

Titre	Convention Titres de 2006 et évolutions numériques dans le domaine des marchés de titres : Actualisation
Document	Doc. préL. No 13A de janvier 2025
Auteur	BP
Point de l'ordre du jour	Point III.3.a
Mandat(s)	C&D Nos 53 et 54 du CAGP de 2024
Objectif	Faire état de l'avancement des travaux relatifs à la Convention Titres de 2006 et des évolutions numériques dans le domaine des marchés de titres
Mesure à prendre	Pour décision <input checked="" type="checkbox"/> Pour approbation <input type="checkbox"/> Pour discussion <input type="checkbox"/> Pour action / achèvement <input type="checkbox"/> Pour information <input checked="" type="checkbox"/>
Annexes	Actualisation de l'annexe du Doc. préL. No 10A de janvier 2023 (Cadres juridiques et études de cas de tokenisation de titres) - <i>en anglais uniquement</i>
Document(s) connexe(s)	Doc. préL. No 15A de février 2024

Table des matières

I.	Introduction	2
II.	État d'avancement des travaux.....	2
III.	Questions de droit international privé liées aux titres numériques et tokenisés	3
	A. Numérisation et tokenisation des titres	3
	B. Détermination de la compétence et de la loi applicable dans le contexte des marchés de titres à la lumière des évolutions technologiques relatives aux mécanismes de stockage distribué.....	4
IV.	Alignement sur le projet sur les jetons numériques / Groupe d'experts proposé.....	5
V.	Propositions soumises au CAGP	6
VI.	Annexe.....	7

Convention Titres de 2006 et évolutions numériques dans le domaine des marchés de titres : Actualisation

I. Introduction

- 1 Lors de sa réunion de mars 2024, le Conseil sur les affaires générales et la politique (CAGP) a pris acte des travaux du Bureau Permanent (BP) relatifs à la Convention Titres de 2006 et aux évolutions numériques dans le contexte des marchés de titres. Le CAGP a confié au BP, en collaboration avec des spécialistes du domaine et sous réserve des ressources disponibles, le soin d'étudier les questions liées à la détermination de la compétence et à la loi applicable dans le contexte des marchés de titres à la lumière des évolutions technologiques telles que la technologie du registre distribué (TRD) ; d'évaluer les conséquences de l'intérêt croissant des secteurs des services financiers et des titres pour les évolutions technologiques ; et d'identifier les domaines, dans le contexte de l'économie numérique, pour lesquels il serait opportun et possible d'élaborer de futures lignes directrices normatives concernant les titres¹. Le présent Document préliminaire rend compte des travaux réalisés au cours de l'année écoulée conformément à ces mandats.

II. État d'avancement des travaux

- 2 La Convention Titres de 2006, entrée en vigueur en 2017 pour chacune de ses trois Parties contractantes², établit une règle fondamentale de droit international privé permettant d'apporter clarté et solutions pratiques en matière de loi applicable aux titres détenus auprès d'un intermédiaire. Toutefois, aucun État n'est devenu Partie contractante à cet instrument au cours de l'année écoulée. La Convention Titres de 2006 demeure pertinente dans le contexte de la numérisation continue de l'économie mondiale et de la complexité croissante des nouveaux cas d'utilisation. Il convient de souligner que, pour les titres (numériques) inscrits en compte détenus auprès d'intermédiaires, et en l'absence de tokenisation, les solutions prévues dans la Convention Titres de 2006 demeurent applicables.
- 3 Comme mentionné au CAGP en amont de ses réunions de mars 2023 et mars 2024, les avancées technologiques, notamment l'émergence des mécanismes décentralisés et distribués (tels que la TRD), tendent à élargir le champ d'application des législations relatives aux titres dans plusieurs ressorts juridiques. Cela est particulièrement vrai pour les droits enregistrés au moyen de ces mécanismes³. Le BP a continué de suivre l'état de la situation dans les ressorts juridiques examinés en 2023, en analysant les approches adoptées par les autorités nationales de régulation des marchés de titres ainsi que par les organes législatifs nationaux, tout en supervisant les défis juridiques relatifs à la détermination de la loi applicable et de la compétence découlant de ces approches divergentes⁴.
- 4 Les actualisations effectuées au cours de l'année écoulée figurent à l'annexe I. Les modifications sont signalées par un surlignement bleu, indiquant les nouveaux développements législatifs et les études de cas ajoutés pour compléter le contenu du Document préliminaire No 10A de janvier

1 Conclusion et Décision (C&D) No 54 du CAGP de 2024, disponibles sur le site web de la HCCH à l'adresse www.hcch.net, sous les rubriques « Gouvernance » puis « Conseil sur les affaires générales et la politique » puis « Archives (2000-2024) ».

2 Un état présent détaillant entre autres les dates de signature, de ratification et d'entrée en vigueur des Parties contractantes à la Convention Titres est disponible sur le site web de la HCCH, à l'adresse www.hcch.net, sous les rubriques « Instruments » puis « Conventions et autres instruments », « Convention Titres de 2006 » puis « État présent ».

3 « Convention Titres de 2006, Convention Trust de 1985, Principes sur le choix de la loi de 2015 : Actualisation », Doc. prélim. No 10A de février 2023, disponible sur le site web de la HCCH à l'adresse www.hcch.net (voir le chemin indiqué dans la note 1), para. 5.

4 Le BP a lancé l'étude en 2023 avec le suivi de 18 ressorts représentant toutes les régions du monde. Il poursuit ce suivi tout en envisageant l'ajout de nouveaux ressorts afin d'assurer un examen équilibré et inclusif. Voir Annexe I du Doc. prélim. No 10A de janvier 2023, disponible sur le site web de la HCCH à l'adresse www.hcch.net, sous les rubriques « Gouvernance » puis « Conseil sur les affaires générales et la politique » puis « Archives (2000-2024) ».

2023⁵. En résumé, la plupart des ressorts juridiques étudiés ont continué à préciser leurs cadres juridiques applicables aux jetons, actifs numériques et titres, définissant notamment les conditions dans lesquelles un jeton peut être qualifié de titre, ainsi que les exigences relatives à son enregistrement et à sa négociation. Outre les titres et autres instruments financiers similaires, la tokenisation des actifs du monde réel et des biens immobiliers, particulièrement dans le cadre de la fragmentation des biens sous-jacents à des fins d'investissement des consommateurs, est de plus en plus intégrée dans les cadres réglementaires relatifs aux titres tokenisés.

- 5 Ces évolutions confirment les tendances identifiées en 2024 : l'adoption institutionnelle et réglementaire croissante des technologies décentralisées et des registres distribués dans différents ressorts, combinée à des pressions commerciales constantes liées aux coûts et aux attentes accrues en matière de service client⁶, incite les acteurs des marchés de capitaux à privilégier les solutions reposant sur la TRD. Cela inclut la tokenisation d'instruments financiers traditionnels et la distribution de titres numériques à des investisseurs⁷. Par ailleurs, la possibilité de fragmenter des biens immobiliers pour favoriser des investissements de détail a été identifiée dans certains ressorts comme un moyen efficace d'élargir l'accès aux marchés financiers et aux produits d'épargne⁸.
- 6 En outre, les caractéristiques des offres de titres à jetons varient selon plusieurs facteurs qui peuvent être significatifs dans le cadre du droit international privé, notamment les bases légales et statutaires, les institutions émettrices, les mécanismes d'enregistrement et de surveillance, l'infrastructure de TRD utilisée (par ex., réseaux publics, privés, autorisés ou non) et la possibilité pour les investisseurs de procéder à des reventes de jetons.

III. Questions de droit international privé liées aux titres numériques et tokenisés

A. Numérisation et tokenisation des titres

- 7 Les titres numériques désignent des instruments émis sur une infrastructure reposant sur une TRD ou un protocole comparable, qui sont fonctionnellement équivalents à des titres certifiés⁹. La création d'un titre numérique implique l'enregistrement d'un droit (tel qu'une créance, un droit de société, etc.) dans un registre conforme aux exigences juridiques minimales relatives aux registres de titres¹⁰. L'inscription dans un registre de titres confère à ce droit un statut juridique spécifique, soumis aux règles régissant le transfert et l'exercice de ce droit, telles qu'établies par le système sous-jacent du registre¹¹. Ce cadre engendre plusieurs conséquences susceptibles d'avoir des implications en matière de droit international privé :
- a. **Contrôle et / ou possession** : les titres numériques, contrôlés par une infrastructure basée sur des clés privées (TRD ou protocole analogue)¹², permettent au détenteur de la clé privée

⁵ Doc. pré. No 10A de janvier 2023, disponible sur le site web de la HCCH à l'adresse www.hcch.net, sous les rubriques « Gouvernance » puis « Conseil sur les affaires générales et la politique » puis « Archives (2000-2024) ».

⁶ Forum économique mondial, « [Digital Assets, Distributed Ledger Technology and the Future of Capital Markets](#) », Insight Report, mai 2021.

⁷ *Ibid.*

⁸ Voir par ex., l'annexe I, Développements sur le Cameroun.

⁹ H. Kuhn et K. Löber, « Crypto Securities and Other Digital Assets: Aspects of Substantive and Regulatory Law ». Dans Thomas Keijser (ed), *Transnational Securities Law*, (2e ed.), para. 10.14. Voir aussi le para. 10.16, où les auteurs opèrent une distinction entre les titres dématérialisés ou sans certificat, qui ne possèdent pas de représentation physique et peuvent reposer sur tout type de technologie autre qu'un protocole de TRD.

¹⁰ H. Kuhn et K. Löber, « Crypto Securities and Other Digital Assets: Aspects of Substantive and Regulatory Law ». Dans Thomas Keijser (ed), *Transnational Securities Law*, (2e ed.), para. 10.82.

¹¹ H. Kuhn et K. Löber, « Crypto Securities and Other Digital Assets: Aspects of Substantive and Regulatory Law ». Dans Thomas Keijser (ed), *Transnational Securities Law*, (2e ed.), para. 10.82.

¹² *Ibid.*, para. 10.15.

de modifier le statut de la base de données distribuée pour effectuer une transaction. Cette possibilité de modifier le statut de la base de données, conférée au détenteur de la clé privée, s'apparente au contrôle ou à la possession d'un bien meuble et corporel¹³. Ainsi, à l'instar de la possession de titres certifiés, ce qui est transféré lors d'une transaction est le droit exclusif de contrôler les inscriptions figurant dans le registre des titres.

- b. **Registres inviolables permettant un contrôle et une validation directs par les détenteurs de titres numériques** : les titres numériques ou tokenisés, lorsqu'ils sont inscrits sur une plateforme reposant sur la TRD, garantissent que toute modification est soumise à un mécanisme de validation collective des participants, reflétée dans l'ensemble des copies du registre¹⁴. Cette immutabilité garantit des registres transparents et non falsifiables¹⁵, permettant ainsi aux détenteurs de titres numériques ou tokenisés d'exercer un contrôle direct et de valider les transactions. Cela facilite également la vérification de l'identité des participants¹⁶ et permet la gestion en temps réel des risques et des garanties.

L'incidence de la numérisation et de la tokenisation des titres sur une solution compatible avec la TRD peut ainsi générer des gains d'efficacité grâce à la consolidation des infrastructures auparavant distinctes, dédiées respectivement à l'émission, à la conservation, au commerce, à la compensation et au règlement des transactions de titres sur une plateforme unique¹⁷.

B. Détermination de la compétence et de la loi applicable dans le contexte des marchés de titres à la lumière des évolutions technologiques relatives aux mécanismes de stockage distribué

- 8 Comme évoqué au cours des années précédentes, l'attribution d'un situs aux titres numériques ou tokenisés peut soulever des difficultés. Il est donc difficile de déterminer la loi applicable ou la compétence pertinente sur la base des éléments de rattachement ou des motifs de compétence. En l'absence d'éléments de rattachement clairs ou de motifs de compétence établissant un lien entre un titre numérique ou tokenisé reposant sur la TRD ou un système de stockage distribué à un ressort spécifique, l'autonomie des parties dans le choix de la loi régissant le contrat peut constituer un outil efficace pour garantir la sécurité juridique¹⁸. Lorsque ce choix est juridiquement valide, il permet aux parties de choisir la loi applicable pour régir leurs relations contractuelles, ce qui s'est révélé être une approche efficace. Lorsque les titres numériques sont (i) enregistrés sur des systèmes distribués non autorisés ; (ii) ne sont pas détenus auprès d'intermédiaires identifiés ; et (iii) ne comportent pas de choix exprès (ou valide) de la loi applicable, la référence à la localisation de l'une des parties à la transaction, si elle peut être déterminée, peut constituer un élément de rattachement pour établir la loi applicable à cette transaction.
- 9 Concernant le choix de la loi régissant les droits de propriété sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire (identifié), l'article 4 de la Convention Titres de 2006 subordonne le choix de la loi à certains critères de présence physique que l'intermédiaire concerné doit satisfaire au moment de la conclusion de la convention de compte. Par ailleurs, l'article 5 de la Convention Titres de 2006 prévoit des rattachements subsidiaires permettant d'assujettir les titres intermédiés à la loi de l'État régissant la constitution de l'intermédiaire pertinent ou, à défaut, à celle régissant son organisation et, en l'absence d'une telle convention, la loi applicable est celle de l'État où se situe

¹³ *Ibid.*

¹⁴ H. Kuhn et K. Löber, *supra* note 10, para. 10.07.

¹⁵ D. Patel et E. Ganne, « [Blockchain & DLT in Trade: A Reality Check](#) », novembre 2019.

¹⁶ S. Blemus et D. Guégan, « [Initial crypto-asset offerings \(ICOs\), tokenization and corporate governance](#) », *Capital Markets Law Journal*, Vol. 15, Issue 2, avril 2020.

¹⁷ H. Kuhn et K. Löber, *supra* note 10, para. 10.02.

¹⁸ H. Kuhn et K. Löber, *supra* note 10, para. 10.96.

le principal lieu d'activité de cet intermédiaire. Dans le contexte des titres numériques, les éléments de rattachement prévus par la Convention Titres de 2006 pour déterminer la loi applicable aux titres numériques détenus auprès d'intermédiaires identifiés demeurent pertinents. Une autre considération pertinente concernant l'application de la Convention Titres de 2006 serait le cas d'un intermédiaire qui n'est pas identifié ou enregistré en tant que tel (par ex., les services basés sur la TRD sans personnalité juridique formelle) mais qui exerce néanmoins des fonctions typiques des intermédiaires.

IV. Alignement sur le projet sur les jetons numériques / Groupe d'experts proposé

- 10 Le mandat du projet sur les jetons numériques exclut l'examen des questions liées aux titres. Les travaux portant sur les évolutions numériques dans les marchés de titres, y compris les jetons représentant des titres, sont menés dans le cadre de cette étude post-conventionnelle de la Convention Titres de 2006¹⁹.
- 11 Lors des réunions menées dans le cadre du projet sur les jetons numériques, de nombreuses discussions ont été consacrées à la portée de cette exclusion. Les participants ont observé que les titres tokenisés représentent une partie des cas d'utilisation actuels et envisagés de la tokenisation. Ils ont également discuté de la question de savoir si certaines implémentations de jetons constituent, en dernière analyse, des formes de titres, et ont indiqué que les nouvelles réglementations financières divergent quant à l'inclusion ou l'exclusion des titres dans la définition des jetons et des actifs²⁰. Certains participants ont relevé que cette exclusion n'empêche pas l'étude de la question des titres, bien qu'elle rende impossible la formulation d'orientations dans le cadre des travaux. D'autres ont également souligné que cette exclusion pourrait restreindre, de manière générale, l'examen de catégories spécifiques de jetons, tels que les jetons de gouvernance²¹.
- 12 Enfin, les participants ont veillé à ce que l'espace de discussion dans le cadre du projet sur les jetons numériques ne soit pas indûment restreint en adoptant (et en excluant) une définition large des titres²². À la lumière des discussions, il est proposé que, dans l'éventualité où le CAGP décide de constituer le Groupe d'experts proposé sur les jetons numériques comme recommandé à l'unanimité par les participants, ce Groupe puisse examiner, de manière générale et à titre exploratoire, certains cas d'utilisation liés à la tokenisation des titres. Cette approche aurait pour but de clarifier si, et dans quelles circonstances, l'exclusion s'applique. Le BP consignerait alors les cas d'utilisation pertinents dans les rapports des réunions sur les jetons numériques. Afin d'assurer une cohérence entre les travaux entrepris sur les jetons numériques et les travaux post-conventionnels dans le cadre de la Convention Titres de 2006, il est envisagé que cette liste de

¹⁹ Voir Doc. pré. 5B de janvier 2024, para. 13. Ce document exclut de la portée de sa proposition les travaux relatifs aux « titres, qu'ils soient détenus directement ou indirectement. Il convient de noter que les questions de droit international privé relatives aux titres, qu'ils soient détenus auprès d'un intermédiaire ou dans des systèmes désintermédiés, sont abordées dans le cadre de l'étude sur la Convention Titres de 2006 et les évolutions numériques des marchés de titres. » Le BP doit assurer la coordination et l'alignement entre les travaux proposés dans le Document préliminaire No 5B et les travaux en cours relatifs à la Convention Titres de 2006 et aux évolutions numériques des marchés de titres.

²⁰ Doc. pré. No 4 de novembre 202, annexe II, para. 15, 30 et 46. Les participants ont discuté, par ex., de la question de savoir si l'enregistrement d'un jeton peut être considéré comme un titre, ou si le jeton représente un titre et si la paire forme un actif lié. En matière de réglementation, ils ont souligné que le règlement sur le marché des crypto-actifs (MiCA) traite séparément les instruments financiers et les crypto-actifs. De même, le Rapport sur la détermination de la loi applicable aux actifs inscrits en registres distribués (Rapport HCJP) distingue les instruments financiers des autres actifs numériques sur la TRD. Voir également l'annexe IV, para. 35 à 39, qui examine la notion de titres fondés sur des registres dans le cadre de la loi suisse sur les TRD.

²¹ Doc. pré. No 4 de novembre 2024, annexe IV, para. 52.

²² Doc. pré. No 4 de novembre 2024, annexe II, para. 22.

cas d'utilisation puisse constituer un axe de travail distinct devant être traitée à la lumière des dispositions existantes de la Convention Titres de 2006.

V. Propositions soumises au CAGP

13 À la lumière de ce qui précède, le BP soumet au CAGP les C&D suivantes :

Le CAGP prend acte des travaux du BP relatifs à la Convention Titres de 2006 et aux évolutions numériques dans le contexte des marchés de titres.

Le CAGP confie au BP, en collaboration avec des spécialistes du domaine et sous réserve des ressources disponibles, le soin de poursuivre les actions suivantes :

- a. étudier la détermination de la compétence et de la loi applicable dans le contexte des marchés de titres à la lumière des évolutions technologiques telles que la technologie du registre distribué ;
- b. évaluer les conséquences de l'intérêt croissant des secteurs des services financiers et des titres pour les évolutions technologiques ;
- c. identifier les domaines, dans le contexte de l'économie numérique et des autres travaux normatifs, pour lesquels il serait opportun et possible d'élaborer de futures lignes directrices normatives concernant les titres.

Le BP soumettra un rapport au CAGP lors de sa réunion de 2026. Si ce rapport identifie des travaux allant au-delà du simple suivi, notamment l'élaboration éventuelle d'un cadre de droit international privé, le CAGP se prononcera sur la nécessité de poursuivre ces travaux, en tenant compte des ressources nécessaires à leur mise en œuvre. Si le CAGP juge ces travaux nécessaires, ceux-ci devront être explicitement intégrés au programme de travail de la HCCH.

ANNEXE

Table of Securities Regulators' Approaches to Blockchain Digital Assets and Instruments / Update of 2024 on Tokenisation of Securities Legal Frameworks and Case Studies

No.	Country	Securities Regulator	Legislation/ Regulation/ Guidelines/Case Studies
1.	Australia	Australian Securities and Investments Commission (ASIC)	<p>Since 2018, crypto exchanges are required to register¹ with the Australian Transaction Reports and Analysis Centre (AUSTRAC), which maintains the Digital Currency Exchange Register.</p> <p>In May 2019, ASIC issued updated regulatory requirements for both ICOs and cryptocurrency trading.²</p> <p>In 2021, Australia announced plans to introduce a new licensing framework specifically for cryptocurrency exchanges.</p> <p>In 2024, ASIC published updates to Information Sheet 225, including guidance on scenarios where a digital asset made available to consumers might be categorised as an offer of: a security, a facility for making a financial investment, interests in a managed investment scheme, a derivative, or a non-cash payment facility.³</p>
2.	Bahrain	Central Bank of Bahrain (CBB)'s Capital Markets Supervision Directorate (CMSD)	<p>In 2019, Bahrain published a regulatory module governing crypto assets. The government made the dealings of crypto-centric businesses legal with the due permission of the Central Bank.</p> <p>The regulatory framework contains comprehensive regulations to govern and license 'Regulated Crypto-Asset Services' and is included in Volume 6 of the CBB Rulebook that governs capital markets.⁴</p> <p>The Central Bank of Bahrain has issued amendments to its Crypto-assets Module, expanding the scope to address Digital Token Offerings under regulated crypto-assets activities. In</p>

¹ For example, in April 2022, the ASIC charged a Melbourne-based cryptocurrency lender of falsely claiming it held an Australian credit licence (ACL) when it did not. available at <https://smstrusteenews.com.au/2022/04/22/asic-prosecutes-cryptocurrency-lender/>.

² Australian Securities & Investments Commission, available at <https://asic.gov.au/regulatory-resources/digital-transformation/crypto-assets/>.

³ ASIC, Updates to INFO 225: Digital assets: Financial products and services (December 2024), available at <https://download.asic.gov.au/media/iktkpn20/attachment-to-cp381-published-4-december-2024.pdf>.

⁴ Central Bank of Bahrain Issues Regulations governing Crypto-Asset Services, available at <https://www.tamimi.com/law-update-articles/central-bank-of-bahrain-issues-regulations-governing-crypto-asset-services/>.

			determining whether a digital token qualifies as a security, the CBB will examine the underlying economic purpose of the digital token, its structure, characteristics, as well as the rights attached to the digital token. ⁵
3.	Botswana	-	While Botswana does not have a regulatory framework to govern cryptocurrency trading and does not have an exchange, it passed a bill in February 2022 to regulate digital assets trading. The new rules seek that any company that offers cryptocurrency services, or anything related to digital tokens, should obtain a license from the Non-Bank Financial Institutions Regulatory Authority. ⁶
4.	Brazil	Security and Exchange Commission (SEC)	<p>Crypto assets are not yet regulated in Brazil, with the legal status of utility tokens and cryptocurrencies undefined by any Brazilian law or regulatory authority. However, security tokens are considered securities and are thus regulated by the SEC.⁷</p> <p>The SEC is aiming for changes in the country’s legal framework regarding cryptocurrencies. A few bills on cryptoassets are currently being discussed in Brazil. A relevant example is Bill of Law No. 4401/2021,⁸ which was approved by the Senate in April 2022 and is expected to be approved by the Chamber of Deputies in the near future. This is comprehensive legislation that would regulate transactions involving certain cryptoassets conducted through electronic platforms, according to which digital asset service providers – such as crypto exchanges – would need to seek licence from a national authority – most probably the Central Bank of Brazil – in order to operate and transactions involving cryptoassets.</p> <p>Brazil’s securities regulator published a guidance note addressing when a digital asset is considered a security and specifying what disclosures are to be made.⁹ Brazil’s Central Bank governor announced that the country is preparing to introduce regulations for stablecoins and asset tokenisation in 2025.¹⁰</p>

⁵ CBB Issues a New Regulatory Framework for Digital Tokens Further Developing the Crypto-Assets Market, 30 March 2023, available at <https://www.cbb.gov.bh/media-center/cbb-issues-a-new-regulatory-framework-for-digital-tokens-further-developing-the-crypto-assets-market/>.

⁶ Botswana to Regulate Crypto That Feared Becoming “Wild West”, 02 February 2022, available at <https://www.bloomberg.com/news/articles/2022-02-02/botswana-to-regulate-crypto-that-was-feared-becoming-wild-west>.

⁷ Brazilian guide on cryptoassets, 24 January 2023, available at <https://www.lewsalomao.com.br/publications/article/brazilian-guide-on-cryptoassets>.

⁸ A copy of Bill of Law No. 4401/2021 is available at <https://www25.senado.leg.br/web/atividade/materias/-/materia/151264>.

⁹ Brazil’s Securities regulator defines which crypto-assets are securities, 14 October 2022, available at <https://www.ledgerinsights.com/brazil-securities-regulator-cvm-crypto-assets-securities/>.

¹⁰ Brazil Poised to Regulate Stablecoins and Tokenized Assets by 2025, Says Central Bank Chief, 15 October 2024, available at <https://www.pymnts.com/cpi-posts/brazil-poised-to-regulate-stablecoins-and-tokenized-assets-by-2025-says-central-bank-chief/>.

5.	Cameroon	-	<p>The Government of Cameroon has not legislated on cryptocurrencies as yet, and no regulation or framework exists for the use or trade in cryptocurrencies.</p> <p>In 2015, however, Cameroon reportedly trialled a bitcoin-like digital currency called Trest. Although the results of the tests were “excellent”, the high cost associated with electricity usage when processing cryptocurrency transactions acted as a hindrance to further testing of the use of cryptocurrencies within Cameroon.¹¹</p> <p>A pilot project was launched by a non-governmental organisation in partnership with a Francophone African crypto investment platform to offer fractionalised tokenised government bonds to enable retail investors to enter the market at low price points. The project sought to explore whether such a product could provide savings and investment opportunities for low-income individuals. Almost half of registered users of the pilot reported that this was their first time accessing a savings product, in part because the scheme was accessible with a minimum required investment of USD \$1.53.¹²</p>
6.	Canada	Canadian Securities Administrators (CSA)	<p>The CSA and the Investment Industry Regulatory Organization of Canada (IIROC) have issued guidance requiring crypto trading platforms and dealers in Canada to register with the local provincial regulators.¹³</p> <p>The Ontario Securities Commission has actively enforced the regulations against several unregistered foreign trading platforms.¹⁴</p> <p>CSA issued a notice¹⁵ in 2017 on the applicability of existing securities laws to cryptocurrencies, if the person or company selling the securities is conducting business from within Canada or if there are Canadian investors.</p>

¹¹ Blockchain and Cryptocurrency in Africa by Baker Mackenzie, available at https://www.bakermckenzie.com/-/media/files/insight/publications/2019/02/report_blockchainandcryptocurrencyreg_feb2019.pdf at p. 18.

¹² Leveraging Tokenized and Fractionalized Bonds for Individuals in Cameroon 25 April 2024, available at <https://www.mercycorps.org/research-resources/leveraging-tokenized-fractionalized-bonds>

¹³ Cryptocurrency regulations by country, available at <https://www.thomsonreuters.com/en-us/posts/wp-content/uploads/sites/20/2022/04/Cryptos-Report-Compendium-2022.pdf>.

¹⁴ *Ibid.*

¹⁵ See CSA Staff Notice 46-307 available at https://www.osc.ca/sites/default/files/pdfs/irps/csa_20170824_cryptocurrency-offerings.pdf.

			<p>In 2021, the CSA published guidance¹⁶ for crypto issuers that own or hold crypto assets. Requirements for cryptocurrency exchanges to register with the Financial Transactions and Reports Analysis Centre of Canada (FinTRAC) were also introduced.</p> <p>In 2023, the CSA published guidance noting that value-referenced crypto assets (VRCAs), “assets designed to maintain a stable value over time by referencing the value of a fiat currency or any other value or right, or combination thereof”, may constitute securities and/or derivatives in several jurisdictions.¹⁷</p>
7.	People’s Republic of China	-	<p>There is a blanket ban on cryptocurrencies and all crypto transactions and mining as of September 2021.¹⁸</p> <p>In 2023, guidance from the Securities and Futures Commission and Hong Kong Monetary Authority clarified the framework for tokenised securities through guidance in the Tokenised Securities Circular and the Tokenised Investment Products Circular.¹⁹ Hong Kong was the jurisdiction offering the first tokenised security in the APAC region;²⁰ while, Hong Kong securities brokers have issued native tokenised securities²¹ and fixed-income tokenised funds.²²</p>
8.	Japan	Financial Services Agency (FSA)	<p>Amendments to the Financial Instruments and Exchange Act (FIEA), which is the legislation that regulates securities within Japan, took effect in May 2020 and introduced the term “crypto asset”.²³ Cryptocurrencies that are classified as securities fall under the statutory authority of FIEA.²⁴</p>

¹⁶ See CSA Staff Notice 51-363 available at https://www.osc.ca/sites/default/files/2021-03/csa_20210311_51-363_observations-disclosure-crypto-asset.pdf.

¹⁷ See CSA Staff Notice 21-333 available at https://www.osc.ca/sites/default/files/2023-10/csa_20231005_21-333_crypto-platforms-vrca.pdf.

¹⁸ China's top regulators ban crypto trading and mining, sending bitcoin tumbling, 24 September 2021, available from <https://www.reuters.com/world/china/china-central-bank-vows-crackdown-cryptocurrency-trading-2021-09-24/>.

¹⁹ Hong Kong lays out comprehensive guidance on crypto and tokenised securities-related activities by intermediaries, along with guidance on tokenisation of investment products , 11 December 2023, available at <https://www.herbertsmithfreehills.com/notes/fsrandcorpcrime/2023-12/hong-kong-lays-out-comprehensive-guidance-on-crypto-and-tokenised-securities-related-activities-by-intermediaries-along-with-guidance-on-tokenisation-of-investment-products>

²⁰ Asia witnesses its first tokenised security via Bank of China’s BOCI, 13 June 2023, available at <https://fintech.global/2023/06/13/asia-witnesses-its-first-tokenised-security-via-bank-of-chinas-boci/>

²¹ Linklaters advises GF Securities (Hong Kong) on the successful launch of its tokenised securities in Hong Kong SAR, 25 January 2024, available at <https://www.linklaters.com/en/about-us/news-and-deals/deals/2024/january/linklaters-advises-gf-securities-on-the-successful-launch-of-its-tokenised-securities-in-hong-kong>

²² Linklaters advises Harvest Global Investments on the launch of its tokenised fund in Hong Kong SAR, 18 January 2024, available at <https://www.linklaters.com/en/about-us/news-and-deals/deals/2024/january/linklaters-advises-harvest-global-investments-on-the-launch-of-its-tokenised-fund-in-hong-kong-sar>

²³ For example, see Art. 63-11 of the PSA available at https://www.japaneselawtranslation.go.jp/en/laws/view/3965/en#ie_ch4sc2at6.

²⁴ Japan and Cryptocurrency, available at <https://freemanlaw.com/cryptocurrency/japan/>.

			<p>Nonetheless, cryptocurrencies in Japan are largely regulated because they largely fall under the Payment Services Act (PSA) – that recognises Bitcoin and other digital currencies as legal property – or the FIEA.</p> <p>In December 2021, the FSA indicated that it would propose legislation in 2022 to regulate issuers of stablecoins and toughen regulations to prevent money laundering.²⁵</p> <p>The Financial Instruments and Exchange Act (FIEA) of 1948, as amended in May 2020, includes tokenised securities representing bonds, shares, funds and derivatives.²⁶ An industry report on the security token market of financial year 2023 noted that the total issuance amount of security tokens in Japan in FY 2023 was JPY 97.6 billion, where 85% of products were real estate beneficiary certificate issuance trusts and 13% were corporate bonds.²⁷</p>
9.	Kenya	Capital Markets Authority (CMA)	<p>In Kenya, cryptocurrency is primarily regulated by the following acts: (1) The National Payments Systems Act (NPSA) administered by the Central Bank of Kenya (CBK); (2) the Capital Markets Act (CMA) administered by the Capital Markets Authority (CMA); and (3) the Kenya Information and Communication Act (KICA) administered by the Communications Authority. Cryptocurrencies that qualify as securities are regulated under the CMA, which is the agency charged with overseeing the public offers of securities within Kenya. Even though the CMA has not yet classified cryptocurrency as securities, the legislation empowers the CMA with broad discretion to classify certain cryptocurrencies as securities.²⁸</p> <p>In February 2022, Kenya’s central bank invited the public for views on the potential introduction of a digital currency, in a shift from its original opposition to crypto assets.²⁹</p> <p>A number of ongoing tokenisation efforts in Kenya concern tokenisation of gold, real estate, and farmland.³⁰ The Nairobi Securities Exchange joined the Hedera Council in October 2024,</p>

²⁵ Stablecoins to face new restrictions in Japan, 07 December 2021, available at <https://asia.nikkei.com/Spotlight/Cryptocurrencies/Stablecoins-to-face-new-restrictions-in-Japan>.

²⁶ Article 4 – The unexpected reason behind the unexpected rise of tokenisation in Japan, 03 June 2024, available at <https://futureoffinance.biz/article-4-the-unexpected-reason-behind-the-unexpected-rise-of-tokenisation-in-japan/>

²⁷ BOOSTRY Releases Japan Security Token Market Report, 02 April 2024, available at <https://www.nomuraholdings.com/news/nr/etc/20240402/bstr20240402.html>

²⁸ Kenya and Cryptocurrency, available at <https://freemanlaw.com/cryptocurrency/kenya/>.

²⁹ Kenya's central bank tests public opinion about digital currencies, 10 February 2022, available at <https://www.reuters.com/technology/kenyas-central-bank-tests-public-opinion-about-digital-currencies-2022-02-10/>.

³⁰ Kenya Follows Zimbabwe’s Lead in Tokenising Real-World Assets, Expanding Access to Investment Opportunities, 12 November 2024, available at <https://www.thezimbabwemail.com/technology-science/kenya-follows-zimbabwes-lead-in-tokenising-real-world-assets-expanding-access-to-investment-opportunities/>

			signalling its intent to participate in tokenisation initiatives on Hedera's public permissioned network. ³¹
10.	Malaysia	Securities Commission (SC)	<p>The SC issued guidelines on the regulation of various digital currency platforms operating in the country. The Capital Markets and Services (Prescription of Securities) (Digital Currency and Digital Token) Order 2019 stated that digital tokens are “securities” for purposes of securities laws.³²</p> <p>In October 2024, the SC announced the introduction of a regulatory sandbox and planned improvements to the regulatory framework to encourage securities tokenisation. Corporations developing solutions in areas like financial inclusiveness, Islamic finance and retirement solutions are encouraged to apply to participate in the sandbox.³³</p>
11.	Nigeria	Securities and Exchange Commission of Nigeria (SEC)	<p>The Nigerian Securities and Exchange Commission (SEC) published a new rulebook, the New Rules on Issuance, Offering Platforms and Custody of Digital Assets, in May 2022 to provide regulatory clarity on its cryptocurrency landscape. This publication covers rules on issuance of digital assets as securities, registration requirement for Digital Assets Offering Platforms (DAOPs), registration requirements for Digital Asset Custodians (DACs), rules on Virtual Assets Service Providers (VASPs) and rules on Digital Assets Exchange (DAX).³⁴</p> <p>The SEC operates two programmes to test digital asset-related firms' technology and operation models prior to granting full registration. Firms participating in 2024 provide functions including tokenisation of real estate, agriculture, and infrastructure.³⁵</p>
12.	Singapore	Monetary Authority of Singapore (MAS)	In 2017, the MAS clarified ³⁶ that the offer or issue of digital tokens in Singapore will be regulated by MAS if the digital tokens constitute products regulated under the Securities and Futures Act (SFA). As yet, the SFA does not specify the same.

³¹ The Nairobi Securities Exchange (NSE) Joins the Hedera Council to Expedite Tokenization of Securities in Kenya's Capital Markets, 30 October 2024, available at <https://hedera.com/blog/the-nairobi-securities-exchange-nse-joins-the-hedera-council-to-expedite-tokenization-of-securities-in-kenyas-capital-markets>

³² Capital Markets and Services Act 2007, Capital Markets and Services (Prescription of Securities) (Digital Currency and Digital Token), Order 2019, available at <https://www.sc.com.my/api/documentms/download.ashx?id=8c8bc467-c750-466e-9a86-98c12fec4a77>.

³³ SC Unveils Three Initiatives to Spur Innovation, 01 October 2024, available at <https://www.sc.com.my/resources/media/media-release/sc-unveils-three-initiatives-to-spur-innovation>

³⁴ SEC Nigeria's Consolidated Rules and Regulations, available at <https://sec.gov.ng/regulation/rules-codes/>.

³⁵ Press Release: Update on the SEC's Accelerated Regulatory Incubation Program and Regulatory Incubation Program, 29 August 2024, available at <https://sec.gov.ng/press-release-update-on-the-secs-accelerated-regulatory-incubation-program-and-regulatory-incubation-program/>

³⁶ MAS clarifies regulatory position on the offer of digital tokens in Singapore, 01 August 2017, available at <https://www.mas.gov.sg/news/media-releases/2017/mas-clarifies-regulatory-position-on-the-offer-of-digital-tokens-in-singapore>

			<p>Its regulatory approach towards digital tokens is to look beyond common labels and examine the features and characteristics of each digital token, to determine the applicable regulatory requirements.³⁷</p> <p>The 2019 Payment Services Act³⁸ brought exchanges and other cryptocurrency businesses under the regulatory authority of MAS from January 2020 and imposed a requirement for them to obtain a MAS operating license.</p> <p>As reported in 2023, the regulatory approach towards digital tokens is to look beyond common labels and examine the features and characteristics of each digital token, to determine the applicable regulatory requirements—a digital token may constitute capital markets products including shares, debentures, and securities-based derivatives contracts.³⁹ In November 2024, the MAS announced plans to advance tokenisation in financial services through development of market infrastructures, industry frameworks, and access to common settlement facility for tokenised assets.⁴⁰</p>
13.	South Africa	Financial Conduct Authority (FSCA)	<p>The FSCA has yet to implement any regulations, but a regulatory framework is expected in the near future.⁴¹</p> <p>South Africa’s National Treasury budget review published in February 2022⁴² formally introduced the move to declare cryptocurrencies as financial products. The state also plans to enhance the monitoring and reporting of cryptocurrency transactions to comply with exchange regulations in the country.</p> <p>The South African Reserve Bank is also set to introduce regulations that will see cryptocurrencies classed and treated as financial assets.⁴³</p>

³⁷ MAS’ Guide to Digital Token Offerings’ dated 26 May 2020 available at <https://www.mas.gov.sg/-/media/MAS/Sectors/Guidance/Guide-to-Digital-Token-Offerings-26-May-2020.pdf>.

³⁸ See Art. 2, Payment Services Act available at <https://sso.agc.gov.sg/Acts-Supp/2-2019/Published/20190220?DocDate=20190220>.

³⁹ A GUIDE TO DIGITAL TOKEN OFFERINGS by Monetary Authority of Singapore, available at <https://www.mas.gov.sg/-/media/mas/sectors/guidance/guide-to-digital-token-offerings-26-may-2020.pdf>

⁴⁰ MAS Announces Plans to Support Commercialisation of Asset Tokenisation, 04 November 2024, available at <https://www.mas.gov.sg/news/media-releases/2024/mas-announces-plans-to-support-commercialisation-of-asset-tokenisation>

⁴¹ Crypto regulations in South Africa, 25 February 2022, available at <https://www.michalsons.com/blog/crypto-regulations-in-south-africa/56081#:~:text=Crypto%20Assets%20%26%20Tax&text=The%20South%20African%20Revenue%20Ser vice,disposed%20of%20with%20capital%20intent>.

⁴² Budget Review by National Treasury of Republic of South Africa, 23 February 2022, available at <http://www.treasury.gov.za/documents/national%20budget/2022/review/FullBR.pdf>.

⁴³ Bitcoin not a currency? South Africa to regulate crypto as financial asset, 12 July 2022, available at <https://cointelegraph.com/news/bitcoin-not-a-currency-south-africa-to-regulate-crypto-as-financial-asset>.

14.	Republic of Korea	Financial Services Commission (FSC)	<p>Cryptocurrencies are not considered legal tender nor a financial asset. Exchanges, while legal, are part of a closely monitored regulatory system overseen by the Financial Supervisory Service (FSS).</p> <p>As of 6 September 2022, the FSC has revealed plans to launch a distinct digital securities market with a view towards institutionalising and promoting cryptocurrencies.⁴⁴</p> <p>The envisioned digital securities market would accept tokens that use blockchain. However, these tokens must be registered as electronic securities.</p> <p>Legislation to authorise security token offerings was abandoned during the previous legislative session (May 2020 to May 2024) but is expected to be reintroduced in the current legislative session.⁴⁵ This follows announcements in February 2023 that financial authorities would allow the issuance and distribution of tokenised securities.⁴⁶</p>
15.	Switzerland	Financial Market Supervisory Authority (FINMA)	<p>Switzerland imposes a registration process on cryptocurrency exchanges, which must obtain a license from FINMA in order to operate. FINMA applies existing financial legislation to offerings, including securities trading.</p> <p>In 2021, the DLT Act⁴⁷ was introduced with the goal of adjusting Swiss laws to take advantage of cryptocurrency innovation. The DLT Act constitutes an umbrella legislation that introduces a new concept of so-called DLT Securities (including the newly introduced registered uncertificated securities)⁴⁸ under the Swiss Code of Obligations allowing for the tokenisation of rights, claims and financial instruments.⁴⁹</p> <p>The Swiss legal framework allows for registered tokens on certain blockchains to record a right that may only be enforced and transferred through that ledger; the rights that can be</p>

⁴⁴ South Korea is getting serious on crypto securities- Here's how, 08. September 2022, available at <https://ambcrypto.com/south-korea-is-getting-serious-on-crypto-securities-heres-how/>.

⁴⁵ Current State of the STO Market in South Korea, 13 June 2024, available at <https://reports.tiger-research.com/p/current-state-of-the-kr-sto-market-eng>

⁴⁶ Will security token offering legislation gain traction this time, 01 December 2024, available at https://www.koreatimes.co.kr/www/biz/2024/11/602_387347.html

⁴⁷ Federal Council brings DLT Act fully into force and issues ordinance, 18 June 2021, available at <https://www.admin.ch/gov/en/start/documentation/media-releases.msg-id-84035.html>.

⁴⁸ Switzerland: Swiss Legislative Package on DLT, 23 January 2021, available at <https://www.globalcompliancenews.com/2021/01/23/switzerland-swiss-legislative-package-on-dlt-07012021/#:~:text=On%2025%20September%202020%2C%20the.as%20a%20leading%2C%20innovative%20and.>

⁴⁹ Tokenization of Investment Fund Units, 25 May 2023, available at <https://www.mme.ch/en/magazine/articles/tokenization-of-investment-fund-units>

			incorporated including securities, claims, shares, some intellectual property rights, and financial instruments. ⁵⁰
16.	United Arab Emirates	Securities and Commodities Authority (SCA) Also: Financial Services Regulatory Authority (FRSA)	<p>The Abu Dhabi Global Market, a regulatory body, issued a comprehensive layout on the regulations to be followed while carrying out crypto-related transactions. This regulatory approach identifies categories of digital assets or instruments. Virtual assets including non-fiat virtual currencies are treated as commodities.⁵¹</p> <p>The Dubai Multi Commodities Centre (DMCC) has also termed cryptocurrencies as commodities and opened the avenues for businesses holding a DMCC issued license to trade in this commodity.⁵²</p> <p>The SCA is taking crypto lawmaking to another level by publicising their draft legislation for crypto-asset sale, tokenisation of assets, crypto exchanges and more; and to ask the public for feedback so they can tailor their laws better to local needs.</p> <p>The UAE is also creating a joint digital currency with the Kingdom of Saudi Arabia. The joint crypto Aber, which is built on the blockchain, is sending a clear message that both governments are eager to use cryptocurrency technology and even on testing it out on a state-level for bank dealings and government transactions between the two countries.⁵³</p> <p>Real estate tokenisation projects are gaining popularity in the UAE, giving rise to questions as to the characteristics of the token, the prevailing regulatory framework (such as onshore UAE, the Dubai International Financial Centre, or the Abu Dhabi Global Market).⁵⁴</p>
17.	United Kingdom	Financial Conduct Authority (FCA)	The regulation of crypto assets falls into three categories as identified by the FCA in its Guidance on Crypto Assets: ⁵⁵ security tokens, e-money tokens and unregulated tokens.

⁵⁰ Prel. Doc. No 4 of November 2024, Annex IV, para. 35.

⁵¹ ADGM launches crypto asset regulatory framework, 25 June 2018, available at <https://www.adgm.com/media/announcements/adgm-launches-crypto-asset-regulatory-framework>

⁵² *Ibid.*

⁵³ Saudi Arabia, UAE jointly pilot cross border digital currency, 21 January 2019, available at <https://www.ledgerinsights.com/saudia-arabia-uae-digital-currency-cbdc/>

⁵⁴ Tokenisation of UAE Real Estate, 16 October 2023, available at <https://www.twobirds.com/en/insights/2023/uae/tokenisation-of-uae-real-estate>

⁵⁵ Policy Statement PS19/22: Guidance on Cryptoassets published by the *Financial Conduct Authority (FCA)* on 31 July 2019, available at <https://www.fca.org.uk/publications/policy-statements/ps19-22-guidance-cryptoassets>.

			<p>Security tokens are virtual currencies with characteristics that mean they provide rights and obligations akin to traditional instruments, such as shares, debentures or units in a collective investment scheme.</p> <p>Together with e-money tokens which are virtual currencies meeting, the definition of electronic money, both fall into the UK regulatory perimeter as 'specified investments' under the Financial Services and Markets Act 2000 (FSMA).⁵⁶</p> <p>The FCA has indicated that at least some types of virtual currencies may be transferable securities. In particular, it identifies that traditional shares issued on a public blockchain may be transferable securities, and that some security tokens may 'amount to a transferable security more akin to regulated equity-based crowdfunding'.⁵⁷</p> <p>In January 2022, the UK government announced plans for legislation to address cryptoasset advertisements and protect consumers from misleading claims.⁵⁸</p> <p>In addition to points reported in 2023 which had already set out a framework for tokenised securities, the UK has been progressing its research and piloting of fund tokenisation.⁵⁹ In September 2024 the Bank of England and the Financial Conduct Authority opened applications to participate in a Digital Securities Sandbox.⁶⁰</p>
18.	United States of America	Securities and Exchange Commission (SEC)	The Financial Crimes Enforcement Network (FinCEN) proposed a cryptocurrency regulation (expected by Fall 2022) to impose data collection requirements on cryptocurrency exchanges and wallets for anti-money laundering purposes.

⁵⁶ Virtual Currency Regulation Review, 08 October 2021, available at <https://www.cliffordchance.com/insights/resources/blogs/talking-tech/en/articles/2021/10/virtual-currency-regulation-review.html>

⁵⁷ Para. 6 of the FCA's written submission to the House of Commons Treasury Committee digital currencies inquiry, published 22 May 2018, available at <http://data.parliament.uk/writtenevidence/committeeevidence.svc/evidencedocument/treasury-committee/digital-currencies/written/81677.pdf>.

⁵⁸ Government to strengthen rules on misleading cryptocurrency adverts, 18 January 2022, available at <https://www.gov.uk/government/news/government-to-strengthen-rules-on-misleading-cryptocurrency-adverts>.

⁵⁹ Fund tokenization, 24 November 2023, available at <https://www.fca.org.uk/firms/cryptoassets-our-work/fund-tokenisation>

⁶⁰ Guidance on the operation of the Digital Securities Sandbox, 30 September 2024, available at <https://www.bankofengland.co.uk/financial-stability/digital-securities-sandbox/guidance-on-operation-digital-securities-sandbox>

		<p>The proposed rules⁶¹ would clarify that the definition of “money” under the Bank Secrecy Act applies to virtual currencies and would also apply to domestic and cross-border transactions involving digital assets that have legal tender status.</p> <p>Note: In August 2022, US Senators introduced the Digital Commodities Consumer Protection Act that seeks to close regulatory gaps between state and federal regulation of cryptocurrencies. If passed, the DCCPA would make the CFTC the leading oversight agency for cryptocurrencies that aren’t otherwise deemed securities.</p> <p>Most implementations of tokenised real-world assets, with a focus on yield generation and appreciation in value, will cause them to be treated as securities under the Securities Act⁶². The US has not implemented comprehensive regulations specifically for issuing security instruments on the blockchain, and therefore tokenised real-world assets need to be structured in a way that complies with the Securities Act, including registration under a number of possible pathways.⁶³ US Treasury notes on public blockchains, offered by multiple token projects, have in total exceeded USD \$1 billion.⁶⁴</p>
--	--	---

⁶¹ Clarification of the Requirement to Collect, Retain, and Transmit Information on Transactions Involving Convertible Virtual Currencies and Digital Assets With Legal Tender Status by Department of the Treasury USA, available at <https://www.reginfo.gov/public/do/eAgendaViewRule?pubId=202104&RIN=1506-AB41>.

⁶² Tokenized Real-World Assets: Pathways to SEC Registration, 09 May 2024, available at <https://www.fenwick.com/insights/publications/tokenized-real-world-assets-pathways-to-sec-registration>.

⁶³ Tokenized Real-World Assets: Pathways to SEC Registration, 09 May 2024, available at <https://www.fenwick.com/insights/publications/tokenized-real-world-assets-pathways-to-sec-registration>.

⁶⁴ Over \$1B in U.S. Treasury Notes Has Been Tokenized on Public Blockchains, 28 Mar 2024, available at <https://www.coindesk.com/markets/2024/03/28/over-1b-in-us-treasury-notes-has-been-tokenized-on-public-blockchains>.