des actifs numériques contre d'autres actifs numériques ou en monnaie ayant cours légal peuvent interagir d'une manière qui aboutisse à la conclusion de contrats.

■ Cumul du statut de société de gestion et du statut de PSAN

L'AMF, dans sa Position-Recommandation DOC-2020-07³² est d'avis qu'un prestataire de services d'investissement (PSI) peut également avoir la qualité de PSAN dans le respect de la réglementation applicable aux PSI.

Toutefois, le PSI demandant un agrément PSAN doit disposer de fonds propres équivalant au montant le plus élevé entre le minimum requis selon l'instruction DOC-2019-23³³ et celui exigé pour les services d'investissement spécifiques couverts par l'agrément.

Sachant que les sociétés de gestion ont le statut de PSI en application de l'article L. 531-1 du CMF³⁴, il en résulte qu'une société de gestion devrait pouvoir avoir la qualité de PSAN dans le respect de la réglementation applicable aux PSI et donc aux sociétés de gestion. La prestation de services sur actifs numériques nécessitera par conséquent une modification du programme d'activité de la société de gestion en concertation avec les services de l'AMF.

■ Régime réglementaire

À la date d'émission de ce guide, en application de l'article L. 54-10-3 du CMF, le prestataire souhaitant fournir les services énumérés au §5 de l'article L. 54-10-2 du CMF n'est pas soumis à un quelconque enregistrement et/ou agrément.

Ainsi, la fourniture par une société de gestion des services de conseil aux souscripteurs d'actifs numériques, de gestion de portefeuille d'actifs numériques pour le compte de tiers et de réception-transmission d'ordres sur actifs numériques pour compte de tiers n'est pas soumise à l'obtention préalable du statut de PSAN enregistré et/ou agréé.

Cependant, la fourniture de ces services sur crypto-actifs au sens de MiCA entraînera nécessairement une modification du programme d'activité de la société de gestion. La prestation de ces services serait alors considérée comme une "activité accessoire" au sens de la section 2.B du programme d'activité.

Les services sur actifs numériques ne figurant pas dans la section 2.B du programme d'activité de l'AMF, la société de gestion devra prendre contact avec son chargé de portefeuille à l'AMF pour vérifier qu'elle peut exercer l'activité envisagée.

³²) Position-Recommandation AMF - DOC-2020-07.

³³) Position-Recommandation AMF - DOC-2019-23.

³⁴) Article L. 531-1 du CMF.

³⁵) Règlement (UE) 2023/1114 du Parlement européen et du Conseil du 31 mai 2023 sur les marchés de crypto-actifs.

11.2 MiCA

L'article 59 du règlement MiCA³⁵ relatif à l'agrément des prestataires de services sur crypto-actifs dispose qu'une personne ne peut pas fournir des services sur crypto-actifs, au sein de l'Union européenne, sauf si cette personne est :

- ▶ une personne morale ou une autre entreprise agréée en tant que prestataire de services sur crypto-actifs conformément à l'article 63 ; ou
- ▶ un établissement de crédit, un dépositaire central de titres, une entreprise d'investissement, un opérateur de marché, un établissement de monnaie électronique, une société de gestion d'OPCVM ou un gestionnaire de fonds d'investissement alternatifs autorisé à fournir des services sur crypto-actifs conformément à l'article 60.

L'article 60 (5) du règlement MiCA³⁶ prévoit qu'à compter du 30 décembre 2024, date d'entrée en application de MiCA³⁷, les sociétés de gestion pourront fournir des services sur crypto-actifs équivalents à la gestion de portefeuilles d'investissement. Sous réserve qu'elles soient agréées pour la fourniture de services auxiliaires au sens des directives 2009/65/ce (OPCVM) et 2011/61/UE (AIFM), elles pourront fournir des services sur crypto-actifs équivalents à ces services auxiliaires. Ces services sont listés à l'article 60 (5) du règlement. Il s'agit de :

- ▶ la réception et la transmission d'ordres sur crypto-actifs pour le compte de clients ;
- ▶ la fourniture de conseils en crypto-actifs ;
- ▶ la fourniture de services de gestion de portefeuille de crypto-actifs (gestion individuelle).

Afin de pouvoir rendre de tels services sur crypto-actifs, les sociétés de gestion devront notifier au régulateur les informations visées au §7 de l'article 60 du règlement et ce au moins 40 jours ouvrables avant de fournir ces services pour la première fois.

12. IMPACTS SUR LES DISPOSITIFS D'ÉVALUATION DU RISQUE ENVIRONNEMENTAL

Selon le chapitre 2, article 66 §5 et §6 du règlement MiCA³⁸, les prestataires de services liés aux crypto-actifs doivent divulguer de manière transparente les impacts environnementaux majeurs, notamment ceux liés au climat, ainsi que d'autres conséquences néfastes pour l'écosystème, résultant du processus de consensus employé pour la création de chaque crypto-actif couvert par leurs services.

En collaboration avec l'ABE, l'AEMF œuvre à la création de directives réglementaires sous forme de normes techniques visant à définir la méthodologie et la présentation des indicateurs de durabilité. Cette démarche tient compte de la diversité des mécanismes de consensus utilisés pour vérifier les transactions des actifs numériques, ainsi que des structures d'incitation associées, de leur empreinte énergétique, de leur utilisation des énergies renouvelables et des ressources naturelles, de leur production de déchets et de leurs émissions de gaz à effet de serre. Des normes régulièrement adaptées à l'évolution des technologies.

Les préférences de durabilité des clients seront à prendre en compte pour les actifs numériques assimilables à des instruments financiers en application de MIFID. Pour les autres actifs numériques et à date de publication de ce guide il n'existe aucune obligation de prise en compte des préférences de durabilité des clients.

La DLT offre de nouvelles sources de diversification de portefeuille via de nouvelles classes d'actifs. Cependant les investissements en actifs numériques vont nécessiter une évolution des processus existants. Le prochain chapitre mettra en lumière les défis et les points d'attention cruciaux, permettant ainsi aux sociétés de gestion et à leurs partenaires de mieux appréhender les évolutions opérationnelles induites par ces innovations.

³⁶⁾ Article 66 §5 et §6 du Règlement MiCA.

³⁷⁾ À l'exception des Titres III (jetons se référant à des actifs) et IV (jetons de monnaie électronique) qui entreront en application au 30 juin 2024.

³⁸⁾ Article 66 §5 et §6 du Règlement MiCA

IV. Conclusion

L'irruption de la blockchain dans le monde la finance a très vite envahi l'espace médiatique, suscitant tout à la fois suspicion, craintes mais aussi espoirs de la part de tous les acteurs (régulateurs, intermédiaires, émetteurs, nouveaux entrants et *in fine*, consommateurs et épargnants).

Ce faisant, elle a déclenché une vague d'innovations sans précédent faisant potentiellement bouger les lignes entre intermédiaires financiers traditionnels et nouveaux entrants (s'appuyant sur leur agilité à proposer des produits et services utilisant la DLT), sociétés de gestion et centralisateurs/agents de transferts (sur la tenue de compte émission), clients investisseurs et teneurs de comptes (sur la tenue de compte titres). Elle a également conduit les autorités à repenser une partie de la réglementation pour accompagner ces évolutions tout en continuant à protéger les investisseurs et à préserver l'intégrité des marchés.

Pour autant, si aujourd'hui le champ des possibles est désormais largement ouvert et en partie balisé, le fait est que l'adoption massive de la DLT par les acteurs des marchés financiers n'est pas encore avérée, fragilisant les efforts des promoteurs d'initiatives DLT et la viabilité à long terme de l'écosystème qui a commencé à émerger.

Ainsi, tout l'enjeu est dorénavant celui de la transition du stade de l'expérimentation à celui de l'industrialisation, vers une adoption complète de la DLT, notamment par les participants qui sont aux deux bouts de la chaîne, les émetteurs et les investisseurs.

De ce point de vue, l'offre d'actifs numériques représentant des instruments financiers est encore trop marginale pour permettre aux sociétés de gestion d'envisager de déployer de la gestion investie en *security tokens*. L'entrée en application du régime pilote devrait permettre la multiplication des émissions d'instruments financiers tokenisés et la conversion sous forme de tokens d'une partie des titres déjà émis, mais il faudrait pour cela que :

- ▶ les opérateurs d'infrastructures de marché (marchés réglementés, systèmes multilatéraux de négociation) et de post-marché (dépositaires centraux, chambres de compensation et systèmes de règlement et de livraison) donnent rapidement de la visibilité à tous les participants sur les conditions/modalités par lesquelles les instruments financiers tokenisés pourront être négociés et faire l'objet de règlement-livraison dans leurs infrastructures, notamment pour l'adaptation éventuelle de leurs outils et interfaces ;
- ▶ la Place de Paris travaille à la mise en valeur pour les émetteurs des avantages de cette forme de titres pour lever des capitaux (registres nominatifs permettant de faciliter l'identification de leurs actionnaires et créanciers ; puissance d'exécution automatique des opérations sur titres via les smart contrats ; possibilité pour les investisseurs de récupérer directement et sans frais via les smart contrats toutes les caractéristiques des titres achetés, en particulier ESG ;
- ▶ les transactions sur instruments financiers tokenisés puissent bénéficier de mécanismes simultanés de règlement contre livraison analogues à ceux existants dans les systèmes de post-marché traditionnels, pour tirer parti pleinement et sans risque opérationnel de l'instantanéité des transferts de propriété via la blockchain. À cet égard, il est très important que les travaux conduits par les banques centrales pour définir les modalités de mise à disposition d'actifs de règlements numériques en monnaie de banque centrale ou en monnaie commerciale, ou en panier d'actifs numériques, puissent aboutir rapidement.

Au-delà de la tokenisation des instruments financiers cotés, le développement du recours au mécanisme de tokenisation pour les actifs réels sera également déterminant pour faciliter leur financement et accroître leur liquidité.

Enfin, indépendamment de cet élargissement attendu de l'offre d'actifs digitalisés, plusieurs autres évolutions seront clés pour les sociétés de gestion elles-mêmes :

- ▶ à l'actif d'abord, celle de la réglementation OPCVM pour :
 - confirmer l'éligibilité des instruments financiers tokenisés (sans plafond par rapport à l'actif net) ;
 - autoriser l'exposition directe ou indirecte des OPCVM à toute ou partie des crypto-actifs régulés par le règlement MiCA.
- ▶ celle également de la réglementation AIFM, pour étendre aux FIA non réservés aux professionnels la possibilité de s'exposer directement en crypto-actifs régulés par le règlement MiCA ;
- ▶ au passif ensuite, la véritable révolution serait la possibilité de capitaliser sur les atouts de la DLT pour compléter le marché des OPC (qui fonctionne aujourd'hui exclusivement au primaire) par un marché secondaire des parts d'OPC qui permettrait d'améliorer les conditions de liquidité des produits, celles-ci ne dépendant plus de la seule capacité du gérant à céder des actifs dans le marché pour rembourser les investisseurs :
 - pour les OPC investis dans des actifs d'ordinaire facilement négociables, cette faculté viendrait diminuer la pression sur les prix des actifs à céder en cas de grave crise sur les marchés, et réduire le besoin de recourir à d'autres mécanismes de gestion de la liquidité tels que les *gates* par exemple ;
 - pour les OPC investis dans des actifs pour lesquels les transactions sont en général longues et complexes (l'immobilier, le *private equity*, certains prêts ou dettes), cette faculté permettrait de faire bénéficier les investisseurs de solutions de liquidité plus avantageuses que les rachats assortis de l'application de droits de sorties très élevés.
- ▶ enfin, concernant la distribution des parts de fonds, l'émergence d'une préférence des investisseurs et de leurs conseils pour la souscription de parts de fonds tokenisés accessibles à travers une ou plusieurs places de marché multi-marques en complément des canaux de distribution traditionnels pourrait conduire un nombre croissant de sociétés de gestion à y faire référencer toute ou partie de leurs produits.

L'histoire de la blockchain dans les services financiers (marchés de capitaux, gestion d'actifs et distribution) va donc continuer de s'écrire. Pour toutes ces raisons, il est d'ores et déjà prévu que le présent guide fera l'objet d'actualisations ultérieures, tant sur les évolutions réglementaires attendues que sur celles des pratiques du marché.

📖 V. Annexes

Annexe 1 - Lexique

Le présent Lexique vise à fournir des définitions indicatives pour faciliter la compréhension des concepts clés liés aux actifs digitaux. Il est important de noter que les définitions présentées ici sont celles qui ont été retenues par le Comité en charge de la rédaction du Guide. Cependant, il existe une multitude de définitions variées et nuancées concernant les actifs numériques, provenant de réglementations locales, de différentes doctrines et appels à consultation des régulateurs ainsi que de l'expérience des acteurs du secteur.

Il convient également de mentionner que MiCAR (*Markets in Crypto-Assets Regulation*) entré en vigueur le 29 juin 2023 et le DLT Pilot Régime entré en vigueur le 9 mars 2023, ont pour objectif de rationaliser et d'harmoniser ces définitions au niveau européen. Les définitions présentées dans ce Lexique sont donc principalement basées sur les orientations actuelles, mais elles sont susceptibles d'évoluer à mesure que ces nouvelles réglementations prendront effet.

Ainsi, les lecteurs sont encouragés à consulter les textes réglementaires pertinents et à se tenir informés des évolutions futures dans le domaine des actifs digitaux, car ces définitions sont sujettes à des modifications potentielles pour refléter les développements en cours.

■ ABE

Autorité Bancaire Européenne (*European Banking Authority - EBA*).

■ ACTIF NUMÉRIQUE

Selon l'article L. 54-10-1 du CMF, les actifs numériques comprennent :

1. Les jetons mentionnés à l'article L. 552-2, 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.

■ CRYPTO-ACTIF

Les crypto-actifs sont l'une des principales applications de la technologie des registres distribués. MiCA définit les « crypto-actifs » comme des représentations numériques de valeurs ou de droits susceptibles de procurer des avantages significatifs aux participants au marché, y compris aux détenteurs de détail de crypto-actifs.

Certains crypto-actifs, en particulier ceux qui sont qualifiés d'instruments financiers tels qu'ils sont définis dans la directive 2014/65/UE du Parlement européen et du Conseil³⁹, relèvent du champ d'application des actes législatifs existants de l'Union relatifs aux services financiers. Par conséquent, un ensemble complet de règles de l'Union s'applique déjà aux émetteurs de ces crypto-actifs et aux entreprises qui exercent des activités liées à ces crypto-actifs.

Il est important de noter qu'il existe une différence de périmètre entre la notion d'actif numérique en droit français et de crypto-actifs en droit européen, à titre d'exemple les *non-fungible token* (NFT) sont expressément exclus du périmètre du règlement MiCA. Ces différences entre ces deux notions sont en cours d'étude dans le cadre de travaux du Haut Comité Juridique de la Place financière de Paris (HCJP).

■ AEMF OU ESMA

Autorité Européenne des Marchés Financiers.

■ ALTCOINS

Gas coin/native token alternatifs au bitcoin, telles que le Litecoin et l'Ether.

³⁹⁾ Directive 2014/65/UE du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers et modifiant la directive 2002/92/CE et la directive 2011/61/UE (JO L 173 du 12.6.2014, p. 349).

■ AMF

Autorité des Marchés Financiers.

■ ARM (*Approved Reporting Mechanism*)

Plateforme spécifique qui a été autorisée et certifiée par l'AMF pour recevoir, traiter et transmettre des rapports et des informations liés à des activités financières et à des transactions sur les marchés financiers.

■ BITCOIN (BTC)

Jeton natif qui sécurise le réseau blockchain Bitcoin. Première monnaie électronique créée en 2009 par Satoshi Nakamoto.

■ BLOCKCHAIN ou *Distributed Ledger Technology* (DLT)

Dispositif d'enregistrement électronique partagé (DEEP) tel que défini par le régime pilote. Il s'agit d'un registre électronique qui conserve les données des transactions et qui est partagé et synchronisé entre un ensemble de nœuds du réseau d'utilisateurs, fonctionnant au moyen d'un mécanisme de consensus.

Les conditions d'accès au réseau et d'utilisation du registre déterminent si cette blockchain est publique, c'est-à-dire ouverte à tous, ou privée, c'est-à-dire réservée à certains utilisateurs.

- **Mécanisme de consensus** : ensemble des règles et procédures par lesquelles un accord est conclu entre les nœuds du réseau blockchain pour valider une transaction.
- **Nœud du réseau** : machine faisant partie d'un réseau pair à pair (voir ce terme), et qui contient une réplique intégrale ou partielle des enregistrements de toutes les transactions effectuées sur un registre distribué.
- **Protocoles de validation des blocs** : protocoles de validation des blocs : la validation de nouveaux blocs repose sur un algorithme de consensus (cf. ci-dessus). La méthode historique pour aboutir à ce type de consensus est la « preuve de travail » (*Proof of Work*). Cette méthode utilise un problème mathématique dont la solution permet de vérifier que le « mineur » a bien réalisé un travail. À mesure que de plus en plus de mineurs rejoignent le réseau, la difficulté des énigmes cryptographiques qu'ils doivent résoudre pour gagner de nouveaux crypto-actifs augmente. Il s'agit d'une fonctionnalité de conception intentionnelle visant à garantir que le temps moyen nécessaire pour ajouter un nouveau bloc reste constant. Au fil du temps, à mesure que les énigmes deviennent de plus en plus difficiles, les mineurs ont besoin d'un matériel plus puissant pour les résoudre dans un délai raisonnable : la résolution de la preuve nécessite une puissance de calcul informatique élevée, nécessitant un matériel perfectionné (et générant une importante consommation d'électricité).

Une solution pour éliminer ce problème a été de basculer sur un nouveau protocole de validation : la preuve d'enjeu ou preuve de participation (*proof of stake*), qui demande à l'utilisateur de prouver la possession d'une certaine quantité d'actifs numériques pour prétendre valider des blocs supplémentaires. L'un des inconvénients majeurs de la *proof of stake* est qu'un acteur peut finir par posséder la majorité des tokens d'une blockchain, devenant ainsi capable d'agir de mauvaise foi avec le pouvoir de modifier ou de valider des blocs ne représentant pas les transactions réelles.

Afin d'éliminer ces risques, un troisième protocole de validation a été développé : la preuve d'autorité (*proof of authority*). Il s'agit désormais du protocole de choix pour les blockchains réglementées centralement, ou les blockchains privées et les blockchains qui sont utilisées dans la finance et d'autres secteurs comme grands livres sans le concept de monnaie électronique en circulation. Dans ce mécanisme de consensus les utilisateurs gagnent le droit de devenir des validateurs, ce qui les incite à conserver la position qu'ils ont acquise. En associant une réputation à l'identité, les validateurs sont incités à respecter le processus de transaction. Dans un système *proof of authority*, les validateurs sont généralement des entités connues et fiables, souvent soumises à une vérification d'identité réelle. Cela permet un environnement plus contrôlé, ce qui peut être préférable pour certains cas d'utilisation, tels que les consortiums d'entreprises où les participants sont des entités connues comme des entreprises ou des agences gouvernementales.

■ CENTRALIZED EXCHANGE (CEX)

Ou Exchanges Centralisés en français, est une plateforme d'échange de monnaie électronique et d'actifs numériques où les transactions et la conservation se déroulent de manière centralisée de type Binance, Coinbase, Kraken parmi d'autres.

■ CMF

Code Monétaire et Financier

■ COIN

Unité numérique native d'un système crypto-économique (ex. Bitcoin)⁴⁰.

■ CONSERVATION

Conservation traditionnelle des actifs (qui repose sur la maîtrise par le conservateur du dispositif technique de conservation ce qui justifie l'obligation de restitution).

■ CONTRAT FINANCIERS

Accord légal qui englobe divers types de transactions, y compris les contrats d'option, les contrats à terme, les contrats d'échange, les accords de taux futurs et d'autres contrats liés à des instruments financiers, des devises, des taux d'intérêt, des matières premières, des indices financiers, des mesures financières, des variables climatiques, des tarifs de fret, des taux d'inflation, et d'autres statistiques économiques officielles.

■ CSDR

Central Securities Depository Regulation.

■ DECENTRALIZED AUTONOMOUS ORGANIZATION (DAO)

Composante usuelle (mais pas systématique) des protocoles DeFi, visant à en organiser la gouvernance ; elle est définie habituellement par la communauté des détenteurs de jetons de gouvernance, les *smart contracts* qui régissent ses règles de fonctionnement et les actifs qu'elle contrôle (*treasury* du protocole).

■ DECENTRALIZED EXCHANGE (DEX)

Un DEX, ou Decentralized Exchange en anglais, est une plateforme d'échange de monnaie électronique qui fonctionne sans intermédiaire de confiance. Contrairement aux plateformes d'échanges centralisées, qui sont contrôlés par une autorité, les DEX sont construits sur des protocoles décentralisés qui permettent aux utilisateurs de trader directement entre eux sans avoir besoin d'un tiers de confiance.

Le fonctionnement d'un DEX repose sur l'utilisation de *smart contracts*. Ce sont des lignes de codes stockées sur la blockchain qui s'exécutent automatiquement de manière autonome. Les *smart contracts* permettent de créer des conditions d'échange prédéfinies entre les différentes parties et de garantir que ces conditions sont respectées de manière automatique et transparente.

■ DECENTRALIZED FINANCE (DEFI)

La Finance Décentralisée (DeFi) constitue un environnement financier concurrentiel, ouvert, modulable et exempt de mécanismes de contrôle, édifié sur une technologie opérant sans besoin d'une entité centrale et dépourvue de filet de sécurité. Elle repose sur des protocoles financiers qui prennent la forme de « contrats intelligents » et fonctionnent sur un réseau informatique pour gérer automatiquement les transactions financières.

■ DEFI AGGREGATOR

Un agrégateur de DeFi est une plateforme qui collecte des informations provenant de différents protocoles de DeFi et les intègre dans une interface unique, ce qui permet aux utilisateurs d'effectuer des tâches autrement complexes en se connectant simultanément à plusieurs protocoles.

■ DISPOSITIF D'ENREGISTREMENT ELECTRONIQUE PARTAGÉ (DEEP)

Dénomination française de la technologie de registre distribué décentralisé (ou DLT pour *Distributed Ledger Technology*).

■ DLT CSD (CENTRAL SECURITIES DEPOSITORY)

Dépositaire central de titres exploitant un système de règlement DLT.

■ DLT MTF (*Multilateral Trading Facility*)

Système multilatéral de négociation permettant l'échange de *security tokens*.

⁴⁰) AFG – *Livre Blanc « Innovations technologiques, quelles stratégies pour les sociétés de gestion »*

■ DLT SS (*Settlement System*)

Système de règlement basé sur le DLT.

■ ETHEREUM

Protocole d'échanges décentralisés, publique et open-source.

Ethereum est un protocole qui permet l'exécution automatique d'opérations (via les *smarts contracts* et le déploiement d'applications décentralisées (dApps) en utilisant l'Ether (ETH).

■ ETHEREUM REQUEST FOR COMMENT (ERC)

Les normes « *Ethereum Request for Comment* » (ERC) sont des normes techniques utilisées pour développer de nouveaux jetons basés sur Ethereum et toute blockchain tournant sur EVM.

Les demandes de commentaires Ethereum (ERC) sont similaires aux propositions d'amélioration Bitcoin (BIP), dans le sens où elles sont utilisées pour proposer de nouveaux changements de protocole ou de nouvelles normes au réseau. Les ERC sont discutés au sein de la communauté Ethereum sur Github, puis mis en œuvre et publiés s'ils sont acceptés par les principaux développeurs d'Ethereum et la communauté au sens large.

■ GAFI

Groupe d'Action Financière.

■ INSTRUMENT FINANCIER DLT ou *Security Token*

Instruments financiers tels que définis au sein de l'article L211-1 du Code monétaire et financier, à la différence que ces derniers sont enregistrés sur une blockchain/un dispositif d'enregistrement partagé.

■ JETON NATIF ou *Native Token*

Un jeton est dit natif lorsqu'il est exécuté directement sur la blockchain qui l'émet et sur laquelle il peut être échangé. Indispensable au fonctionnement de cette blockchain, il tire sa valeur de son utilité (paiement des frais de transactions, rémunération du travail des mineurs pour l'inscription des opérations dans ladite blockchain - exemple : le Bitcoin est un token natif de la blockchain Bitcoin).

Hormis les tokens natifs, les autres tokens sont issus de l'exécution de smart contracts et sont des unités de valeur représentant sous forme numérique des actifs existants en dehors des blockchains sur lesquels ils sont échangés sans duplication.

■ LCB-FT

Lutte contre le blanchiment et le financement du terrorisme.

■ MICA

Markets in Crypto Assets.

■ MIFID

Markets in Financial Instruments Directive.

■ NON FONGIBLE TOKEN (NFT)

Jeton cryptographique unique et non interchangeable.

■ NON-NATIF TOKEN

Contrairement aux jetons natifs qui sont intrinsèquement associés à la blockchain sur laquelle ils opèrent (comme l'Ether sur Ethereum), les jetons non natifs sont créés et fonctionnent au-dessus d'une autre blockchain existante en utilisant des protocoles tels que ERC-20, ERC-721, ou d'autres standards de contrat intelligent.

■ OFF-CHAIN

Activités ou données stockées en dehors de la blockchain, mais qui peuvent tout de même être référencées à partir de celui-ci.

■ ON-CHAIN

Activités ou données stockées et référencées sur la blockchain.

■ ORACLE

Entité transportant des informations du monde physique vers des *smart contracts*. Il fait le lien entre le monde physique et une blockchain, et permet aux *smart contracts* de ne pas être limités aux informations internes à la blockchain.

■ PRESTATAIRE DE SERVICES SUR ACTIFS NUMÉRIQUES (PSAN)

Un PSAN fournit différents services liés à l'investissement en crypto-actifs. Pour fournir certains services (conservation, achat-vente de crypto-actifs contre monnaie ayant cours légal, échange de crypto-actifs contre d'autres crypto-actifs, plateforme de négociation), un PSAN doit obligatoirement obtenir l'enregistrement auprès de l'AMF, après avis conforme de l'ACPR. Un PSAN peut par ailleurs demander à l'AMF un agrément, optionnel, plus exigeant et protecteur pour l'investisseur, qui lui permet notamment de démarcher des clients.

■ CRYPTO ASSET SERVICE PROVIDER (CASP)

Le règlement MiCA prévoit un agrément obligatoire pour les prestataires fournissant des services sur crypto-actifs (PSCA), dont les exigences sont proches de l'agrément optionnel du régime français. Les prestataires qui seront agréés en application du règlement MiCA pourront bénéficier du passeport européen et fournir leurs services dans tous les pays de l'UE.

■ RG AMF

Règlement général de l'Autorité des Marchés financiers.

■ SMART CONTRACT

Protocole informatique qui facilite, vérifie et exécute des transactions. Ces programmes informatiques ne sont pas « intelligents », dans le sens où ils ne modifient pas leur comportement au fil du temps, mais se bornent au contraire à exécuter un code lorsque sont remplies des conditions prédéfinies. Les *smart contracts* ne constituent pas toujours non plus des contrats, au sens juridique du terme.

■ STABLECOIN

Crypto-actifs ayant pour objectif de maintenir une valeur stable par référence à une monnaie officielle (ou un panier de ces monnaies), à d'autres droits ou actifs du monde réel, ou encore par référence à d'autres crypto-actifs. Les *stablecoins* peuvent être émis et gérés par des entités centralisées – c'est le cas des plus importants d'entre eux actuellement. Ils peuvent aussi être émis par des applications DeFi ; leurs règles d'émission sont alors inscrites dans des *smart contracts* et leur gestion assurée par ces automates. Deux modèles de *stablecoins* décentralisés existent : des *stablecoins* collatéralisés, émis en contrepartie des dépôts (comme pour les *stablecoins* centralisés) ; des *stablecoins* « algorithmiques », reposant sur l'adaptation dynamique de l'offre de jetons.

■ TCC

Teneur de compte conservateur.

■ TCE

Teneur de compte émission.

■ TOKEN

Unité numérique non native de valeur symbolisant un actif, un droit ou une utilité. Il est émis en relation avec une application qui utilise habituellement une technologie de type DLT et peut se manifester sous différentes formes.

■ TOKENISATION

Processus permettant de rattacher les droits d'un titre financier à un jeton numérique enregistré sur un DEEP.

■ WEB 3

Web3 fait référence à l'utilisation de la DLT pour décentraliser et améliorer l'infrastructure actuelle d'internet. Il envisage un internet plus ouvert et plus sûr qui permet aux utilisateurs de contrôler leurs propres données et élimine le besoin d'une autorité centrale.

L'idée a été introduite pour la première fois par Tim Berners-Lee, l'inventeur du World Wide Web. Il a évoqué le concept de « Web sémantique », qui devrait être capable de traiter et d'analyser toutes les données disponibles sur le Web, y compris le contenu, les liens et les échanges d'informations entre les personnes et leurs ordinateurs.

Annexe 2 - Cadre réglementaire applicables et évolutions à prévoir

La loi du 22 mai 2019 relative à la croissance et la transformation des entreprises, dite loi « PACTE » (Plan d'action pour la croissance et la transformation des entreprises) a introduit en France le statut de prestataire en services sur actifs numériques (« PSAN »). Elle propose la définition des actifs numériques, les distingue du « jeton numérique » (token) et consacre une importante partie aux levées de fonds via *Initial Coin Offerings (ICO)*.

Le règlement MiCA, quant à lui, pose un cadre réglementaire européen pour les marchés de crypto-actifs. L'adoption du règlement MiCA s'inscrit dans la volonté européenne d'apporter une sécurité juridique et établir des règles claires pour l'utilisation des crypto-actifs⁴¹. Parmi les principaux domaines couverts par le règlement se trouve l'encadrement de la fourniture de services sur crypto-actifs par des prestataires.

Afin d'assurer cette harmonisation poussée, le Règlement définit les « crypto-actifs »⁴² comme « une représentation numérique d'une valeur qui n'est pas émise ou garantie par une banque centrale, 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 ».

Dans une volonté de préparer l'arrivée du règlement MiCA, la loi du 9 mars 2023 dite DDADUE prévoit une évolution des règles applicables aux acteurs souhaitant exercer la profession de PSAN. La loi modifie trois points clés, à savoir : le passage de l'enregistrement simple obligatoire à l'enregistrement renforcé obligatoire (articles 8 et 9), un renforcement des compétences de l'ACPR et de l'AMF, un pouvoir de contrôle de l'AMF sur les PSAN « enregistrés renforcés » pour les obligations prévues aux §5 et §6 du même article L. 54-10-4 du CMF.

Les nouvelles obligations s'appliqueront ainsi aux prestataires dont le dossier n'a pas été considéré comme complet par l'AMF au 30 juin 2023. La transition concernant les régimes applicables aux PSANs s'articule ainsi de la manière suivante :

- ▶ **30 juin 2023** : date finale des enregistrements simples avec des dossiers complets
- ▶ **1^{er} janvier 2024** : entrée en vigueur des enregistrements renforcés. Régime qui s'applique à tous les acteurs qui auront déposé un dossier après le 30 juin 2023 ou dont le dossier n'a pas été considéré comme complet jusqu'au 30 juin 2023.

Une période transitoire de 18 mois après la date d'entrée en application est prévue par le règlement⁴¹ pour permettre aux PSAN (futurs PSCA ou CASP sous MiCA) fournissant leurs services conformément au droit national⁴³ applicable de se conformer aux nouvelles exigences et obtenir un agrément conformément à l'article 55 du Règlement MiCA.

Pour les PSANs déjà enregistrés, l'AMF a fait part du processus de réflexion mené conjointement avec les autres acteurs du secteur afin de développer un éventuel agrément facilité (*Fast Track*) modulaire entre le statut de PSAN et le statut de CASP dans MiCA⁴⁵, conformément aux dispositions de l'article 143 §3 du Règlement.

Voir frise chronologique pages suivantes.

⁴¹) Préambule du Règlement MiCA.

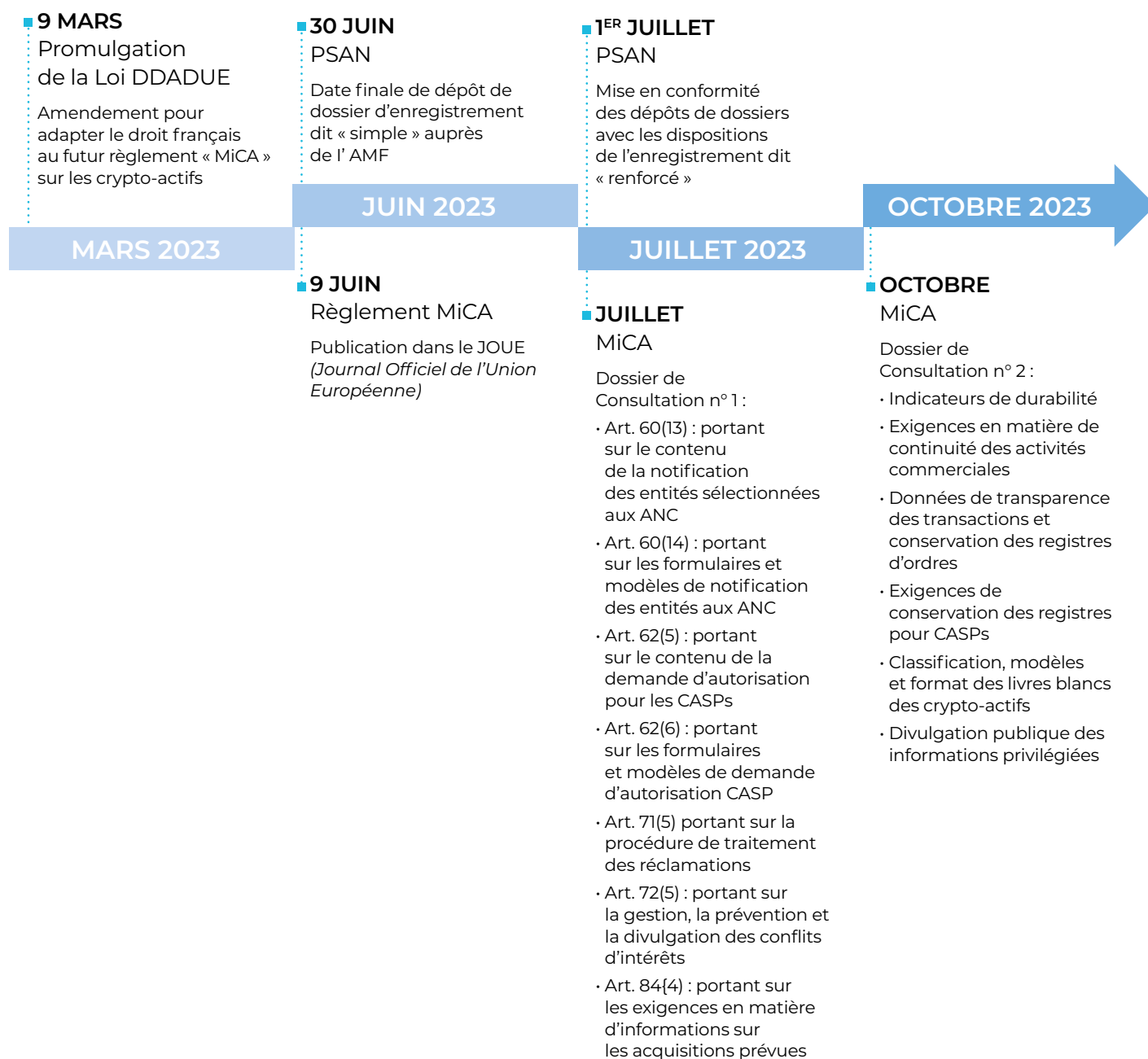
⁴²) La notion se rapprochant le plus en droit français étant celle d'actif numérique, plus étroite que celle retenue par le règlement, étant considéré comme « tout instrument contenant sous forme numérique des unités de valeur non monétaires pouvant être conservées ou être transférées dans le but d'acquies un bien ou un service, mais ne représentant pas de créance sur l'émetteur ».

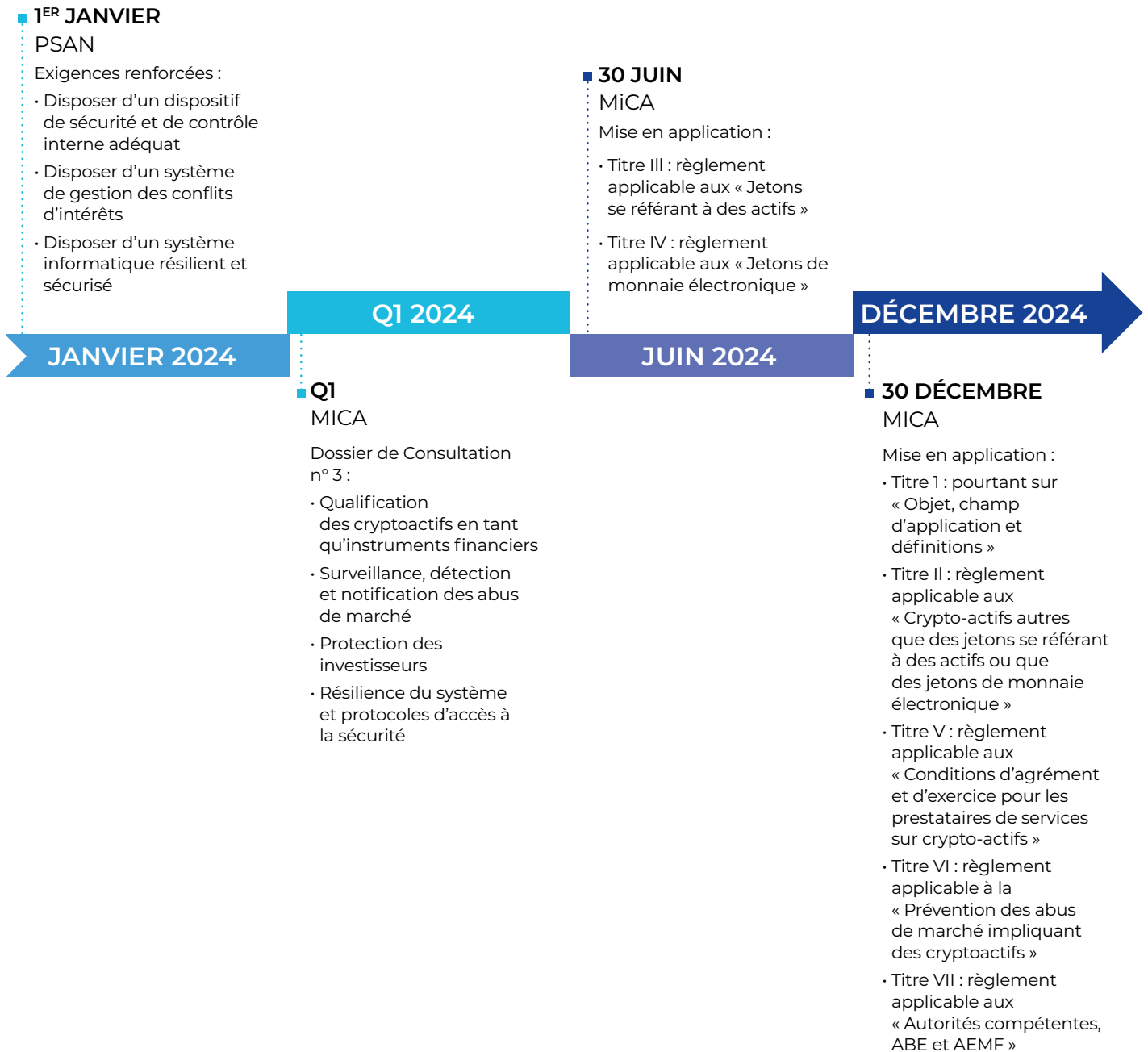
⁴³) Article 123 du Règlement MiCA.

⁴⁴) Dans le cas de la France, il s'agirait des PSAN déjà enregistrés auprès de l'AMF.

⁴⁵) Perrine CATHALO, Règlement « MiCA » : l'AMF accompagne la transition du cadre français vers le cadre européen, *Lexbase Affaires* n°755 du 27 avril 2023 : Droit financier.

Schéma 9 - Calendrier réglementaire national et européen au sujet des actifs digitaux





**Application du Règlement MiCA
Réglementation EU**

Annexe 3 – Impacts sur le programme d'activité de la société de gestion : exemples de rédaction

Méthode :

Cette évaluation d'impact est indicative et repose sur une évaluation interne réalisée par les membres du groupe de travail ayant rédigé ce guide. Cette analyse est le fruit de leurs expériences et de leurs analyses respectives. Il est important de souligner que cette évaluation d'impact est basée sur les informations disponibles au moment de sa réalisation. Les résultats présentés ne sont pas des prédictions absolues, mais plutôt des estimations fondées sur les connaissances et les compétences de notre comité.

Par conséquent, cette évaluation indicative d'impact peut varier selon les perspectives individuelles de nos membres et s'adapter naturellement à l'organisation de chacun d'entre eux. Nous tenons à souligner que cette évaluation ne remplace en aucun cas une étude complète et détaillée, réalisée par des professionnels spécialisés dans le domaine. Elle vise simplement à fournir une première analyse à vocation éducative de la thématique abordée.

Nous vous encourageons à utiliser ces résultats comme un point de départ pour approfondir votre compréhension de la question et à consulter d'autres sources d'informations pertinentes. L'évaluation indicative d'impact ne doit pas être considérée comme une vérité absolue, mais plutôt comme un outil parmi d'autres pour éclairer votre prise de décision.

1. ACTIVITÉS, SOUS-JACENTS ET GRILLE D'AGRÈMENT

#	Nom de la section	Impact sur le programme d'activité	
		Actifs numériques	Instruments financiers DLT (<i>security tokens</i>)
2.A	Activités de la société de gestion	Fort	Modéré

Exemple d'Actifs numériques

PÉRIMÈTRE		
Typologie des instruments utilisés et marchés d'intervention	Stratégie suivie	Clientèle cible et nature des véhicules utilisés
<p>Autres</p> <p><i>Typologie des instruments utilisés :</i></p> <ul style="list-style-type: none"> Actifs numériques au sens de l'article L. 54-10-1 du Code monétaire et financier : <ul style="list-style-type: none"> (La liste peut être plus ou moins précise en limitant l'agrément à certains actifs numériques ou certaines catégories d'actifs numériques) <p><i>Marchés d'intervention :</i></p> <ul style="list-style-type: none"> Plateformes d'échanges d'actifs numériques (préciser zones géographiques, licences et agréments, et autres informations pertinentes). Gré à gré 	(Préciser)	(Préciser)

Exemple Instruments Financiers DLT

PÉRIMÈTRE		
Typologie des instruments utilisés et marchés d'intervention	Stratégie suivie	Clientèle cible et nature des véhicules utilisés
<p>Instruments parmi les « B - Instruments autorisés »</p> <p>Typologie des instruments utilisés :</p> <ul style="list-style-type: none"> • À définir <p>Marchés d'intervention :</p> <ul style="list-style-type: none"> • Système multilatéral de négociation DLT : (préciser) • Système de négociation et de règlement DLT : (préciser) • Cré à gré* • Autres : (préciser) 	(Préciser)	(Préciser)

2. ACTIVITÉS ACCESSOIRES

#	Nom de la section	Impact sur le programme d'activité	
		Actifs numériques	Instruments financiers DLT (<i>security tokens</i>)
2.B	Activités accessoires	Faible à Fort	Faible

L'AMF requiert des informations précises relatives aux actifs, aux stratégies déployées, aux lieux de conservation, aux contreparties engagées et aux marchés impliqués. Ces éléments revêtent une importance capitale et constituent une étape formelle d'une importance cruciale à remplir. La collecte exhaustive de ces données détaillées demeure impérative préalablement à la soumission du dossier auprès de l'AMF.

Parmi les services accessoires mentionnés dans la Section 2.B, les services suivants peuvent être proposés par la société de gestion :

- ▶ Gestion de mandats civils - ce service englobe :
 - **la gestion discrétionnaire et personnalisée de portefeuilles comprenant :**
 - un ou plusieurs actifs numériques, dans le cadre d'un mandat donné par un client.
 - des actifs réels tokenisés ne répondant pas à la définition de *security token* (par exemple, dans l'immobilier ou la sélection de créances), tandis que la gestion de portefeuilles d'instruments financiers tokenisés est traitée dans le service MIFID de « gestion de portefeuilles d'instruments financiers » (section 2.a).
- ▶ Autres :
 - **Conseil aux souscripteurs d'actifs numériques :** fournir des recommandations personnalisées à un tiers, que ce soit à sa demande ou à l'initiative du prestataire de conseil, concernant un ou plusieurs actifs numériques ;
 - **Réception et transmission d'ordres sur des actifs numériques** (pour les sociétés de gestion entièrement soumises à l'AIFM) : recevoir et transmettre des ordres d'achat ou de vente d'actifs numériques pour le compte d'un client.

En fonction des services accessoires proposés par la société de gestion, l'impact sur le programme d'activité sera variable.

L'entrée en vigueur de MiCA pourra modifier la place des services dans les sections 2A et 2B.

3. CONFLITS D'INTÉRÊTS

#	Nom de la section	Impact sur le programme d'activité	
		Actifs numériques	Instruments financiers DLT (<i>security tokens</i>)
2.I	Conflits d'intérêts	Faible	Faible

Le dispositif de prévention, détection, gestion et classification des conflits d'intérêts (potentiels ou avérés) n'est en principe pas dépendant de la typologie des actifs gérés. Par conséquent, l'impact sur cette section du programme d'activité reste faible.

4. POLITIQUE DE RÉMUNÉRATION

#	Nom de la section	Impact sur le programme d'activité	
		Actifs numériques	Instruments financiers DLT (<i>security tokens</i>)
2.K	Politique de rémunération	Faible	Faible

Pas d'impact identifié.

5. COMMERCIALISATION

#	Nom de la section	Impact sur le programme d'activité	
		Actifs numériques	Instruments financiers DLT (<i>security tokens</i>)
2.L	Commercialisation	Faible	Faible

Pas d'impact identifié.

6. POSITIONNEMENT INTERNATIONAL

#	Nom de la section	Impact sur le programme d'activité	
		Actifs numériques	Instruments financiers DLT (<i>security tokens</i>)
2.M	Positionnement international	Faible	Faible

Pas d'impact identifié.

Annexe 4 – Cadre réglementaire applicables aux prestataires de l'OPC

	ACTIFS NUMÉRIQUES	INSTRUMENTS FINANCIERS DLT
DOCTRINE	<p>L'activité de conservation d'actifs numériques est réglementée par l'Autorité des marchés financiers (AMF), les opérateurs ayant le statut de prestataires de services sur actifs numériques (PSAN). Sur option, l'AMF délivre aux PSAN un agrément relatif à leurs prestations, sur base de critères de bonne gestion.</p> <p>Le règlement ANC 2020-05 reprend quatre de ces critères de gestion (Article 629-1) :</p> <ul style="list-style-type: none"> • ségrégation effective des actifs numériques conservés pour le compte de tiers ; • non-usage des actifs numériques conservés sans l'accord exprès des clients ; • les transactions d'un client résultent d'une multi-validation ; • engagement sur les moyens nécessaires à la restitution des accès aux actifs numériques conservés. <p>Les actifs numériques ou les accès à des actifs numériques, le cas échéant sous la forme de clés cryptographiques privées, mentionnés au 1° de l'article L. 54-10-2 du code monétaire et financier et conservés par le prestataire ne sont pas en conséquence inscrits à l'actif de son bilan.</p> <p>En cas de non-respect de l'un des critères, les actifs numériques conservés sont comptabilisés à l'actif du bilan, par contrepartie d'une dette de restitution.</p>	<p>Le HCJP, dans son rapport du 27 novembre 2020⁴⁶, précisait que :</p> <ul style="list-style-type: none"> • titres financiers digitaux ne pouvant pas être qualifiés de titres au porteur, ils ne peuvent pas être inscrits sur un compte tenu par un teneur de compte-conservateur. En l'état actuel du droit, il n'existe par conséquent aucune obligation de restitution à la charge de l'intermédiaire auquel un propriétaire déléguerait la gestion de ses titres financiers digitaux ; • l'absence d'obligation de restitution est d'autant plus logique lorsque les titres financiers digitaux sont inscrits dans une blockchain publique, c'est-à-dire un dispositif informatique avec lequel l'intermédiaire peut interagir, mais qu'il ne peut pas contrôler ; • les titres financiers nominatifs sont exclus de l'obligation de conservation à la charge d'un dépositaire d'OPC, à moins que les titres ne soient inscrits en compte au nom du dépositaire pour le compte de l'OPC dans les livres d'un teneur de registre (ce qui n'est pas à ce jour la pratique du marché français, contrairement au marché luxembourgeois par exemple).

⁴⁶ *Rapport sur les titres financiers digitaux* (« security tokens ») du Haut Comité Juridique de la Place Financière de Paris, le 27 novembre 2020.

Annexe 5 – Cadre réglementaire de la Loi PACTE : régime PSAN

1. LES ACTEURS : AUTORISATION PRÉALABLE ?

Un acteur peut être considéré comme un PSAN s'il fournit au moins l'un des services sur actifs numériques mentionnés à l'article L. 54-10-2 du CMF. Selon les services fournis, un acteur peut soit :

- ▶ être enregistré PSAN : procédure d'enregistrement supervisée par l'AMF ;
- ▶ être agréé PSAN : procédure d'agrément optionnel supervisée par l'AMF.

Ces procédures peuvent être cumulées. En France, à fin août 2023, 87 PSAN sont enregistrés auprès de l'AMF, seul un PSAN a été agréé.

Type de service	Procédure AMF
La conservation d'actifs numériques pour le compte d'un client	Statut PSAN avec enregistrement obligatoire auprès de l'AMF
Le service d'achat ou de vente d'actifs numériques en monnaie ayant cours légal	Statut PSAN avec enregistrement obligatoire auprès de l'AMF
Le service d'échange d'actifs numériques contre d'autres actifs numériques	Statut PSAN avec enregistrement obligatoire auprès de l'AMF
L'exploitation d'une plateforme de négociation d'actifs numériques	Statut PSAN avec enregistrement obligatoire auprès de l'AMF
La réception et la transmission d'ordres sur actifs numériques, soit le fait de recevoir et de transmettre des ordres d'achat ou de vente portant sur des actifs numériques pour le compte d'un client	Statut PSAN avec enregistrement non-obligatoire auprès de l'AMF
La gestion de portefeuille d'actifs numériques, c'est-à-dire, le fait de gérer, de façon discrétionnaire et individualisée, des portefeuilles incluant un ou plusieurs actifs numériques dans le cadre d'un mandat donné par un client	Statut PSAN avec enregistrement non-obligatoire auprès de l'AMF
Le conseil aux souscripteurs d'actifs numériques	Statut PSAN avec enregistrement non-obligatoire auprès de l'AMF
La prise ferme d'actifs numériques, soit le fait d'acquérir directement des actifs numériques auprès d'un émetteur d'actifs numériques, en vue de procéder à leur vente	Statut PSAN avec enregistrement non-obligatoire auprès de l'AMF
Le placement garanti d'actifs numériques qui consiste à rechercher des acquéreurs pour le compte d'un émetteur d'actifs numériques et de lui garantir un montant minimal d'achats en s'engageant à acquérir les actifs numériques non placés	Statut PSAN avec enregistrement non-obligatoire auprès de l'AMF
Le placement non garanti d'actifs numériques, soit rechercher des acquéreurs pour le compte d'un émetteur d'actifs numériques sans lui garantir un montant d'acquisition	Statut PSAN avec enregistrement non-obligatoire auprès de l'AMF

■ L'enregistrement : un préalable pour tout PSAN

L'enregistrement des PSAN est principalement conditionné au respect des exigences en matière de compétence et d'honorabilité de leurs actionnaires et dirigeants, des obligations en matière de lutte contre le blanchiment d'argent et le financement du terrorisme.

Pour constituer son dossier d'enregistrement auprès de l'AMF, il est nécessaire de transmettre à l'Autorité les informations suivantes :

- ▶ l'identité des personnes assurant la direction effective et des personnes physiques détenant soit plus de 25 % du capital ou des droits de vote du prestataire de service soit exerçant un pouvoir de contrôle sur ce prestataire ;

- ▶ une attestation des personnes mentionnées ci-dessus déclarant n'avoir fait l'objet d'aucune interdiction mentionnée à l'article L. 500-1 du CMF ;
- ▶ une attestation par ces personnes de la possession des connaissances et compétences suffisantes pour exercer leurs fonctions ;
- ▶ et d'autres informations complémentaires spécifiques à certains services.

Dans le cadre de la procédure d'enregistrement, l'AMF doit recueillir l'avis conforme de l'ACPR, qui a trois mois pour donner sa réponse. Enfin, dans un délai de six mois à compter de la réception du dossier, la décision de l'AMF doit être notifiée au demandeur.

■ L'agrément : une procédure avec des exigences renforcées

Dans l'éventualité où le PSAN ne fournirait aucun des quatre services soumis à enregistrement, il est toujours possible d'obtenir un agrément optionnel de l'AMF. Conformément à l'article L. 54-10-5 du CMF⁴⁷, le PSAN peut obtenir un agrément s'il exerce un ou plusieurs services sur actifs numériques, et sous réserve que la société soit établie en France.

Cependant, à partir du 1^{er} janvier 2024, en application de la loi DDADUE, les PSAN devront désormais disposer d'un dispositif de sécurité et de contrôle interne adéquat, d'un système de gestion des conflits d'intérêts, et d'un système informatique résilient et sécurisé. Ceux fournissant des services de conservation pour le compte de tiers d'actifs numériques devront établir une politique de conservation, et ségréguer les détentions pour le compte de leurs clients de leurs propres détentions.

2. MODALITÉS D'AGRÉMENT OPTIONNEL

Les modalités d'enregistrement pour l'agrément optionnel requièrent tout de même certaines obligations en matière d'organisation, de conduite de l'activité et de ressources financières doivent être respectées. À ce titre, le PSAN doit, entre autres :

- ▶ disposer d'une assurance responsabilité civile professionnelle ou de fonds propres minimum
- ▶ avoir au moins un dirigeant effectif ;
- ▶ avoir des moyens humains et techniques suffisants ;
- ▶ avoir d'un dispositif de contrôle interne ;
- ▶ avoir une procédure de traitement des réclamations ;
- ▶ avoir des procédures pour lutter contre le blanchiment et le financement du terrorisme ;
- ▶ communiquer une information claire aux clients ;
- ▶ signer une convention avec le client ;
- ▶ respecter des exigences spécifiques aux services fournis.

Le dossier nécessaire à l'obtention de l'agrément PSAN doit contenir les éléments suivants :

- ▶ des informations à caractère général (notamment le nom ou dénomination sociale, la forme sociale, l'adresse de l'établissement, la liste des services sur actifs pour lesquels l'agrément est sollicité, une copie des documents de constitution de la société...);
- ▶ l'identité des actionnaires, directs et indirects, personnes physiques ou morales, détenant au minimum 10 % du capital ou des droits de vote (ou toute autre influence notable sur la gestion de l'entreprise) ;
- ▶ certaines informations à caractère financier :
 - une attestation d'assurance et le contrat d'assurance civile professionnelle ;
 - d'autres informations spécifiques à certains services.

Une fois reçue la demande d'agrément, l'AMF va alors procéder à son instruction et solliciter l'avis de l'Agence nationale de la sécurité des systèmes d'information, qui doit rendre sa décision dans un délai de deux mois. L'AMF doit notifier sa décision au demandeur dans un délai de six mois.

⁴⁵) Article L. 54-10-5 du CMF.

Annexe 6 – Modalités d'application du règlement MiCA

Au sens de MiCA, un crypto-actif pourra être qualifié d'instrument financier s'il présente les caractéristiques et la substance des valeurs mobilières (incluant les titres financiers) tels que définis par la Section C de l'annexe 1 de la directive MIF2 et l'article 2(a) du règlement UE/2017/1129 dit règlement Prospectus 2. À cet égard, le travail de l'ESMA chargée de proposer à la Commission les mesures de second niveau (appelées RTS) précisant dans quelles hypothèses un crypto-actifs sera qualifié d'instrument financier, sera déterminant.

En effet, les jetons utilitaires émis dans le cadre d'ICO pour la levée de capitaux peuvent incorporer des droits proches voire identiques à ceux d'un titre financier (droit aux dividendes, droit au capital, droit de gouvernance du véhicule juridique d'émission).

1. ACTEURS : AUTORISATION PRÉALABLE ? CLAUSE DE TRANSITION ?

Pour l'agrément CASP (ou PSCA) permettant d'offrir au public des jetons se référant à des actifs et la demande de leur admission à la négociation sur une plateforme de négociation de crypto-actifs, le règlement impose un délai de 3 mois aux régulateurs nationaux, à compter de la date de réception d'une demande complète, pour évaluer si l'aspirant émetteur satisfait aux exigences⁴⁸.

Pendant ce délai, l'autorité compétente a la possibilité de demander à l'aspirant émetteur toute information sur la demande, y compris sur le livre blanc.

Au terme de ce délai de trois mois, l'autorité compétente transmet son projet de décision et le dossier de demande à l'ABE, l'AEMF et à la BCE. Ces trois derniers et, le cas échéant, une banque centrale disposent ensuite d'un délai de deux mois pour rendre un avis non contraignant à l'autorité compétente qui prend ensuite une décision dans un délai d'un mois accordant ou refusant l'agrément⁴⁹.

2. BLACKLIST ÉTABLIE PAR L'ESMA

L'article 112 du règlement, octroie la possibilité à l'ABE d'émettre des alertes sur le fait que l'émetteur manque à ses obligations lorsqu'un émetteur de jetons de monnaie électronique d'importance significative a commis l'une des infractions prévues à l'annexe VI du Règlement. Cette publication intervient sur le site de l'ABE sous 10 jours à compter de la notification à l'émetteur.

Ainsi, l'Autorité Européenne des Marchés Financiers se voit désormais autorisée à dresser une liste noire se rapprochant d'une logique de « *name and shame* ».

3. PASSEPORT EUROPÉEN POUR LES CASP

L'objectif, à terme, est de créer l'environnement propice pour permettre aux prestataires ayant obtenu un agrément de proposer leurs services dans l'ensemble du territoire de l'Union grâce à la création d'un passeport européen leur évitant ainsi de présenter des demandes individuelles dans chaque pays de l'Union. Les articles 92 et suivants du règlement MiCA prévoient ainsi la compétence de l'Autorité Européenne des Marchés Financiers pour superviser les PSCA. L'AEMF sera aussi chargée de tenir un registre mentionnant l'ensemble des professionnels agréés.

4. AGRÉMENT EUROPÉEN TRÈS SIMILAIRE À L'AGRÉMENT FRANÇAIS

L'agrément prévu par MiCA n'est cependant pas une surprise pour la France. En effet, les conditions d'agrément prévues par le règlement présentent des fortes similitudes avec les exigences pour l'obtention de l'agrément optionnel prévu en son temps au travers de la Loi PACTE.

⁴⁸) Article 18 du Règlement MiCA.

⁴⁹) Dans les conditions mentionnées à l'article 18 §3 du Règlement MiCA.

Annexe 7 – Comparatif des statuts PSAN vs CASP

Le tableau ci-après reprend les principales obligations des PSAN/ CASP :

	PSAN / LOI PACTE	CASP / Règlement MiCA
LCBFT	<ol style="list-style-type: none"> 1. Contrôle a priori relatif à certains éléments du dispositif de LCB-FT 2. Nécessité d'identifier et évaluer les risques de blanchiment de capitaux et de financement du terrorisme auxquels les PSAN sont exposés via : <ul style="list-style-type: none"> ▶ la mise en place d'une classification des risques en fonction de la nature des services et produits proposés, des conditions de transactions et des canaux de distribution ainsi que du pays d'origine ou de destination des fonds ; ▶ un dispositif de connaissance client, avec une attention particulière sur l'anonymat permis par les transactions blockchain ; ▶ un dispositif de surveillance des opérations comprenant des scénarios et des seuils d'alerte pour identifier les opérations devant faire l'objet d'un éventuel contrôle voire d'une déclaration de soupçon à TRACFIN. 3. Obligation d'application sans délai les mesures de gel et les interdictions de mise à disposition et d'en informer immédiatement le ministre de l'Économie. 	<p>La traçabilité des identités des utilisateurs étant complexe du fait du quasi-anonymat qui caractérise la blockchain, les crypto-actifs présentent le risque, pour certains, de devenir monnaie courante pour le blanchiment d'argent.</p> <p>MiCA octroie la possibilité à l'autorité compétente d'évaluer s'il existe des motifs raisonnables de soupçonner qu'une opération ou une tentative de blanchiment de capitaux ou de financement du terrorisme au sens de l'article 1 de la directive (UE) 2015/849 est en cours ou a eu lieu en lien avec l'acquisition envisagée, ou si l'acquisition envisagée pourrait en augmenter le risque.</p> <ul style="list-style-type: none"> ▶ transparence des transferts de crypto-actifs entre PSCA ; ▶ transmission simultanée ou anticipée par rapport au transfert des cryptos, informations incluses ou non dans le transfert ; ▶ transferts de crypto-actifs depuis/vers une adresse auto-hébergée.
Diffusion d'informations non-trompeuses	<p>Possibilité de communiquer sur le statut (enregistrement et/ou un agrément) en s'assurant que les informations soient claires et non-trompeuses. Toute confusion entre les deux statuts est proscrite.</p> <p>En effet, l'enregistrement n'induit ni la mise en place de règles de protection de la clientèle ni le suivi des règles de bonnes conduites contrairement aux PSAN agréés.</p> <p>Obligation de suivre des règles de bonnes conduites notamment en mettant en place des conventions sur un support durable faisant état d'une description des droits et obligations essentiels du prestataire, la nature des services fournis, les obligations de confidentialité à la charge du prestataire.</p>	<p>« Aucune personne autre qu'un prestataire de services sur crypto-actifs n'utilise de nom ou de raison sociale, ne produise de communication commerciale ni n'utilise d'autre procédé qui suggère qu'elle est agréée en tant que prestataire de services sur crypto-actifs, ou qui est susceptible de créer la confusion à cet égard ».</p> <p>Communication promotionnelle est précise et loyale et ne constitue pas une pratique commerciale trompeuse.</p> <p>Obligation d'avertir les clients des risques associés crypto-actifs et restent responsables de leur communication promotionnelle lorsqu'ils ont recours à des tiers pour les besoins de celle-ci.</p>
Prévention des conflits d'intérêts		<p>Le dispositif de gestion de conflits d'intérêts doit permettre l'identification, prévention, résolution des conflits d'intérêts. Les PSCA ont l'obligation de tenir un registre ainsi que se conformer à une bonne information du client à ce sujet. Ils doivent disposer de dispositifs de gouvernance contenant des procédures efficaces concernant ces conflits d'intérêts.</p>

	PSAN / LOI PACTE	CASP / Règlement MiCA
Prévention des conflits d'intérêts		Le dispositif de gestion de conflits d'intérêts doit permettre l'identification, prévention, résolution des conflits d'intérêts. Les PSCA ont l'obligation de tenir un registre ainsi que se conformer à une bonne information du client à ce sujet. Ils doivent disposer de dispositifs de gouvernance contenant des procédures efficaces concernant ces conflits d'intérêts.
Exigences d'honorabilités	<p>Examen d'honorabilité en fournissant un programme d'activité suffisamment précis pour vérifier que l'enregistrement demandé est cohérent avec les activités exercées et la cohérence de la qualification juridique des services proposés.</p> <p>Démonstration de l'honorabilité de ses dirigeants en fournissant des documents tels que :</p> <ul style="list-style-type: none"> ▶ leurs identités, ▶ un extrait de casier judiciaire du président, du directeur général, des directeurs généraux délégués ou des gérants, et de toute autre personne exerçant des fonctions équivalentes ; et, le cas échéant, ▶ les plaintes déposées et les procédures engagées pouvant avoir un impact sur son honorabilité dont elle pourrait avoir connaissance et qui pourraient être transmises sans enfreindre une loi ou réglementation applicable, ▶ les décisions de sanctions de nature administrative, civile ou pénale visant cette personne, ▶ la licence nécessaire à l'exercice d'activités commerciales ou professionnelles, de même que sur tout retrait, révocation ou résiliation d'enregistrement, d'agrément, d'affiliation ou de licence, ou toute radiation par une autorité publique du secteur financier ou non, ou par une association professionnelle qu'elle soit française ou d'un pays tiers (y compris l'identité d'une telle autorité ou association, la date de l'évaluation et la preuve du résultat de cette évaluation), ▶ une attestation du ou des dirigeants déclarant ne pas avoir fait l'objet des interdictions prévues à l'article L. 500-1 du CMF, ▶ une attestation du ou des dirigeants déclarant ne pas être inscrit sur l'un des fichiers de la banque de France ou ses équivalents étrangers, ▶ des informations sur le temps minimal qui sera consacré à l'exercice de leurs fonctions par ces personnes, ▶ des informations relatives aux connaissances et compétences du ou des dirigeants. 	<p>Obligation de fournir des garanties relatives à l'honorabilité de leurs dirigeants :</p> <p>« Les membres de l'organe de direction d'un prestataire de services sur crypto-actifs possèdent l'honorabilité et les compétences nécessaires, en termes de qualifications, d'expérience et d'aptitudes, pour exercer leurs fonctions. Ils démontrent qu'ils sont en mesure de consacrer suffisamment de temps à l'exercice effectif de leurs fonctions.</p> <p>Les personnes physiques qui détiennent, directement ou indirectement, plus de 20 % du capital social ou des droits de vote du prestataire de services sur crypto-actifs, ou qui exercent, par tout autre moyen, un pouvoir de contrôle sur ce prestataire, apportent la preuve qu'elles possèdent l'honorabilité et les compétences nécessaires. »</p>

	PSAN / LOI PACTE	CASP / Règlement MiCA
Exigences prudentielles	<p>Obligation de disposer d'un contrat d'assurance de responsabilité civile professionnelle comprenant des garanties suffisantes et adaptées aux services sur actifs numériques pour lesquels le prestataire est agréé.</p> <p>Preuve de l'existence de fonds propres dont les éléments constitutifs seront le capital social, les réserves, le report à nouveau et le résultat d'exercice. Le PSAN devra également faire la démonstration d'investissements de fonds propres dans des actifs financiers liquides ou aisément convertibles en liquidité à court terme et ne comportant de dimension spéculative.</p> <p>Les montants en fonds propres seront appréciés en fonction de trois méthodes de calculs :</p> <ul style="list-style-type: none"> ▶ les fonds propres basés sur le quart des frais généraux ; ▶ les fonds propres basés sur le capital minimal déterminé en fonction de l'activité exercée ; ▶ les fonds propres basés sur le niveau d'activité déterminé en fonction de l'activité exercée. 	<ul style="list-style-type: none"> ▶ Des exigences de fonds propres. ▶ Une police d'assurance couvrant les territoires de l'Union sur lesquels les services sur crypto-actifs sont fournis de manière active ou une garantie comparable.
Autres obligations		<p>MiCA ajoute des obligations complémentaires que l'ensemble de PSCA devront respecter, à savoir :</p> <ul style="list-style-type: none"> ▶ concernant la gouvernance et processus opérationnels, honorabilité et compétence des dirigeants, conservation des fonds, ségrégation des actifs des clients ; ▶ incorporer des mécanismes de traitement des réclamations ; ▶ externalisation des services ; ▶ publication de l'impact environnemental des produits.
Cybersécurité	<p>Obligation de disposer d'un système d'information résilient et sécurisé face aux menaces afférentes à l'écosystème, à savoir entre autres :</p> <ul style="list-style-type: none"> ▶ la compromission de portefeuilles détenant des actifs numériques ; ▶ la fuite de données à caractère personnel ; ▶ les attaques par déni de service ; ▶ l'usurpation d'identité ; ▶ l'incapacité à investiguer en cas d'incident ou d'activité frauduleuse. <p>Obligation de traçabilité et de conservation des traces de toute activité engendrée par le service sur actifs numériques offert, pendant une durée de 5 ans, au moyen d'un dispositif permettant d'en assurer la disponibilité, la confidentialité, l'intégrité et la non-répudiation. Les accès à ce dispositif et les traces associées doivent également répondre à cette même exigence. La traçabilité et la conservation de ces informations sont également nécessaires dans le cadre de la fourniture des services agréés.</p>	

Cybersécurité	PSAN / LOI PACTE	CASP / Règlement MiCA
	<p>Exigences générales applicables à tous les services exceptés le service de conseil aux souscripteurs d'actifs numériques : définir, formaliser, mettre en œuvre et contrôler un programme continu de cybersécurité visant à maîtriser le niveau de sécurité des systèmes d'information impliqués dans la fourniture du ou des services sur actifs numériques.</p> <p>La quasi-intégralité des services sur actifs numériques sont offerts via un site Web ou une application mobile : le PSAN devra assurer un niveau de sécurité minimum en mettant en place des mesures opérationnelles telles que la sécurité des composants, la sécurité des développements applicatifs, l'authentification, le chiffrement des communications et des données.</p> <p>Exigences spécifiques applicables aux services de conservation d'actifs numériques pour compte de tiers : le PSAN peut mouvementer les actifs numériques selon deux cas d'usage :</p> <ul style="list-style-type: none"> ▶ en opérant un portefeuille électronique dédié au client ou un portefeuille électronique dans lequel figurent les actifs numériques du client parmi d'autres actifs numériques ; ▶ en conservant les clés cryptographiques privées d'un client, c'est-à-dire son portefeuille électronique. <p>Exigences applicables aux demandeurs d'agrément pour les services d'achats ou de ventes d'actifs numériques en monnaie ayant cours légal, d'échange d'actifs numériques contre d'autres actifs numériques, d'exploitation d'une plateforme de négociation d'actifs numériques et de réception et de transmission d'ordres sur actifs numériques pour compte de tiers : le PSAN ne doit pas conserver des actifs numériques ou des moyens d'accès aux actifs numériques appartenant au client :</p> <ul style="list-style-type: none"> ▶ seule la clé publique du client peut être stockée sur la plateforme offrant le service ▶ le client doit ainsi disposer en propre d'une solution de portefeuille électronique permettant l'envoi ou la réception de l'actif numérique acheté ou vendu <p>Exigences spécifiques applicables au service de gestion de portefeuille d'actifs numériques pour compte de tiers : le PSAN doit, pour chaque client de son service (dénommé « mandant » ci-après), créer un portefeuille électronique dédié à la gestion des actifs numériques du client :</p> <ul style="list-style-type: none"> ▶ dont la clé privée est générée par le mandataire et n'est pas transmise ni connue par le mandant ; ▶ opéré par le mandataire avec une solution de portefeuille électronique ; 	

	PSAN / LOI PACTE	CASP / Règlement MiCA
Cybersécurité	<p>Lors de la résiliation du contrat de gestion, le mandataire ne doit pas communiquer au mandant la clé privée du portefeuille électronique utilisé durant le contrat, mais restitue les actifs au mandant via un service de transfert approprié.</p>	
Dispositif de contrôle interne	<p>Obligation de mise en place des mesures de contrôle interne y compris une politique de recrutement de leur personnel incluant les potentiels risques que présentent les personnes au regard de la lutte contre le blanchiment de capitaux et le financement du terrorisme.</p> <p>Le dispositif de contrôle interne du PSAN comprend au moins :</p> <ul style="list-style-type: none"> ▶ des procédures définissant les activités de contrôle interne que le PSAN accomplit pour s'assurer du respect de leurs obligations en matière de LCB-FT ; ▶ un contrôle interne permanent réalisé, conformément aux procédures internes, par des personnes exerçant des activités opérationnelles (contrôle permanent de premier niveau) et, le cas échéant, en fonction de leur taille, de la complexité et du niveau de leurs activités, par des personnes dédiées à la seule fonction de contrôle des opérations (contrôle permanent de deuxième niveau) ; ▶ un contrôle interne périodique réalisé par des personnes dédiées, de manière indépendante à l'égard des personnes, entités et services qu'elles contrôlent lorsque cela est approprié eu égard à la taille et à la nature des activités. <p>Compte tenu du niveau de risque des activités liées aux actifs numériques, les PSAN mettent en place un dispositif de contrôle permanent de deuxième niveau et un dispositif de contrôle périodique adapté, notamment, à leur taille.</p> <p>Une organisation différente peut être envisagée si celle-ci est justifiée auprès de l'ACPR. À titre d'exemple, des PSAN dont le nombre d'employés n'est pas suffisant pour assurer un contrôle permanent de deuxième niveau peuvent mettre en place seulement un contrôle périodique. Ce contrôle sera réalisé <i>a minima</i> annuellement, sauf dans des situations dûment justifiées auprès de l'ACPR.</p> <p>Les incidents ou insuffisances identifiés par le dispositif de contrôle interne sont communiqués au responsable du dispositif LCB-FT/gel des avoirs :</p> <ul style="list-style-type: none"> ▶ lorsqu'ils portent sur le dispositif de LCB-FT, ils font l'objet de mesures correctrices dans des délais raisonnables, qui tiennent compte des risques de BC-FT ; 	

	PSAN / LOI PACTE	CASP / Règlement MiCA
Dispositif de contrôle interne	<ul style="list-style-type: none"> ▶ lorsqu'ils portent sur le gel des avoirs, ces incidents ou insuffisances font l'objet de mesures correctrices immédiatement <p>Les PSAN disposent de procédures permettant de vérifier la mise en œuvre et le suivi des mesures correctrices dans les délais impartis.</p>	
Livre blanc		<p>Obligation pour l'émetteur de jetons de monnaie électronique de publier sur son site web un livre blanc portant sur ces crypto-actifs qui contient :</p> <ul style="list-style-type: none"> ▶ une description de l'émetteur de jetons de monnaie électronique ; ▶ une description détaillée du projet de l'émetteur et une présentation des principaux participants à la conception et à la mise au point du projet ; ▶ une mention indiquant si le livre blanc concerne une offre au public des jetons de monnaie électronique et/ou l'admission de ces jetons de monnaie électronique à la négociation sur une plateforme de négociation de crypto-actifs ; ▶ une description détaillée des droits et obligations attachés aux jetons de monnaie électronique, y compris le droit, prévu par l'article 44, d'en obtenir le remboursement à la valeur nominale, ainsi que les procédures et conditions d'exercice de ces droits ; ▶ des informations sur la technologie sous-jacente et sur les normes appliquées par l'émetteur de jetons de monnaie électronique pour la détention, le stockage et le transfert de ces jetons de monnaie électronique ; ▶ les risques liés à l'émetteur de monnaie électronique, aux jetons de monnaie électronique et à la mise en œuvre du projet, y compris du point de vue de la technologie utilisée ; ▶ les informations indiquées à l'annexe 3 ▶ les informations doivent être loyales, claires et non trompeuses.

Annexe 8 – Comparatif des cadres réglementaires luxembourgeois et français

Aspect	France	Luxembourg
Réglementation nationale	Loi PACTE de 2019 qui introduit le statut de prestataire en services sur actifs numériques (« PSAN »).	Loi Blockchain I du 1 ^{er} mars 2019 relative à la tokenisation de titres financiers et à l'utilisation de DLT. Loi Blockchain II du 25 février 2021 relative aux services de support couverts et aux prestataires de services de DLT. Plus récemment, adoption du projet de Loi 8055 qui rend explicitement possibles les accords de garantie financière sur les instruments financiers DLT conformément à la loi de 2005 sur les garanties.
Licences et autorisations	Les émetteurs considérés comme PSAN doivent obligatoirement être enregistrés auprès de l'AMF pour pouvoir proposer les services d'actifs numériques. L'agrément PSAN quant à lui est jusqu'à présent considéré comme optionnel.	Le Luxembourg propose plusieurs types de licences, notamment une licence pour les fournisseurs de services de crypto-garde et une licence pour les émetteurs de crypto-actifs.
Autorité compétente	L'AMF est responsable de la surveillance des activités liées aux actifs numériques et peut imposer des restrictions ou des sanctions en cas de non-conformité.	La CSSF est responsable de la surveillance des activités liées aux crypto-actifs et peut imposer des restrictions ou des sanctions en cas de non-conformité.
Vers un régime EU (MiCA)	L'AMF fait évoluer les dispositions de son règlement général et de sa doctrine relative au régime PSAN afin de tenir compte de l'enregistrement « renforcé » introduit par la loi DDA-DUE. Ces évolutions, applicables au 1 ^{er} janvier 2024, visent également à anticiper la transition vers le règlement MiCA en ajustant les dispositions relatives aux PSAN agréés (mise à jour : 10/08/23) ⁵⁰ .	La CSSF attire l'attention des émetteurs sur la préparation par l'EBA d'un règlement sous forme de normes techniques et d'orientations ainsi que de consultations publiques relatives, et plus particulièrement sur la publication en date du 12 juillet 2023 de documents de consultation, permettant de préparer la transition vers le règlement MiCA (mise à jour : 07/08/23) ⁵¹ .
Cas spécifique pour les ARTs et EMTs	La définition des actifs numériques de la loi PACTE et celle des crypto-actifs du règlement MiCA diffèrent, notamment en ce qui concerne les catégories de crypto-actifs comme les EMT, aussi et les ART. Ainsi des mesures pour adapter les dispositions du CMF devront être prise avant le 8 mars 2024.	La CSSF rappelle aux investisseurs qu'avant la date du 30 juin 2024 (date d'application du règlement MiCA), les ART ou les EMT ne sont pas considérés comme des produits réglementés au Luxembourg. Cependant, elle encourage les émetteurs envisageant d'émettre des EMT ou des ART avant le 30 juin 2024 à se familiariser avec les dispositions d'agrément et de surveillance du règlement MiCA.

⁵⁰) AMF - *Enregistrement renforcé et Règlement MiCA*.

⁵¹) CSSF - *Marchés de Crypto-Actifs (MiCA/MiCAR)*.

Annexe 9 – Cas spécifique des NFTs

1. QUESTION DU CERTIFICAT DE PROPRIÉTÉ/D'AUTHENTICITÉ

■ En ce qu'il est non-fongible et unique, il garantit une authenticité

L'un des avantages majeurs des NFTs réside dans la capacité à garantir l'authenticité des actifs qu'ils représentent, qu'ils soient matériels ou immatériels. En raison de leur nature non-fongible et unique, les NFTs peuvent servir de certificat de propriété et d'authenticité pour des œuvres d'art numérique, des objets de collection virtuels et d'autres actifs. Cette caractéristique des NFTs ouvre de nouvelles possibilités pour les artistes, les créateurs de contenu et les collectionneurs, en leur permettant de prouver la propriété légitime de leurs actifs numériques, et les avantages associés à ceux-ci.

■ En ce qu'il est indissociable du sous-jacent

Un autre aspect important des NFTs est qu'ils sont indissociables du sous-jacent auquel ils sont associés. Cela signifie que le NFT et l'actif sous-jacent sont liés, ce qui empêche la falsification ou la contrefaçon des actifs. Lorsqu'un NFT est créé, il est enregistré sur la blockchain avec des méta-données qui identifient de manière unique l'actif auquel il se réfère. Ainsi, tout au long du cycle de vie du NFT, sa propriété et son authenticité peuvent être vérifiées de manière transparente en consultant la blockchain, à tout moment.

■ Un accessoire du sous-jacent dans la relation contractuelle

En plus d'agir comme un certificat de propriété et d'authenticité, les NFTs peuvent également contenir des informations contractuelles qui spécifient les droits, les conditions d'utilisation et les obligations liées à l'actif. Ainsi, les NFTs permettent d'établir des relations contractuelles claires et immuables entre les émetteurs et les propriétaires des actifs, renforçant ainsi la confiance et la transparence dans les transactions.

2. DÉFINITION JURIDIQUE DES NFTS

■ Introduction : quelle qualification juridique des NFT ?

Il n'existe pas de réglementation spécifique pour encadrer les NFT. Aucune juridiction n'a adopté de réglementation explicite les concernant.

Le Conseil Supérieur de la Propriété Littéraire et Artistique en donne une définition : « *une qualification juridique souple du JNF comme un titre de droits sur un jeton mais aussi sur un fichier, dont l'objet, la nature, et l'étendue varie en fonction de la volonté de son émetteur exprimée par les choix techniques et éventuellement juridiques associés au smart contract* »

Difficile d'être précis au regard notamment de la multitude de diversité des types de sous-jacents (œuvres d'art physiques, virtuelles, marques...)

En droit français, les NFT peuvent être définis comme des biens meubles incorporels non-fongibles, enregistrés sur un DEEP conférant, dans certains cas, des droits à leurs détenteurs.

Les NFT pourront néanmoins être régi par un cadre juridique spécifique comme celui des actifs numériques ou celui des instruments financiers.

3. DÉFINITION TECHNIQUE DES NFTS ET CAS D'USAGE

- **ERC-721** : il s'agit du format de NFT le plus largement adopté. Ce format permet la création et la gestion de NFT unique, ce qui garantit la traçabilité et l'authenticité de l'actif numérique auquel il est associé.
Cas d'usages associés : marché de l'art numérique, les NFTs, en particulier ceux basés sur le format ERC-721, sont utilisés pour représenter des œuvres d'art numériques uniques. Les artistes peuvent créer et vendre leurs œuvres sous forme de NFTs, offrant ainsi des certificats de propriété et d'authenticité pour ces actifs numériques uniques. C'est notamment à travers ce cas d'usages et des « collectibles » que les NFT ont connu une visibilité importante en 2021.
- **ERC-1155** : ce format est également basé sur Ethereum et permet la création de divers types de tokens (fongibles et non fongibles) au sein du même contrat et par conséquent une réduction des coûts de création. Le format ERC-1155 est souvent considéré comme un hybride entre les formats ERC-20 et ERC-721, offrant ainsi une solution polyvalente qui combine les caractéristiques des deux formats.
Cas d'usages associés : ce format peut être adapté pour le gaming. Les joueurs peuvent posséder, échanger et vendre des NFTs représentant des objets de collection virtuels rares, tels que des armes, des skins ou des personnages uniques.
- **Soul Bound Token (SBT)** : le format SBT est un type particulier de NFT conçu pour représenter des actifs numériques non transférables. Les SBTs garantissent une relation immuable et indissociable entre l'actif numérique et son propriétaire. En d'autres termes, une fois émis, le NFT est indissociable de l'adresse qui le possède, ce qui signifie que le lien entre le propriétaire initial et l'actif est maintenu de manière permanente. Cette caractéristique assure une certaine sécurité et intégrité des données, empêchant la falsification ou la fraude dans les transactions.
Cas d'usages associés : les SBT peuvent être utilisés pour représenter numériquement un document ne pouvant être affilié uniquement à un individu ou une entreprise comme un diplôme, une formation ou un document d'identité.

Il existe d'autres formats et d'autres cas d'usage et cette liste est non exhaustive.

4. RECONNAISSANCE D'UN DROIT SUR LE SOUS-JACENT

■ *Idem supra*

Comme mentionné précédemment, les NFTs peuvent théoriquement permettre la reconnaissance d'un droit sur le sous-jacent auquel ils sont associés. Cette reconnaissance se fait à travers la blockchain, qui enregistre de manière immuable les transactions et les transferts de propriété des NFTs. Ainsi, lorsqu'un individu achète un NFT, il peut également consulter les droits liés à l'actif numérique sous-jacent. Cela peut inclure des droits de propriété intellectuelle, des droits d'utilisation, des droits de revente ou d'autres droits spécifiques définis dans le contrat associé au NFT. En revanche, dans le droit français, aujourd'hui les NFT ne représentent pas juridiquement un certificat de propriété numérique sur un sous-jacent. Il est également à souligner que les NFT ne sont pas couverts par la loi PACTE ni par le règlement MiCA.

■ **La dissociation entre la propriété du sous-jacent et du NFT mais le maintien du lien obligatoire**

Une caractéristique intéressante des NFT est la dissociation entre la propriété du sous-jacent et du NFT lui-même. Bien que le NFT représente l'actif numérique, il est important de noter que la possession d'un NFT ne confère pas automatiquement la propriété de l'actif lui-même. Le transfert du NFT a théoriquement des implications directes sur les droits et la propriété de l'actif numérique associé, selon la réglementation. Ainsi, les NFTs peuvent faciliter les transactions et les échanges sécurisés des actifs numériques tout en maintenant une relation claire et transparente entre les deux.

VII. Bibliographie

A. Documents en ligne :

- **Instruction AMF - DOC-2008-03,**
Procédure d'agrément des sociétés de gestion de portefeuille, obligations d'information et passeport, consultation en août 2023.
Disponibilité et accès : [Lien](#)
- **Position - Recommandation AMF - DOC-2012-19,**
Guide d'élaboration du programme d'activité des sociétés de gestion de portefeuille et des placements collectifs autogères, consultation en août 2023.
Disponibilité et accès : [Lien](#)
- **Position - Recommandation AMF - DOC-2020-07,**
Questions-réponses relatives au régime des prestataires de services sur actifs numériques, consultation en août 2023.
Disponibilité et accès : [Lien](#)
- **Position – Recommandation AMF – DOC-2012,**
Guide d'élaboration du programme d'activité des sociétés de gestion de portefeuille et des placements collectifs autogérés, consultation en novembre 2023.
Disponibilité et accès : [Lien](#)
- **Instruction AMF - DOC-2019-24,**
PSAN - Référentiel d'exigences en matière de cybersécurité, consultation en août 2023.
Disponibilité et accès : [Lien](#)
- **Position - Recommandation l'AMF - DOC-2014-06,**
Guide relatif à l'organisation de la gestion des risques, de la conformité et du dispositif de contrôle au sein des sociétés de gestion de portefeuille, consultation en août 2023.
Disponibilité et accès : [Lien](#)
- **Position-Recommandation AMF - DOC-2019-23,**
Régime applicable aux prestataires de services sur actifs numériques, consultation en août 2023.
Disponibilité et accès : [Lien](#)
- **Position-Recommandation AMF - DOC-2020-07,**
Questions-réponses relatives au régime des prestataires de services sur actifs numériques, consultation en août 2023.
Disponibilité et accès : [Lien](#)
- **Charte des Bonnes Pratiques Professionnelles de la Centralisation d'OPC**
France Post-Marché.fr, consultation en août 2023.
Disponibilité et accès : [Lien](#)
- **Rapport sur les titres financiers digitaux (« security tokens »)**
Haut Comité Juridique de la Place Financière de Paris, consultation en août 2023.
Disponibilité et accès : [Lien](#)
- **Papier de discussion AMF**
Finance Décentralisée (DeFi), Protocoles d'Échange et Gouvernance : vue d'ensemble, tendances observées et points de discussion réglementaires, consultation en septembre 2023.
Disponibilité et accès : [Lien](#)

B. Sites internet

- **Acteurs du post-marché** – France Post-Marché.fr, consultation en septembre 2023.
Disponibilité et accès : [Lien](#)
- **Franklin OnChain U.S. Government Money Fund Regulatory Documents**
franklintempleton.com, consultation en octobre 2023.
Disponibilité et accès : [Lien](#)
- **Backed Finance AG feeder tokenisé du fonds iShares Core S&P 500 UCITS ETF USD** –
Backed Assets GmbH, consultation en octobre 2023.
Disponibilité et accès : [Lien](#)
- **UBS Asset Management lance le premier projet pilote de fonds VCC tokenisé natif de la blockchain à Singapour** –
ubs.com, consultation en octobre 2023.
Disponibilité et accès : [Lien](#)

L'AFG fédère les professionnels de la gestion d'actifs depuis 60 ans, au service des acteurs de l'épargne et de l'économie.

- Elle se mobilise pour la gestion d'actifs et **sa croissance**.
- Elle définit des **positions communes**, qu'elle porte et défend auprès des pouvoirs publics.
- Elle contribue à l'émergence de **solutions bénéfiques à tous les acteurs** de son écosystème.
- Elle s'engage, dans l'intérêt de tous, à **favoriser le rayonnement** de l'industrie, en France, en Europe et au-delà.
- Elle s'investit pour **l'avenir**.

AFG

Ensemble, s'investir pour demain.



Deloitte.

Publication réalisée par le département Expertises

- Myriam Dana-Thomae, Chef de pôle Métiers transverses
m.dana-thomae@afg.asso.fr | 06 10 21 84 93

41 rue de la Bienfaisance | 75008 Paris | T : +33 (0)1 44 94 94 00
Avenue des Arts 44 | 1000 Bruxelles



www.afg.asso.fr