



# REVUE JURIDIQUE THÉMIS

de l'Université de Montréal

## NUMÉRO SPÉCIAL

### Les frontières du droit des valeurs mobilières

Propos introductif

Stéphane Rousseau

Entre relations professionnelles et dynamiques commerciales :  
réflexions sur la protection des investisseurs dans la production  
et la distribution des valeurs mobilières au Québec

Cinthia Duclos

Les frontières du droit des valeurs mobilières

Anne-Catherine Muller

La difficile articulation des notions de crypto-actif et  
d'instrument financier en droit de l'Union européenne

Pauline Pailler

L'intégration de l'intelligence artificielle en finance :  
quel rôle pour les régulateurs financiers?

Patrick Mignault  
et Stéphane Rousseau

La directive CSRD : les enjeux de la transposition

Bénédicte François

Ongoing Challenges to U.S. Climate-related Disclosure

Thomas M. Madden  
et Gerlinde Berger-Walliser

The Corporate Sustainability Due Diligence Directive:  
European Neo-Imperialism or an Innovative Approach  
to Tackling Abuses in Global Supply and Value Chains?

Corrado Malberti

The Corporate Sustainability Due Diligence Directive (CSDDD):  
Everything, Everywhere, all at once?

David Ramos Muñoz

# La difficile articulation des notions de crypto-actif et d'instrument financier en droit de l'Union européenne

*Pauline PAILLER\**

**The Difficult Interplay between the Notions of Crypto-Asset and Financial Instrument under European Union Law**

**La difícil articulación de los conceptos de criptoactivo e instrumento financiero en el derecho de la Unión Europea**

**A difícil articulação das noções de criptoativos e de instrumento financeiro no Direito da União Europeia**

欧盟法加密资产与金融工具概念的难解关系

---

## Résumé

Face au développement des crypto-actifs, le législateur européen fait le choix d'une réglementation spécifiquement dédiée en adoptant le Règlement MiCA du 31 mai 2023. L'objectif de ce texte est de réguler ces nouveaux produits – inscrits sous une forme cryptographique –, qui ne relevaient d'aucune réglementation existante. La méthode du législateur européen semble toutefois inaboutie. Sur le plan notionnel, il est ainsi difficile de circonscrire clairement ce qu'est un crypto-actif,

## Abstract

In response to the emergence of crypto-assets, the European lawmaker elected to establish a dedicated regulatory framework through the adoption of the MiCA Regulation on 31 May 2023. This instrument seeks to regulate these novel products – materialised in cryptographic form – which previously escaped any existing legal regime. However, the legislative approach remains incomplete. From a conceptual standpoint, the very definition of a crypto-asset proves difficult to

---

\* Professeure de droit privé, Université Paris Cité – Directrice du CEDAG et membre junior de l'Institut Universitaire de France.

ce qui suscite des difficultés d'articulation avec des notions préexistantes, comme celle d'instrument financier, qui emporte pourtant l'application d'une réglementation d'ordre public. Si le règlement MiCA apporte des éléments de méthode, ceux-ci s'avèrent malheureusement insuffisants.

## Resumen

Ante el auge de los criptoactivos, el legislador europeo ha optado por una regulación específica mediante la adopción del Reglamento MiCA, aprobado el 31 de mayo de 2023. Este texto busca establecer un marco jurídico para estos nuevos productos, registrados en forma criptográfica, que no estaban sujetos a ninguna normativa existente. Sin embargo, el método del legislador europeo parece incompleto. Desde una perspectiva conceptual, resulta difícil definir con precisión qué constituye un criptoactivo, lo que genera dificultades al intentar articularlo con categorías jurídicas preexistentes, como la de instrumento financiero, que sin embargo conlleva la aplicación de una normativa de orden público. Si bien el Reglamento MiCA introduce ciertos elementos metodológicos, estos resultan, lamentablemente, insuficientes.

## 摘要

面对加密资产的发展，欧洲立法者决定通过专门的监管框架进行监管，即于2023年5月31日通过的MiCA法规。该法规旨在规范这些以加密形式体现的新型产品，而在此之前这些产品是不受任何现有法律体系的约束。然而，立法方法仍然不够完善。从概念上讲，加密资产的定义本身就难以精确界定，这使得它与现有法律类别（如金融工具）的关系变得复杂，而金融工具资格又涉及强制性监管条款的适用。尽管MiCA法规提供了一些方法论指引，但这些指引最终仍显得不足

delineate with precision, thereby complicating its articulation with pre-existing legal categories, such as that of the financial instrument, the qualification of which entails the application of mandatory regulatory provisions. Although the MiCA Regulation offers certain methodological indications, these ultimately prove insufficient.

## Resumo

Face ao desenvolvimento dos criptoativos, o legislador europeu optou por uma regulamentação específica ao adotar o Regulamento Relativo aos Mercados de Criptoativos (MiCA), de 31 de maio de 2023. Seu objetivo é regular esses novos produtos – inscritos de uma forma criptográfica –, que escapavam a todas as regulamentações existentes. O método do legislador europeu parece, no entanto, inacabado. No plano conceitual, é difícil delinear claramente o que é um criptoativo, o que suscita dificuldades de articulação com os conceitos pré-existentes, como o de instrumento financeiro, que, entretanto, envolve a aplicação de uma regulamentação de ordem pública. Se o regulamento MiCA oferece elementos de método, infelizmente estes se mostram insuficientes.

# Plan de l'article

<b>Introduction</b> .....	93
<b>I. La méthode d'articulation</b> .....	96
A. Définition technique du crypto-actif .....	96
B. Consécration d'un principe de neutralité technologique.....	97
C. Énoncé d'une typologie non limitative des crypto-actifs .....	98
<b>II. L'application de la méthode</b> .....	100
A. Le syllogisme : un crypto-actif qui a la nature d'un instrument financier doit être soumis au régime des instruments financiers .....	100
B. L'incertitude tenant à la mineure : qu'est-ce qu'un instrument financier ? .....	103
1. Illustration n° 1 : les jetons utilitaires .....	104
a. Jeton utilitaire et titre de capital.....	104
b. Jeton utilitaire et titre de créance.....	105
2. Illustration n° 2 : les jetons non fongibles .....	106
<b>Conclusion</b> .....	107



L'imagination de la pratique en matière financière ne semble pas connaître de limites et l'émergence de nouveaux produits d'investissement alternatifs, qui ne relèvent pas à première vue de la catégorie des instruments financiers, remet en cause et interroge le domaine d'application des textes qui encadrent les marchés financiers. Les débats relatifs aux contours de la notion d'instrument financier, qui commande en droit européen l'application des règles impératives du droit des marchés financiers, sont loin d'être nouveaux; le développement des crypto-actifs a néanmoins relancé et renouvelé ces discussions, interrogeant le modèle de régulation à privilégier pour ces nouveaux actifs, qui présentent pour spécificité d'être inscrits dans une *blockchain*, d'être « tokenisés ». Doit-on en effet privilégier une régulation spécifiquement dédiée, fondée sur la forme de l'actif – sur sa dimension numérique ou cryptographique –, ou doit-on faire abstraction de la forme au profit d'une analyse substantielle, en se fondant sur les droits auxquels l'instrument donne naissance? Et, dans le cas où une analyse substantielle prévaut, une question complémentaire se pose qui est de savoir s'il s'agit véritablement de nouveaux actifs et s'ils n'auraient pas plutôt vocation à intégrer une catégorie juridique préexistante, et en particulier celle des instruments financiers, avec lesquels ils présentent d'incontestables similitudes et qui sont soumis à une réglementation d'ordre public.

Le contexte de la réflexion est désormais bien connu. Dans la foulée du développement du *bitcoin* après la crise des *subprimes*, les opérateurs ont eu recours à une nouvelle technique de financement par les *initial coin offerings* ou ICO, dont le nom est issu d'un rapprochement avec les IPO (*initial public offerings*), qui visent les offres au public de titres financiers. L'objectif était le suivant: des entités, qui n'ont pas forcément la personnalité morale, lèvent des fonds, sur Internet, par l'émission non de titres financiers mais de jetons ou *tokens*, en ayant recours à une *blockchain*. Ces jetons, qui rémunèrent l'investisseur, peuvent prendre des formes diverses: ils peuvent s'analyser comme une crypto-monnaie, propre ou non à l'entité émettrice, mais ils peuvent également représenter un droit hybride. La doctrine a ainsi identifié trois grandes catégories informelles d'actifs: la première vise le modèle de la crypto-monnaie (type *bitcoin*, *ethereum*, etc.); le deuxième les jetons qui offrent des droits politiques et/ou financiers et qui se rapprochent d'instruments financiers classiques, qui sont désignés sous le terme de *security* ou d'*investment tokens*; la troisième les jetons d'usage ou jetons utilitaires, encore désignés sous le terme de *utility tokens*, qui octroient un droit d'usage à leur détenteur en lui permettant d'utiliser la technologie ou les services

distribués par l'émetteur – par exemple, un service de location de stockage sur le *cloud*, de location de puissance de calcul ; la possibilité de prises de position sur des marchés de prédiction, etc.

L'enthousiasme suscité par le développement de ces nouveaux instruments s'est progressivement teinté d'une certaine défiance ; les fraudes devenant de plus en plus récurrentes, il s'agissait de ne pas laisser prospérer des pratiques qui avaient en réalité pour objet l'exploitation d'un vide juridique, permettant à leurs initiateurs de contourner la réglementation d'ordre public des marchés financiers<sup>1</sup>.

Aussi, après plusieurs propositions de réglementation par les législateurs nationaux, dont la France qui avait ainsi mis en place un encadrement optionnel des ICO dans la Loi n°2019-486 du 22 mai 2019, dite « Loi PACTE »<sup>2</sup>, le législateur européen s'est saisi de la question de la régulation de ces nouveaux actifs, qu'il désigne comme des crypto-actifs, par le Règlement (UE) 2023/1114 du 31 mai 2023 sur les marchés de crypto-actifs, dit

<sup>1</sup> Notamment, la *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*, J.O.U.E. L173/349, 12 juin 2014, en ligne : <<https://eur-lex.europa.eu/eli/dir/2014/65/oj?eliuri=eli:dir:2014:65:o&locale=fr>> dite « Directive MIF II » ; le *Règlement (UE) n° 600/2014 du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers et modifiant le règlement (UE) n° 648/2012*, J.O.U.E. L173/84, adopté le même jour, dit « Règlement MIF II » ; *Règlement (UE) 2017/1129 du Parlement européen et du Conseil du 14 juin 2017 concernant le prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de valeurs mobilières à la négociation sur un marché réglementé, et abrogeant la directive 2003/71/CE*, J.O.U.E. L168/12, 30 juin 2017, dit « Règlement Prospectus » ; ou encore le « paquet Abus de marché », composé du *Règlement (UE) n° 596/2014 du Parlement européen et du Conseil du 16 avril 2014 sur les abus de marché (règlement relatif aux abus de marché) et abrogeant la directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil et les directives 2003/124/CE, 2003/125/CE et 2004/72/CE de la Commission*, J.O.U.E. L173/1, 12 juin 2014, dit « Règlement Abus de marché », et de la *Directive 2014/57/UE du Parlement européen et du Conseil du 16 avril 2014 relative aux sanctions pénales applicables aux abus de marché*, J.O.U.E. L173/179, 12 juin 2014, dite « Directive Abus de marché ».

<sup>2</sup> *Loi n° 2019-486 du 22 mai 2019 relative à la croissance et la transformation des entreprises*, J.O.R.F. n° 119, 23 mai 2019, en ligne : <<https://www.legifrance.gouv.fr/loda/id/JORFTEXT000038496102>> ; France DRUMMOND, « Le législateur introduit des jetons dans le Code monétaire et financier », J.C.P. G. 2018.1395 ; Dominique LEGEAIS, « Blockchain et actifs numériques : le droit français va-t-il réellement devenir attractif? », *R.D. bancaire et fin.* 2019, repère 2.

« Règlement MiCA » ou simplement « MiCA »<sup>3</sup>. L'objectif était de proposer une solution uniforme dans tous les États membres de l'Union européenne, en procédant par voie de règlement, applicable directement, et non par voie de directive, excluant ainsi la marge de manœuvre qui subsiste autrement au stade de la transposition.

A priori, le législateur européen a donc opté pour un modèle de régulation autonome de celui qui s'applique en matière d'instruments financiers : quand les instruments financiers seraient soumis à la réglementation d'ordre public du droit des marchés financiers, les crypto-actifs, pour leur part, seraient soumis au régime dédié du Règlement MiCA. À s'en tenir à cette première analyse, la répartition pourrait opérer de façon simple ; la réalité s'avère néanmoins plus complexe, la *summa divisio* instrument financier / crypto-actif étant loin d'être absolue. En effet, certains crypto-actifs ouvrent, sur le plan substantiel, les mêmes droits qu'un instrument financier ; c'est notamment le cas des *security tokens*, qui donnent naissance à des droits financiers et/ou politiques identiques à ceux auxquels donnent naissance des titres financiers. En cas de superposition des qualifications, le Règlement MiCA précise qu'il ne s'applique pas aux crypto-actifs qui répondent à la définition d'un instrument financier, afin d'éviter un contournement de la réglementation d'ordre public des marchés financiers. Mais cette opération de qualification présente de vraies difficultés et rend ardue l'articulation du Règlement MiCA et de la Directive MIF II.

Dans un premier temps, le législateur européen pose dans le Règlement MiCA des éléments de méthode, à partir de quelques principes, repris en partie de positions antérieures de l'Autorité européenne des marchés financiers<sup>4</sup>.

<sup>3</sup> *Règlement (UE) 2023/1114 du Parlement européen et du Conseil du 31 mai 2023 sur les marchés de crypto-actifs, et modifiant les règlements (UE) no 1093/2010 et (UE) no 1095/2010 et les directives 2013/36/UE et (UE) 2019/1937*, J.O.U.E L150/40, 9 juin 2023, en ligne : <<https://eur-lex.europa.eu/eli/reg/2023/1114/oj?locale=fr>> (ci-après « Règlement MiCA ») ; Dominique LEGEAIS, « La régulation européenne des crypto-actifs », *J.-Cl. Droit commercial*, 2024.536 ; Thierry BONNEAU, « Le règlement MiCA du 31 mai 2023 », *R.D. bancaire et fin.* 2023.4.14. Voir aussi Nathalie MARTIAL-BRAZ et Dominique LEGEAIS, « règlement MiCA : les nouvelles règles du jeu en matière de crypto-actifs », *R.D. bancaire et fin.* 2023.5.26.

<sup>4</sup> EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY, *Advice. Initial Coin Offerings and Crypto-Assets*, ESMA50-157-1391, 9 janv. 2019, en ligne : <[https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-157-1391\\_crypto\\_advice.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-157-1391_crypto_advice.pdf)> ; EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY, *Annex 1. Legal qualification of crypto-assets – survey*

Dans un second temps, l'application de la méthode laisse subsister d'importants facteurs d'incertitude, lesquels empêchent de régler clairement la question cruciale de la délimitation des domaines respectifs de MiCA et de MIF II.

## I. La méthode d'articulation

Le règlement MiCA énonce plusieurs principes, à partir desquels il semble possible de dégager une méthode d'articulation des notions de crypto-actif et d'instrument financier. Trois éléments principaux peuvent être identifiés, qui forment la base de la méthode: d'abord, une définition technique du crypto-actif; ensuite, la consécration d'un principe de neutralité technologique; enfin, l'énoncé d'une typologie non limitative de crypto-actifs.

### A. Définition technique du crypto-actif

Le premier élément, attendu, consiste d'abord dans la définition du crypto-actif retenue par MiCA. Le crypto-actif, précise MiCA, est « 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 »<sup>5</sup>, autrement dit, pour simplifier, par une *blockchain*. Le critère retenu tient donc au mode de représentation numérique, le crypto-actif ayant pour particularité d'être inscrit dans une *blockchain* qui va permettre son stockage et son transfert. Le législateur fait donc ici le choix de la forme sur celui de la substance; il privilégie la forme sur le fond. Pour une raison simple; c'est que la forme, la technologie utilisée, est le point commun unique de l'ensemble des crypto-actifs, qui manifestent sinon sur le fond une très grande diversité. Donc, un crypto-actif est un actif qui repose sur la technique de la cryptographie et qui est inscrit dans une *blockchain* (ou plus généralement dans une *distributed-ledger technology*)<sup>6</sup>.

---

to NCAs, ESMA50-157-1384, janv. 2019, en ligne: <[https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-157-1384\\_annex.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-157-1384_annex.pdf)>.

<sup>5</sup> Règlement MiCA, art. 3§1 5).

<sup>6</sup> Voir Dominique LEGEAIS, *Blockchain et crypto-actifs*, Paris, LexisNexis, 3<sup>e</sup> éd., 2025.

## B. Consécration d'un principe de neutralité technologique

Mais, après avoir donné une définition du crypto-actif, le législateur européen apporte ensuite une précision importante, qui concentre une grande partie des difficultés de qualification. Il indique que le critère technologique, s'il constitue indéniablement un élément de définition, n'est pas absolu : en effet, il pose très clairement à cet égard un principe de neutralité technologique<sup>7</sup>. Peu importe finalement si l'actif est cryptographié, peu importe son mode de représentation : la nature de l'actif ne dépend pas de sa forme, mais des droits auxquels il donne naissance. Le simple fait que l'actif soit inscrit dans une *blockchain* ne suffit donc pas à le faire échapper à sa nature véritable. L'inscription dans une *blockchain* n'est conçue que comme un mode de représentation nouveau, qui ne peut faire échec à la nature et au régime préexistants de l'actif, et au principe d'équivalence fonctionnelle qui se traduit par la formule « mêmes activités, mêmes risques, mêmes règles »<sup>8</sup>. Si le crypto-actif est en réalité une monnaie, sa nature sera celle d'une monnaie ; si le crypto-actif est en réalité un instrument financier, sa nature sera celle d'un instrument financier. Ce principe de neutralité technologique est un principe essentiel, préalable, dans la définition du crypto-actif, mais c'est aussi celui qui pose le plus de difficultés au stade de la qualification, car il emporte une superposition possible des qualifications.

En réalité, le législateur européen procède à un choix d'équilibriste, qui suscite des incertitudes. Le principe de neutralité technologique, dès lors qu'il postule une indifférence du support technologique, aurait pu entraîner une simple modification des textes existants afin de les adapter à la nouvelle technologie<sup>9</sup>, sans créer une législation dédiée. C'est la solution retenue par

<sup>7</sup> Sur les limites du principe de neutralité technologique, voir Vincent GAUTRAIS, *Neutralité technologique – Rédaction et interprétation des lois face aux changements technologiques*, Montréal, Éditions Thémis, 2012. Voir aussi Chris REED, « Taking sides on technology neutrality », [2007] 4-3 *SCRIPT-ed* 263, en ligne : <<https://script-ed.org/wp-content/uploads/2016/07/4-3-Reed.pdf>> ; Bert-Jaap KOOPS, « Should ICT Regulation Technology-Neutral? », dans Bert-Jaap KOOPS, Miriam LIPS, Corien PRINS et Maurice SCHELLEKENS (dir.), *Starting Points for ICT Regulation. Deconstructing Prevalent Policy One-Liners. IT & Law Series*, vol. 9, La Haye, T.M.C. Asser Press, 2006, p. 77. Voir finalement Pauline PAILLER, « Le principe de neutralité technologique en droit bancaire et financier », dans Jean-Jacques DAIGRE et Bertrand BRÉHIER, dir., *Mélanges AEDBF France*, t. IX « Droit bancaire et financier », 2025.

<sup>8</sup> Règlement MiCA, cons. (9).

<sup>9</sup> Le principe de neutralité technologique ne signifie pas que la nouvelle technologie n'a pas de conséquence sur l'application du droit en vigueur : il convient de ne pas la

exemple dans le Règlement (UE) n°2022/858 du 30 mai 2022 sur un régime pilote pour les infrastructures de marché reposant sur la technologie des registres distribués, dit aussi « Règlement Régime Pilote », qui modifie la définition des instruments financiers dans la Directive MIF II, pour y intégrer ceux inscrits dans une *blockchain*<sup>10</sup>. Mais le législateur européen, au-delà, crée un régime dédié fondé sur un principe d'équivalence fonctionnelle, pour permettre aux nouveaux acteurs d'accéder au marché à des conditions équitables, par la mise en place de conditions d'accès allégées par rapport à celles imposées aux acteurs traditionnels du secteur financier. Or, il convient d'articuler ce nouveau texte avec les textes préexistants, au prisme du principe de neutralité technologique, ce qui pose un problème de cohérence. La qualification de crypto-actif au sens de MiCA n'emporte en effet application du régime des crypto-actifs qu'à titre subsidiaire, dans la mesure où aucune autre qualification impérative préexistante ne peut être identifiée. Le principe de neutralité technologique s'entend ici à la fois d'un principe de primauté de l'analyse substantielle sur la pure forme technologique et d'un principe d'équivalence des réglementations sur le plan des résultats, par la mise en œuvre d'une réglementation allégée, adaptée aux nouveaux prestataires sur crypto-actifs.

### C. Énoncé d'une typologie non limitative des crypto-actifs

Enfin, le troisième élément contribuant à circonscrire le champ d'application du Règlement MiCA consiste dans l'énoncé d'une typologie des crypto-actifs, auxquels le législateur associe le régime autonome de MiCA. Ce dernier procède ici par énumération et non via un critère substantiel,

---

favoriser ou la défavoriser par rapport aux technologies préexistantes et de prévoir un traitement équivalent.

<sup>10</sup> *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, et modifiant les règlements (UE) no 600/2014 et (UE) no 909/2014 et la directive 2014/65/UE*, J.O.U.E. L151/1, 2 juin 2022, en ligne : <<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/FR/ALL/?uri=CELEX:32022R0858>> (ci-après « Règlement Régime Pilote », qui modifie la définition des instruments financiers posée à l'article 4§1 15) de la Directive MIF II, lequel dispose désormais comme définition d'« instruments financiers » : « les instruments visés à la section C de l'annexe I, y compris lorsque de tels instruments sont émis au moyen de la technologie des registres distribués ».

méthode qu'il a déjà pu utiliser à plusieurs reprises, en particulier pour définir ce qu'est un instrument financier<sup>11</sup>.

Le règlement identifie ainsi trois types de crypto-actifs<sup>12</sup>. Premièrement, les jetons de monnaie électronique ou *e-money tokens* (EMT)<sup>13</sup> : le crypto-actif est alors adossé à une monnaie ayant cours légal et fonctionne sur le modèle de la monnaie électronique ; comme la monnaie électronique, ces crypto-actifs constituent des substituts électroniques des pièces et des billets de banque et sont utilisés pour effectuer des paiements. La difficulté tient alors dans l'articulation avec le régime de la monnaie électronique, le jeton de monnaie électronique étant qualifié de monnaie électronique<sup>14</sup>. Deuxièmement, les jetons se référant à un ou des actifs ou *asset-referenced tokens* (ART)<sup>15</sup> : ce sont des crypto-actifs qui sont adossés à des monnaies ayant cours légal, à des matières premières, à des crypto-actifs, à un panier d'actifs, etc., et qui vont pouvoir être utilisés par leurs détenteurs comme des moyens de paiement et comme réserve de valeur. Ces deux premières catégories sont désignées sous le terme de *stablecoins*<sup>16</sup>. Troisièmement, le Règlement vise les jetons autres que les précédents, lesquels, précise MiCA, « englobent un large éventail de crypto-actifs, dont les jetons utilitaires »<sup>17</sup> ou *utility tokens*. C'est cette dernière catégorie résiduelle, non limitative et

<sup>11</sup> France DRUMMOND, *Droit financier. Les institutions, les activités, les abus de marché*, coll. « Corpus », Paris, Economica, 2020, n<sup>os</sup> 261 et suiv. ; Thierry BONNEAU, Pauline PAILLER, Anne-Claire ROUAUD, Régis VABRES et Adrien TEHRANI, *Droit financier*, coll. « Précis Domat », Paris, LGDJ/Lextenso, 5<sup>e</sup> éd., 2025, n<sup>os</sup> 770 et suiv.

<sup>12</sup> Règlement MiCA, cons. (18) : « Le présent règlement classe les crypto-actifs en trois types, qu'il convient de distinguer les uns des autres et qu'il convient de soumettre à des exigences différentes en fonction des risques qu'ils comportent. Le classement repose sur le fait que les crypto-actifs cherchent ou non à stabiliser leur valeur par référence à d'autres actifs. »

<sup>13</sup> Règlement MiCA, art. 3§1 7) : « «jeton de monnaie électronique» : un type de crypto-actif qui vise à conserver une valeur stable en se référant à la valeur d'une monnaie officielle ».

<sup>14</sup> Règlement MiCA, art. 48.

<sup>15</sup> Règlement MiCA, art. 3§1 6) : « «jeton se référant à un ou des actifs» : un type de crypto-actif qui n'est pas un jeton de monnaie électronique et qui vise à conserver une valeur stable en se référant à une autre valeur ou un autre droit ou à une combinaison de ceux-ci, y compris une ou plusieurs monnaies officielles ».

<sup>16</sup> Pauline PAILLER, « Les monnaies virtuelles », dans GAFAM *et marques de souveraineté*, Revue de Droit Public, sept. 2025, n<sup>o</sup> RDP200v5.

<sup>17</sup> Règlement MiCA, cons. (18). Voir aussi art. 3§1 9) : « «jeton utilitaire» : un type de crypto-actif destiné uniquement à donner accès à un bien ou à un service fourni par son émetteur ».

qui est destinée à recueillir les éventuelles nouvelles créations de la pratique, qui pose le plus de difficulté au regard de l'articulation avec la catégorie des instruments financiers.

Pour résumer, le Règlement MiCA privilégie une définition technique du crypto-actif, doublée d'un principe de neutralité technologique, et écarte toute définition substantielle au profit d'une énumération non limitative, puisque les jetons d'usage ne constituent qu'un exemple de cette dernière sous-catégorie de jetons, appelée à intégrer, en fonction des nouvelles créations de la pratique, de nouveaux actifs. L'application concrète de la méthode laisse toutefois subsister des zones d'ombre.

## II. L'application de la méthode

La méthode du législateur européen permet de clarifier la qualification de certains crypto-actifs, qui dès lors qu'ils en remplissent les conditions, basculent dans la catégorie des instruments financiers (A). Elle est toutefois loin de résoudre toutes les difficultés (B).

### A. Le syllogisme : un crypto-actif qui a la nature d'un instrument financier doit être soumis au régime des instruments financiers

La soumission du crypto-actif au régime MiCA suppose qu'il ne soit pas un instrument financier, afin que le mode de représentation de l'actif ne constitue pas un moyen de contourner la réglementation impérative du droit des marchés financiers. Il en est ainsi bien sûr des titres financiers qui seraient « blockchainisés », c'est-à-dire de titres financiers classiques, émis par une société classique, qui seraient inscrits non dans un compte-titres, mais dans une *blockchain*. Cette possibilité est offerte dans certains États membres, comme la France<sup>18</sup>, et est autorisée même pour les titres finan-

<sup>18</sup> Depuis l'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, J.O. 9 déc. 2017, p. 287, en ligne : <<https://www.legifrance.gouv.fr/loda/id/JORFTEXT000036171908/>>, complétée par le Décret n° 2018-1226 du 24 décembre 2018 relatif à l'utilisation d'un dispositif d'enregistrement électronique partagé pour la représentation et la transmission de titres financiers et pour l'émission et la cession de minibons, J.O. 26 déc. 2018, p. 298, en ligne : <<https://www.legifrance.gouv.fr/loda/id/JORFTEXT000037852460/>>, l'article L211-7 du Code monétaire prévoit la possibilité,

ciers cotés, dès lors qu'ils sont admis aux opérations d'une « infrastructure de marché DLT », par le règlement Régime Pilote<sup>19</sup>. Dans cette hypothèse, il s'agit de titres financiers traditionnels au sens de la directive MIF II<sup>20</sup> : si le support change (*blockchain* et non compte-titre), ce qui peut susciter des incertitudes spécifiques<sup>21</sup>, il s'agit bien de titres financiers. Ils relèvent donc sans aucun doute de la réglementation sur les marchés financiers.

À ces titres financiers « blockchainisés », on peut rattacher les *security tokens* pris plus largement. Les *security tokens* ne sont pas des titres financiers sur le plan formel, mais des jetons digitaux reproduisant contractuellement les droits financiers (droit aux dividendes, par exemple), voire les droits politiques d'un titre financier. Ces droits se trouvent déterminés par le contrat d'émission des *tokens*, et peuvent parfois être intégrés dans un *smart contract*, en particulier pour assurer le paiement des flux financiers aux porteurs de *tokens* ou leur permettre d'exercer des prérogatives de gouvernance, via des droits de vote. Il s'agit ici de purs jetons digitaux qui, sans être formellement des titres, fonctionnent sur leur modèle, par le biais d'une

---

pour un émetteur, d'émettre des titres financiers non cotés et de les inscrire en *blockchain*. À l'article L. 211-3, al. 2 du Code monétaire et financier, le législateur prévoit dans ce cas un principe d'équivalence des inscriptions dans un compte-titres et dans une *blockchain*. La solution a été étendue aux titres financiers admis aux opérations d'une « infrastructure de marché DLT » par la *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*, J.O. 10 mars 2023, p. 59, en ligne : <<https://www.legifrance.gouv.fr/jorf/id/JORFTEXT000047281777>>, en application du Règlement Régime pilote.

<sup>19</sup> Pour les conditions, voir Règlement Régime Pilote, art. 3. Voir aussi François GILBERT, « Régime pilote et nouveaux entrants », *BJB* 2023.02.55 ; Matthieu LUCCHESI et Bastien RAISSE, « Le règlement européen sur le régime pilote : l'innovation réglementaire pour les infrastructures de marché en blockchain face au défi de sa mise en œuvre », *R.D. bancaire et fin.* 2022.5, étude 10 ; Clément SAUDO, « Règlement Régime Pilote : les infrastructures de marché autorisées à tester les technologies de registre distribué », *La Revue des Juristes de Science Po* 2023.23.71 ; Stéphanie CABOSSORAS et Julien NIVOT, « Le futur règlement européen instaurant un régime pilote pour les infrastructures de marché sur la blockchain », *BJB* 2022.02.41.

<sup>20</sup> Directive MIF II, art. 4§1 15) : « « instruments financiers » : les instruments visés à la section C de l'annexe I, y compris lorsque de tels instruments sont émis au moyen de la technologie des registres distribués ».

<sup>21</sup> Vincent MALASSIGNÉ, « Le principe d'équivalence de l'inscription en compte et de l'inscription dans un dispositif d'enregistrement partagé », dans Véronique MAGNIER et Patrick BARBAN (dir.), *Blockchain et droit des sociétés*, coll. « Thèmes et commentaires », Paris, Dalloz, 2019, p. 37.

*blockchain*. Eux aussi, sur le fondement du principe de neutralité technologique, doivent être rattachés à la catégorie des titres financiers et soumis à la Directive MIF II<sup>22</sup>. Il en est de même des titres de créance structurés qui donnent droit à un versement en fonction de la performance d'un actif sous-jacent (*exchange-traded commodities*, *exchange-traded funds*, etc.). De tels *security tokens* pourraient aussi être rapprochés de la catégorie des parts ou actions d'organismes de placement collectif ou encore des dérivés.

À ce stade, la méthode semble opérante, mais c'est alors que les incertitudes commencent à survenir. Qu'est-ce qu'un droit financier ? Qu'est-ce qu'un droit politique ? Parfois la réponse sera évidente, parfois elle le sera moins ; toutes les questions ne sont en effet pas résolues, loin s'en faut. À cet égard, le Règlement MiCA renvoie d'ailleurs à l'Autorité européenne des marchés financiers le soin d'établir les conditions et les critères permettant de qualifier certains crypto-actifs d'instruments financiers<sup>23</sup> dans des orientations publiées le 17 décembre 2024<sup>24</sup>, qui mettent en évidence des zones de frottement concernant l'articulation des textes applicables<sup>25</sup>.

<sup>22</sup> EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY, *Advice. Initial Coin Offerings and Crypto-Assets*, préc., note 4, n<sup>os</sup> 106-108. Voir aussi Hubert DE VAUPLANE, « Après les ICO, le temps des STO ? », *Banque* 2019.830.56 ; Pauline PAILLER, « Quels marchés secondaires pour les security tokens ? », *RDBF* 2020, alerte 21.

<sup>23</sup> Règlement MiCA, art. 2§5.

<sup>24</sup> EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY, *Guidelines on the conditions and criteria for the qualification of crypto-assets as financial instruments*, ESMA75453128700-1323, 17 déc. 2024 ; EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY, *Consultation paper on the draft Guidelines on the conditions and criteria for the qualification of crypto-assets as financial instruments*, ESMA75-453128700-52, 29 janv. 2024, en ligne : <[https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2024-01/ESMA75-453128700-52\\_MiCA\\_Consultation\\_Paper\\_-\\_Guidelines\\_on\\_the\\_qualification\\_of\\_crypto-assets\\_as\\_financial\\_instruments.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2024-01/ESMA75-453128700-52_MiCA_Consultation_Paper_-_Guidelines_on_the_qualification_of_crypto-assets_as_financial_instruments.pdf)>.

<sup>25</sup> Voir notamment, Matthias LEHMANN et Fabian SCHINERL, « The Concept of Financial Instruments : Drawing the Borderline between MiFID and MiCAR », *EBI Working Paper Series* 2024.171 ; Thierry BONNEAU, « “Tokens”, titres financiers ou biens divers ? », *RD bancaire et fin.* 2018, repère 1 ; Maxime JULIENNE, « Les crypto-monnaies : régulation et usages », *RD bancaire et fin.* 2018.06, étude 19 ; Louis SORELANSKI, « Réflexions sur la nature juridique des tokens », *BJB* 2018.3.191 ; Arnaud REYGROBELLET, « Le Projet PACTE et les titres financiers », *RTDF* 2018.2-3.76, n<sup>os</sup> 8 et suiv. ; H. DE VAUPLANE, préc., note 22 ; « Qu'est-ce qu'un token utilitaire ? », *RTDF* 2018.1.66 ; « La qualification juridique de certains tokens en titres de créance », *RTDF* 2017.4.30 ; « Crypto-Assets, token, blockchain, ICO : un nouveau monde ? », *Banque* 2017.812.16 ; Iris BARSAN, « Legal challenges of Initial Coin Offerings (ICO) », *RTDF* 2017.3.54 ; Pauline PAILLER, « La distinction des jetons et des titres financiers », *RD bancaire et fin.* 2020, dossier 10.

## B. L'incertitude tenant à la mineure: qu'est-ce qu'un instrument financier ?

Le principe selon lequel un jeton inscrit dans une *blockchain*, qui répond à la définition de crypto-actif au sens de MiCA, peut également être un instrument financier au sens de la Directive MIF II, et donc être soumis à la réglementation d'ordre public des marchés financiers, est légitime. Cependant, ce principe postule indirectement que si le crypto-actif n'a qu'une définition technique dans MiCA, l'instrument financier, pour sa part, aurait une définition substantielle et répondrait à des critères clairs, permettant de mener à bien l'opération de qualification.

Or, il n'en est rien. La notion d'instrument financier posée par la Directive MIF II, à l'image de la notion de crypto-actif posée par le Règlement MiCA, ne répond à aucun critère substantiel<sup>26</sup>. Là aussi, le législateur européen a procédé par la voie de l'énumération, cherchant à retenir la définition la plus large possible, afin de pouvoir intégrer les nouveaux actifs créés par la pratique. L'énumération posée par la section C de l'Annexe 1 de la Directive MIF II est ainsi assez pléthorique – l'énumération porte sur 11 points –, voire parfois redondante – 7 points visent ainsi les dérivés, avec des recoupements. L'énumération ne répond donc pas à un ou à des critères identifiés; elle vise à la fois les valeurs mobilières ou les dérivés, étant précisé que, pour les dérivés par exemple, la Directive n'hésite pas à prévoir que tous les instruments équivalents aux dérivés énumérés sont intégrés dans la catégorie des instruments financiers<sup>27</sup>. En outre, au-delà d'actifs (valeurs mobilières, dérivés) traditionnellement conçus comme des instruments financiers, la catégorie intègre aussi les quotas d'émission de gaz à effet de serre, dont il s'est surtout agi d'encadrer les activités de négociation, parce qu'elles avaient fait l'objet d'importantes fraudes, et qui, s'ils

---

Pour une analyse de droit comparé: Pauline PAILLER, dossier « Quel encadrement pour les Initial Coin Offerings? », RISF 2018.1.7, avec les contributions de Stéphane ROUSSEAU, Romain DAMBRE et Pierre DE GIOIA CARABELLESE.

<sup>26</sup> M. LEHMANN et F. SCHINERL, *id.*

<sup>27</sup> Voir Directive MIF II, Annexe I, Section C, pt 10, retenant une formule générale destinée à intégrer tous les éléments équivalents, autrement dit « tous autres contrats dérivés concernant des actifs, des droits, des obligations, des indices et des mesures non mentionnés par ailleurs dans la présente section, qui présentent les caractéristiques d'autres instruments financiers dérivés, en tenant compte de ce que, notamment, ils sont négociés sur (une PF de négociation) ».

ne sont pas a priori des instruments financiers, y sont assimilés<sup>28</sup>. La définition des instruments financiers est donc une définition fonctionnelle et volontairement flexible. Le législateur européen n'hésite pas dans ce cadre à raisonner par assimilation pour définir le domaine d'application de la Directive MIF II.

L'Autorité européenne des marchés financiers, dans ses orientations, ne procède pas autrement : si elle propose un faisceau d'indices pour identifier des pratiques convergentes permettant de rattacher certains crypto-actifs à la qualification d'instrument financier, elle rappelle que l'analyse doit à la fin s'opérer au cas par cas, au regard de la nature spécifique des droits conférés. Or, toute la difficulté tient justement dans la détermination de la nature des droits en cause. Deux illustrations, qui montrent les limites de l'articulation, permettent de s'en convaincre.

## 1. Illustration n° 1 : les jetons utilitaires

La première illustration concerne les jetons d'usage. Ils sont définis par le Règlement MiCA comme « un type de crypto-actif destiné uniquement à donner accès à un bien ou à un service fourni par son émetteur »<sup>29</sup>. Le risque de requalification paraît devoir être écarté, les instruments financiers ne donnant pas par principe naissance à un droit d'usage<sup>30</sup> ; cette règle pourrait toutefois admettre des tempéraments, qu'il s'agisse, d'abord, de la qualification de titre de capital ou, ensuite, de celle de titre de créance.

### a. Jeton utilitaire et titre de capital

Ainsi, peut-on considérer d'abord qu'un dividende puisse être versé en nature plutôt qu'en numéraire ? Dans l'affirmative, la qualification de titre

---

<sup>28</sup> Notons qu'en droit français, le législateur n'a pas consacré la nature d'instrument financier des quotas d'émission de gaz à effet de serre, mais a privilégié une assimilation des régimes ; voir art. L. 531-0 C. mon. et fin. : « Dans le présent titre, l'expression : "instrument financier" désigne les instruments financiers au sens de l'article L. 211-1 et les unités mentionnées à l'article L. 229-7 du code de l'environnement. »

<sup>29</sup> Règlement MiCA, art. 3§1 9).

<sup>30</sup> Écartant par principe cette qualification, voir : Alain COURET et Hervé LE NABASQUE (dir.), *Droit Financier*, coll. « Précis », Paris, Dalloz, 2019, 3<sup>e</sup> éd., n° 664 : « Pour donner un sens opératoire à l'opposition titre de capital/titre de créance, il faut entendre le terme de créance au sens étroit comme portant sur une obligation monétaire. » ; T. BONNEAU, préc., note 25 ; H. DE VAUPLANE, « La qualification juridique de certains *tokens* en titres de créance », préc., note 25, p. 32-33.

de capital pourrait être retenue quand bien même le jeton donnerait accès à un bien ou à un service. Or, en droit français, rien n'exclut qu'un émetteur distribue à ses associés, à titre de dividendes, un ensemble immobilier<sup>31</sup>, des titres<sup>32</sup> ou encore, dans le domaine viticole, des bouteilles de vin<sup>33</sup>. L'Autorité européenne, dans son projet, renvoie à l'appréciation des autorités nationales des États membres, qui devraient distinguer selon que le flux financier peut être assimilé à un droit au dividende ou au boni de liquidation ou à un droit distinct<sup>34</sup>. La distinction risque d'être parfois difficile à établir.

Dans le même sens, la définition du droit politique peut faire l'objet d'incertitudes. Là encore, l'Autorité européenne invite à distinguer selon que le droit de vote participe de la prise de décision au sein de l'entité, ou ne concerne qu'un projet au sens large, sans incidence sur la prise de décision<sup>35</sup>. On le voit, la frontière avec la qualification de titre de capital peut s'avérer extrêmement ténue.

## b. Jeton utilitaire et titre de créance

Le constat réalisé concernant la qualification de titre de capital est le même concernant ensuite la qualification de titre de créance. Classiquement, l'Autorité européenne souligne qu'un instrument qui incorporerait une dette à l'égard d'un émetteur sur le modèle d'un prêt s'apparenterait à une obligation. C'était la position traditionnelle retenue par exemple en droit français, selon laquelle l'émission obligataire prendrait sa source dans le modèle du prêt, et donnerait donc droit à des créances de remboursement. Mais, la Cour de cassation française a toutefois expressément jugé, au rebours de son analyse traditionnelle, que la qualification d'obligation ne supposait pas nécessairement le remboursement du capital et qu'un titre de créance structuré – en l'espèce un *euro-medium term note* (EMTN) –, qui ne garantissait pas un tel remboursement, pouvait être qualifié d'obligation, rompant le lien avec le contrat de prêt<sup>36</sup>. Ainsi, l'obligation se distingue

<sup>31</sup> Voir par exemple, Cass. com., 12 fév. 2008, n° 05-17085, bull. n°33.

<sup>32</sup> Voir par exemple, ANSA, Comité juridique, 3 oct. 2012, n° 12-058.

<sup>33</sup> Maurice COZIAN, « De l'amour du bon vin... au contrat de société », LPA 1999.54.5.

<sup>34</sup> Voir EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY, préc., note 24, par. 102.

<sup>35</sup> *Id.*, par. 103.

<sup>36</sup> Cass. 2<sup>e</sup> civ., 23 nov. 2017, n° 16-22620 (« la qualification d'obligation n'est pas subordonnée à la garantie de remboursement du nominal du titre ») : BJS 2018.37, note A. COURET ; *Rev. sociétés* 2018.392, note J.-M. MOULIN ; BJB 2018.117e9.47, note

d'une simple créance de remboursement sur le fondement du prêt ; elle ne donne pas nécessairement naissance à une créance monétaire<sup>37</sup>. Même sous l'empire d'autres droits, un tel actif aurait certainement la nature d'un instrument financier par un rattachement à la catégorie des autres titres de créance ou à la catégorie des dérivés, mais ce flottement quant à la délimitation des composantes des instruments financiers manifeste des difficultés de qualification<sup>38</sup>.

En réalité, peut-on jamais être certain qu'un jeton d'usage sera exclu de la qualification d'instrument financier ? Les orientations de l'Autorité européenne peinent à s'en convaincre. Ainsi, l'Autorité, dans le cas d'un crypto-actif qui serait hybride, avec des composantes l'apparentant à un instrument financier et d'autres qui l'apparenteraient à un droit d'usage, applique un principe de hiérarchie, retenant que la composante « instrument financier » doit prévaloir sur la composante « jeton d'usage »<sup>39</sup> en cas d'instrument hybride. Si l'on peut louer le pragmatisme du raisonnement, la sécurité juridique n'y gagne pas nécessairement.

## 2. Illustration n° 2 : les jetons non fongibles

La seconde illustration concerne les jetons non fongibles ou *non-fungibles tokens* (NFT). La particularité du jeton non fongible se cristallise en particulier, comme son nom l'indique, dans son absence de fongibilité. Il ne serait pas substituable, interchangeable avec des choses de même valeur, avec lesquelles il serait lié par un rapport d'équivalence.

Le Règlement MiCA exclut de son champ d'application les NFT, renvoyant à un potentiel MiCA II, et n'apporte donc pas de réponse sur ce point. Mais, si un NFT n'est pas soumis à MiCA, rien n'empêche qu'il soit

---

G. ENDREO ; D. 2018.270, note M. Storck et T. DE RAVEL D'ESCLAPON ; RGDA 2018.52, note L. MAYAUX ; RTD com. 2018.389, note J. MOURY ; LPA 2018.39.12, note A. ARANDA VASQUEZ. Voir Didier PORACCHIA, « Observations sur les valeurs mobilières constituées par un titre de créance », RTDF 2018.2-3.85. Dans le même sens, voir Cass. 2<sup>e</sup> civ., 16 juillet 2020, n° 19-16922 ; RGDA 2020.117r5.44, note L. MAYAUX ; LEDA 2020.112x8.1, note P.-G. MARLY ; RDBF 2020, alerte 65, note P. PAILLER. Voir aussi Cass. 2<sup>e</sup> civ., 10 octobre 2024, n° 22-23116, F-B : RGDA 2024.202c3.19, note L. MAYAUX ; JCP E 2024, à paraître, note P. PAILLER.

<sup>37</sup> France DRUMMOND, « Loi PACTE et actifs numériques », BJB 2019.118m3.60 ; A. REY-GROBELLET, préc., note 25, n<sup>os</sup>16-18.

<sup>38</sup> *Id.*, Orientation n° 9, §74.

<sup>39</sup> *Id.*, par. 141.

soumis à MIF II. La fongibilité n'est pas un critère de qualification des titres financiers. Certes, les titres financiers sont en principe fongibles. Ils procèdent d'une émission collective et sont dits fongibles par catégorie d'émission. Mais certaines catégories de titres financiers ne présentent pas cette caractéristique et peuvent faire l'objet d'une émission fractionnée, à l'unité. C'est le cas en droit français des titres de créance négociables<sup>40</sup>. La fongibilité n'est donc pas un critère de qualification du titre financier et ne permet pas d'exclure de cette catégorie, en soi, le NFT.

En outre, au-delà des NFT « purs », qui seraient véritablement non fongibles, la question se pose du développement important des NFTs fractionnés, permettant à plusieurs investisseurs de détenir une fraction du même NFT, et réintégrant donc une composante de fongibilité. Peut-on considérer qu'un NFT fractionné est toujours un jeton non fongible ? La réponse doit être négative : le NFT fractionné est en quelque sorte un NFT fongible ; la substance, toujours, doit l'emporter sur la forme. De la même manière, un NFT émis en grande série ou en collection, comme c'est le cas de certains NFT du marché de l'art, pourrait être considéré comme fongible<sup>41</sup>. Les orientations de l'Autorité européenne évoquent en ce sens la mise en œuvre d'un « test de la valeur indépendante » fondé sur un faisceau d'indices, et notamment sur l'interconnexion entre NFT d'une même série<sup>42</sup>. Ainsi, un NFT du marché de l'art, dès lors qu'il ferait partie d'une collection qui créerait une interconnexion entre ses composantes, pourrait être soumis à MiCA voire, indirectement, s'il en remplit les caractéristiques, être qualifié d'instrument financier.

\*  
\*   \*   \*

Comme on le voit, la question de la ligne de partage entre crypto-actifs et instruments financiers est loin d'être clairement résolue et doit se conclure par un constat de semi-échec. Le législateur européen, qui a opté pour

<sup>40</sup> Voir l'article L. 213-1 du Code monétaire et financier, qui les définit comme « des titres financiers émis au gré de l'émetteur, négociables sur une plateforme de négociation ou de gré à gré, qui représentent chacun un droit de créance ». Même s'il s'agit de titres atypiques, qui se trouvent à la frontière des effets de commerce, dans la mesure justement où ils sont émis au coup par coup, dans une finalité de refinancement, ils n'en constituent pas moins des titres financiers à part entière.

<sup>41</sup> Règlement MiCA, cons. (10) et (11).

<sup>42</sup> EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY, Orientation n° 8, §70.

l'adoption d'un règlement dédié aux crypto-actifs pour éviter toute zone de non-droit, sans avoir fait le choix de soumettre directement les crypto-actifs à la réglementation d'ordre public des marchés financiers, comme il l'avait fait notamment pour les quotas d'émission de gaz à effet de serre, semble botter en touche. On peut d'ailleurs interroger (et critiquer) son choix de renvoyer à des orientations de l'Autorité européenne des marchés financiers le soin de fixer les critères de distinction entre crypto-actif et instrument financier, alors que la question aurait mérité d'être tranchée dans le Règlement, par le législateur européen, l'enjeu étant tout de même celui de l'application d'une législation d'ordre public.

Si on peut blâmer ce choix du législateur européen, il convient de rappeler qu'il ne peut pas tout. Son rôle unificateur n'est en effet pas absolu. La disparité des législations des États membres complique l'équation, les interprétations diverses que font les États membres de la notion d'instrument financier par exemple en est une illustration assez claire. La question de l'articulation des textes européens en matière de crypto-actif est aussi une question politique et participe d'une réflexion plus générale et ambitieuse, qui vise aussi celle du régime du transfert de propriété du crypto-actif ou encore celle de la loi applicable<sup>43</sup>, et qui est encore largement inaboutie.

---

<sup>43</sup> Voir Matthias LEHMANN, *Crypto-économie et droit international*, vol. 438, Recueil des Cours de l'Académie de La Haye, 2024. Voir aussi UNIDROIT, *Principes relatifs aux actifs numériques et droit privé*, Étude LXXXII-PC, 10-12 mai 2023.