COMMISSION
EUROPÉENNE

Bruxelles, le 24.9.2020
SWD(2020) 202 final

DOCUMENT DE TRAVAIL DES SERVICES DE LA COMMISSION

RÉSUMÉ DU RAPPORT D'ANALYSE D'IMPACT

accompagnant le document:

Proposition de règlement du Parlement européen et du Conseil

sur un régime pilote pour les infrastructures de marché reposant sur la technologie des registres distribués

{COM(2020) 594 final} - {SEC(2020) 308 final} - {SWD(2020) 201 final}

Résumé de l'analyse d'impact

Analyse d'impact d'un cadre de l'Union sur les crypto-actifs

A. Nécessité d'une action

Pourquoi? Quel est le problème à résoudre?

Les crypto-actifs sont des actifs numériques qui reposent essentiellement sur la cryptographie et sur la technologie des registres distribués (DLT)[1]. Bien que certains crypto-actifs puissent être considérés comme des instruments financiers au sens de la directive sur les marchés d'instruments financiers (directive MiFID II) ou comme de la monnaie électronique au sens de la directive sur la monnaie électronique (directive DME 2), la majorité d'entre eux ne relèvent pas de la réglementation financière existante de l'Union.

Lorsque les crypto-actifs ne sont pas couverts par la réglementation financière de l'Union, l'absence de règles applicables aux services liés à ces actifs (comme ceux fournis par les bourses, les plates-formes de négociation ou les fournisseurs de portefeuille de conservation), laisse les consommateurs et les investisseurs exposés à des risques importants. Il existe également des risques importants pour l'intégrité du marché (de manipulation de marché, par exemple) sur le marché secondaire des crypto-actifs. Certains États membres ont mis en place des règles sur mesure au niveau national pour la totalité, ou un sous-ensemble, des crypto-actifs qui ne relèvent pas de la réglementation actuelle de l'Union. Il s'ensuit une fragmentation réglementaire qui fausse la concurrence dans le marché intérieur, complique la tâche des prestataires de services sur crypto-actifs lorsqu'ils tentent de développer leurs activités sur une base transfrontière et donne lieu à des arbitrages réglementaires. Si le marché des crypto-actifs, de taille encore modeste, ne menace pas à l'heure actuelle la stabilité financière, les volumes négociés quotidiennement sur ce marché ne cessent d'augmenter. Les jetons dits de valeur stable (ou «stablecoins», un sous-ensemble des crypto-actifs dont les caractéristiques visent à en stabiliser le prix) pourraient poser d'autres problèmes si les consommateurs les adoptent largement (risques pour la stabilité financière et la souveraineté monétaire, par exemple). Pour éviter tout arbitrage réglementaire et garantir une protection adéquate des consommateurs, il convient de soumettre ces «stablecoins» à une réglementation adaptée à leur conception particulière. À défaut d'un cadre de l'Union sur les crypto-actifs, la méfiance des utilisateurs vis-à-vis de ces instruments entravera la croissance de ce marché, et l'Europe passera à côté de l'opportunité de disposer d'instruments de paiement rapides, efficaces et peu onéreux ou de nouvelles sources de financement pour les entreprises de l'Union.

Lorsque les crypto-actifs sont couverts par la législation de l'Union en matière de services financiers, on constate un manque de sécurité juridique quant aux règles applicables (le règlement Prospectus, la directive MiFID II et le règlement concernant les dépositaires centraux de titres, par exemple). Cette situation a pour effet que, sur le marché primaire, des jetons représentatifs d'un instrument financier ne sont émis que de manière sporadique; elle limite également l'utilisation potentielle de la DLT sur les marchés financiers, comme le montre l'absence d'infrastructures de marché reposant sur cette technologie (ci-après «infrastructures de marché DLT») (comme les plates-formes de négociation ou les dépositaires centraux de titres) et permettant la négociation des jetons représentatifs d'un instrument financier et le règlement des transactions.

Quels objectifs cette initiative devrait-elle atteindre?

Cette initiative a pour objectif général d'apporter plus de clarté concernant l'applicabilité de la réglementation financière de l'Union aux crypto-actifs (et aux activités liées). Elle devrait non seulement favoriser l'innovation et la concurrence loyale en créant un cadre propice à l'émission de crypto-actifs et à la prestation de services correspondants, mais également garantir un niveau élevé de protection pour les consommateurs et les investisseurs, ainsi que l'intégrité des marchés des crypto-actifs. Enfin, elle devrait prévenir les risques pour la stabilité financière et la politique monétaire qui pourraient découler d'une utilisation massive des crypto-actifs et de solutions reposant sur la DLT sur les marchés financiers.

Quelle est la valeur ajoutée d'une action à l'échelle de l'Union?

[1] La DLT est une technologie qui permet d'enregistrer des informations au moyen de registres distribués, autrement dit une copie numérique répétée de données disponibles à de multiples emplacements. La DLT fonctionne grâce à un système cryptographique qui utilise des clés publiques, connues de tous et indispensables pour l'identification, et des clés privées, qui restent secrètes et servent à l'authentification et au cryptage.

Pour les crypto-actifs qui ne sont pas couverts par la réglementation financière de l'Union, une action à l'échelle de l'Union poserait les bases sur lesquelles pourrait se développer, pour les émetteurs de crypto-actifs et les prestataires de services sur crypto-actifs, un plus vaste marché transfrontière, qui leur permettrait de tirer pleinement parti des avantages du marché unique. La complexité, mais aussi la charge financière et administrative, s'en trouveraient considérablement réduites pour toutes les parties prenantes. L'harmonisation des exigences opérationnelles imposées aux prestataires de services sur crypto-actifs ainsi que des exigences d'information imposées aux émetteurs procurerait également des avantages indéniables sur le plan de la protection des investisseurs, de l'intégrité du marché et de la stabilité financière.

Pour les crypto-actifs couverts par la réglementation financière existante de l'Union, une action à l'échelle de l'Union apporterait une plus grande clarté juridique, permettant ainsi une expansion des activités en lien avec ces actifs dans tout le marché unique. Une solution serait ainsi trouvée aux risques posés par la prolifération d'orientations et d'interprétations au niveau national, laquelle entraîne une fragmentation du marché intérieur et une distorsion de la concurrence.

B. Les solutions

Quelles sont les options législatives et non législatives envisagées? Y a-t-il une option privilégiée? Pourquoi?

Pour les crypto-actifs non couverts par la réglementation financière de l'Union, deux options ont été envisagées: un régime à adhésion volontaire («opt-in») et un régime complètement harmonisé pour les émetteurs de crypto-actifs et les prestataires de services sur crypto-actifs, qui bénéficieraient ainsi d'un passeport européen pour l'expansion de leurs activités sur une base transfrontière. Si la première option peut paraître moins pesante pour les petits émetteurs et prestataires de services qui peuvent choisir de ne pas adhérer, la seconde garantirait un degré plus élevé de sécurité juridique, de protection des investisseurs, d'intégrité du marché et de stabilité financière et elle réduirait la fragmentation du marché unique. Pour ces raisons, c'est la seconde option qui est privilégiée.

Pour les crypto-actifs considérés comme des instruments financiers au sens de la directive MiFID II (à savoir les jetons représentatifs d'un instrument financier), trois options ont été envisagées: 1) des mesures non législatives qui donneraient des indications sur l'applicabilité et, le cas échéant, les modalités d'application de la législation existante à ces crypto-actifs; 2) des changements législatifs ciblés, visant à supprimer les dispositions qui font obstacle à l'émission, à la négociation et à la post-négociation des jetons représentatifs d'un instrument financier et à l'utilisation de solutions reposant sur la DLT; et 3) un régime pilote (d'une durée de trois ans) créant une nouvelle infrastructure de marché DLT, permettant la négociation et/ou le règlement de jetons représentatifs d'un instrument financier. Des mesures non contraignantes contribueraient à clarifier l'application du droit de l'Union aux jetons représentatifs d'un instrument financier et aux activités liées, mais elles ne permettent toutefois pas de lever les obstacles juridiques ancrés dans la législation existante. Des ajustements législatifs ciblés sont gage de sécurité juridique et permettent d'éliminer les obstacles juridiques, mais ils ne seraient mis en œuvre que dans un nombre limité de domaines recensés dans le cadre d'évaluations récentes. La troisième option, quant à elle, peut offrir un cadre expérimental clair pour la négociation et/ou le règlement des jetons représentatifs d'un instrument financier, mais ses avantages pourraient disparaître si l'expérience n'est pas prolongée au terme des trois ans. Dans la mesure où ces options se complètent mutuellement, l'approche privilégiée consisterait à agir avec prudence en combinant les trois. Cette manière de faire cadrerait avec la nécessité de suivre une approche réglementaire graduelle tenant compte du caractère naissant du marché et de la différence importante qui sépare les réseaux sans aucune permission des réseaux avec permission, dans lesquels une partie du contrôle est centralisée.

Pour les «stablecoins», les services de la Commission ont envisagé trois options: 1) des mesures législatives sur mesure pour les émetteurs de «stablecoins»; 2) une réglementation des «stablecoins» dans le cadre de la directive DME 2, puisque certains de ces jetons s'apparentent à la définition de la monnaie électronique et sont utilisés comme des instruments de paiement; 3) des mesures visant à limiter les émissions de «stablecoins» et les services correspondants dans l'Union (sauf s'ils respectent les cadres existants). Si l'on applique une méthode strictement fondée sur les risques, la première option réduirait les vulnérabilités pour la stabilité financière tout en encourageant l'innovation. À l'inverse, les deuxième et troisième options pourraient ne pas agir comme espéré sur les risques majeurs qui pèsent sur la protection des consommateurs (les risques associés aux fournisseurs de portefeuille, par exemple). Qui plus est, l'option 3 pourrait ne pas couvrir certains risques pour la stabilité financière, si les consommateurs de l'Union se ruent en nombre sur les «stablecoins» émis dans des pays tiers. Par conséquent, l'option privilégiée pour les «stablecoins» serait une combinaison de

l'option 1 et de l'option 2.

Qui soutient quelle option?

Pour les crypto-actifs qui ne sont pas couverts par la réglementation financière de l'Union, une grande majorité des répondants (68 %) à la consultation publique de la Commission étaient d'avis qu'un régime européen sur mesure en matière de crypto-actifs donnerait naissance à un écosystème durable de crypto-actifs dans l'Union. Pour les crypto-actifs considérés comme des instruments financiers, une grande majorité des répondants ont souligné qu'une approche commune de l'Union s'imposait. Les répondants sont également majoritairement favorables à une approche réglementaire graduelle, qui consisterait d'abord à apporter de la clarté juridique quant à l'utilisation des DLT avec permission (c'est-à-dire n'autorisant que les membres enregistrés) dans les domaines de la négociation et de la post-négociation sans tenir également compte des réseaux sans permission (auxquels peut participer toute entité sans enregistrement), car ces DLT en sont encore à un stade précoce de leur développement. Sur la question des «stablecoins» et des jetons de valeur stable de niveau mondial («global stablecoins»), la majorité des répondants sont partisans de l'imposition de plusieurs exigences aux émetteurs et/ou aux gestionnaires des réserves. Une minorité de parties prenantes ont estimé qu'une extension de la directive DME 2 serait l'approche réglementaire la plus appropriée.

C. Incidence de l'option privilégiée

Quels sont les avantages de l'option privilégiée?

Premièrement, les mesures permettraient aux crypto-actifs de se développer comme un moyen de paiement rapide et peu onéreux en mesure de rivaliser, tout particulièrement pour les opérations transfrontières, avec les instruments de paiement existants. Les économies de coûts seraient particulièrement importantes dans le domaine des envois de fonds, de l'ordre de 220 à 570 millions d'EUR par an selon les estimations. L'inclusion financière au sein de l'Union s'en trouverait également renforcée. Deuxièmement, ce cadre aiderait également les entreprises de l'Union, y compris les PME, à adopter, en tant qu'outils de financement complémentaire, les émissions de crypto-actifs et de jetons représentatifs d'un instrument financier. Troisièmement, la création d'un régime sur mesure pour les crypto-actifs qui ne sont pas des instruments financiers permettrait d'étendre les règles de protection des consommateurs à ces actifs et de garantir l'intégrité et la stabilité du marché. Les options privilégiées contribueront ainsi aux objectifs de l'union des marchés des capitaux en diversifiant les sources de financement pour les entreprises de l'Union par rapport aux prêts bancaires. Il est impossible d'estimer le montant global des financements supplémentaires ainsi dégagés grâce à l'émission de crypto-actifs, car plusieurs facteurs externes interviennent (comme le besoin de financement des émetteurs, le sentiment qui prévaut sur le marché et la réaction compétitive des autres canaux de financement). Néanmoins, les coûts de financement dans le cas d'une émission de crypto-actifs devraient être de 20 % à 40 % moins élevés, à volumes comparables, que dans le cas d'une introduction en bourse de titres traditionnels. Quatrièmement, l'option privilégiée devrait avoir un effet positif sur la négociation et la post-négociation de jetons représentatifs d'un instrument financier en apportant de la clarté juridique sur la manière dont s'applique la législation existante, en levant les obstacles réglementaires et en créant un cadre spécifique pour les infrastructures de marché DLT. Les gains d'efficacité potentiels d'une utilisation massive de la DLT et des jetons représentatifs d'un instrument financier sur les marchés d'actions au comptant de l'Union ont été estimés à 540 millions d'EUR par an. Cela étant, au-delà des questions réglementaires, le plein déploiement des jetons représentatifs d'un instrument financier et de la DLT dans toute la chaîne de négociation et de post-négociation dépendra également de la résolution de certains problèmes technologiques (comme l'extensibilité et l'interopérabilité des différents réseaux DLT). Par conséquent, les mesures envisagées ne constitueront qu'une première étape vers l'exploitation de ces gains d'efficacité sur le moyen à long terme, consistant à faciliter l'innovation et à amorcer un processus graduel de normalisation dans l'UE.

Quels sont les coûts de l'option privilégiée (ou, à défaut, des options principales)?

Les options privilégiées imposeront des coûts de mise en conformité aux émetteurs de «stablecoins» et aux prestataires de services liés aux crypto-actifs qui ne relèvent pas actuellement de la réglementation financière de l'Union. L'application du nouveau régime envisagé aux prestataires de services sur crypto-actifs actuellement non réglementés devrait entraîner des coûts de mise en conformité ponctuels compris entre 2,8 et 16,5 millions d'EUR ainsi que des coûts de mise en conformité récurrents compris entre 2,2 et 24 millions d'EUR, selon le nombre d'entités qui demandent un agrément. Les clarifications juridiques et le lancement du régime pilote pour les jetons représentatifs d'un instrument financier n'entraîneront que de faibles coûts de mise en conformité pour les plates-formes de négociation qui choisiront d'inscrire ces jetons à la cote. Les coûts d' agrément et les coûts récurrents de mise en conformité pour les opérateurs de nouvelles infrastructures de marché DLT devraient être du même ordre de grandeur que pour les systèmes multilatéraux de négociation agréés en vertu de la directive MiFID II. Les coûts supplémentaires pour les émetteurs de «global stablecoins» n'ont pas pu être estimés, puisque de tels jetons n'existent pas encore sur le marché. Les

émetteurs de crypto-actifs qui ne relèvent pas du cadre réglementaire actuel devront publier un document d'information. Les coûts globaux, frais juridiques et autres frais éventuels inclus, devraient être de l'ordre de 35 000 EUR à 75 000 EUR par émission.

Quelle sera l'incidence sur les entreprises, les PME et les microentreprises?

Les options privilégiées devraient avoir dans l'ensemble une incidence positive sur les PME. Ces dernières pourraient avoir accès à des sources de financement non bancaire plus nombreuses grâce au développement des offres initiales de jetons (ICO) et des offres de jetons représentatifs d'instruments financiers (STO). Les ICO peuvent offrir aux jeunes pousses la possibilité de lever d'importantes sommes de financement à un stade précoce de leur développement et d'économiser éventuellement sur les coûts en comparaison des introductions en bourse. Les coûts de financement des crypto-actifs dans le cadre de ce régime devraient être de 20 % à 40 % inférieurs à ceux exposés pour des introductions en bourse d'un volume similaire. L'option privilégiée imposerait également certains coûts de mise en conformité aux PME qui émettraient des crypto-actifs, estimés à quelque 35 000 EUR par émission.

Y aura-t-il une incidence notable sur les budgets nationaux et les administrations nationales?

Les options privilégiées imposeraient certains coûts de surveillance aux autorités compétentes nationales des États membres. Cette surveillance des émetteurs de crypto-actifs et des prestataires de services sur crypto-actifs soumis aux nouvelles exigences entraînerait des coûts ponctuels estimés à quelque 140 000 EUR et des coûts récurrents de 350 000 EUR à 500 000 EUR par an selon les estimations. La nouvelle infrastructure de marché DLT imposerait également des coûts aux autorités compétentes nationales qui seraient compris entre 150 000 EUR et 250 000 EUR par an selon les estimations. Les coûts associés à la surveillance des émetteurs de «stablecoins» sont difficiles à estimer à ce stade, car ils dépendront des modèles d'entreprise en jeu. Les frais perçus par les autorités compétentes nationales auprès des entités surveillées compenseront en partie ces coûts.

Y aura-t-il d'autres incidences notables?

Les options privilégiées consolideraient la compétitivité de l'Union en permettant à de nouveaux arrivants sur le marché de développer des infrastructures de marché DLT pour la négociation et/ou le règlement de jetons représentatifs d'un instrument financier en mesure de rivaliser sur le moyen à long terme avec les infrastructures traditionnelles. Le régime pilote relatif aux infrastructures de marché DLT permettra également aux acteurs du marché de l'Union d'affronter la concurrence des entités établies dans des pays tiers qui ont mis en place un régime favorable à l'adoption de la DLT. L'option privilégiée devrait limiter les incidences négatives sur l'environnement. Le secteur financier traditionnel utilise principalement la DLT avec permission, qui est moins énergivore. À cela s'ajoute que certaines DLT sans permission utilisées pour certaines émissions de crypto-actifs envisagent de passer à des mécanismes de consensus différents (permettant la validation de la transaction sur DLT) qui demandent beaucoup moins d'énergie.

D. Suivi

Quand la législation sera-t-elle réexaminée?

La Commission observera l'incidence des options privilégiées et évaluera leur efficacité au regard des objectifs déclarés (accroître la sécurité juridique, garantir la protection des consommateurs, l'intégrité du marché et la stabilité financière, et soutenir l'innovation) selon une liste d'indicateurs précis.