

CONSULTATION DE LA COMMISSION EUROPÉENNE SUR LE MARCHÉ DES CRYPTOACTIFS :

Une étape clé vers un nouveau cadre réglementaire en Europe

La Commission européenne a initié, le 19 décembre 2019, une **consultation publique**¹ sur les éventuelles modifications à apporter à la réglementation financière existante et les novations à inclure pour assurer le développement pérenne du marché des cryptoactifs en Europe.

Cette consultation est l'aboutissement d'un cheminement réglementaire, initié en mars 2018 avec la publication du *Fintech action plan*² de la Commission européenne, et alimenté par les travaux de l'EBA³ et de l'ESMA⁴ publiés en janvier 2019. Les réponses qui seront apportées à cette consultation ont vocation à nourrir l'élaboration, par les services de la Commission, d'une **feuille de route stratégique en matière de finance digitale** (« *new Digital Finance Strategy for the EU* »)⁵. A ce titre, elle constitue **une étape décisive pour les réformes à venir en matière de régulation financière, en lien avec l'innovation**, et donc un moment clé dont les parties prenantes doivent se saisir.

En parallèle de cette consultation dédiée à la régulation du marché des cryptoactifs, la Commission européenne a également publié un document relatif à la **résilience opérationnelle des dispositifs digitaux**⁶ dans le domaine des services financiers. Ces deux publications sont des signaux clairs envoyés au marché **qui augurent de futures propositions législatives**.

Le document relatif au cadre réglementaire applicable au marché des cryptoactifs est une consultation dense articulée autour de quatre axes. Le premier est d'ordre général avec une série de questions qui vise à mieux comprendre l'utilisation qui est faite des cryptoactifs par le grand public. Les trois autres axes sont davantage d'ordre technique : portant sur le caractère adapté de la réglementation financière en vigueur ou, plus prospectifs, portant sur l'opportunité d'adopter des règles nouvelles pour répondre aux spécificités du marché des cryptoactifs. Ils s'adressent aux praticiens des marchés financiers (autorités de régulation ; participants de marché traditionnels ; et nouveaux acteurs « cryptos »).

La date limite de réponse, qui s'effectue *via* un questionnaire en ligne, est fixée **au 19 mars 2020 au plus tard**.

La classification des cryptoactifs comme point de départ des réflexions réglementaires

Dans le cadre de cette consultation, la Commission européenne retient une définition large des cryptoactifs qui sont définis comme « *a digital asset that may depend on cryptography and exists on distributed ledger* ». Il s'agit toutefois d'une catégorie plus étroite que le concept « d'actif digital » qui recouvre toute représentation digitale d'un actif.

Le sujet de la classification des cryptoactifs n'est pas nouveau. Il a déjà été clairement identifié dans les avis des autorités européennes de supervision et, en particulier, par l'EBA qui avait suggéré une ébauche de taxonomie distinguant trois types de jetons (de paiement, d'investissement et utilitaires)⁷. Si cette thématique est de nouveau abordée par la Commission européenne, **c'est que le « type » de cryptoactif considéré et sa nature juridique sont déterminants dans le corps de règles applicables aux activités conduites en lien avec les dits cryptoactifs**.

¹ Commission européenne, « [Consultation Document on an EU framework for markets in crypto-assets](#) », 19 décembre 2019 (« Document de consultation »).

² Commission européenne, « [Plan d'action pour les technologies financières : pour un secteur financier européen plus compétitif et plus innovant](#) », 8 mars 2018.

³ European Banking Authority (EBA), « [Report with advice for the European Commission on crypto-assets](#) », 9 janvier 2019.

⁴ European Securities and Market Authority (ESMA), « [Advice, Initial Coin Offerings and Crypto-Assets](#) », 9 janvier 2019.

⁵ Document de consultation, p.3.

⁶ Commission européenne, « [Consultation Document, Digital operational resilience framework for financial services : making the Eu financial sector more secure](#) », 19 décembre 2019.

⁷ European Banking Authority (EBA), « [Report with advice for the European Commission on crypto-assets](#) », 9 janvier 2019, p.7.

Cette catégorisation est également essentielle car elle permettrait d'identifier clairement quels instruments entrent dans le périmètre réglementaire (parce qu'ils répondent notamment aux caractéristiques d'un instrument financier ou d'une monnaie électronique au sens de la réglementation européenne) et lesquels en sont exclus.

Dans ce contexte, la Commission européenne interroge les parties prenantes sur l'opportunité de mettre en place une telle classification, notamment eu égard aux difficultés afférentes à la mise en place de toute taxonomie (qui, par définition, force à établir de manière statique une certaine vision des réalités de marchés).

Opportunité et nécessité d'étendre le périmètre réglementaire aux activités « cryptos » aujourd'hui non régulées

Les questions de la Commission européenne visent à évaluer l'opportunité de mettre en place un régime *ad hoc* (à la manière de ce qu'ont pu faire certains Etats membres) au niveau européen pour servir le développement pérenne du marché des cryptoactifs en Europe, en assurant la lisibilité du cadre juridique applicable à ces activités, tout en atténuant les risques associés.

Plusieurs activités « cryptos » font l'objet de questions dédiées, en particulier : (i) l'émission de cryptoactifs au sens large ; (ii) l'émissions de *stablecoins* dont la valeur stable est assurée en référence à des actifs réels ; (iii) les plateformes de négociation de cryptoactifs ; (iv) les services de conversion (crypto/fiat et crypto/crypto) ; et (v) le service de portefeuille de conservation.

S'agissant des *stablecoins*, la Commission européenne aborde le sujet à plusieurs reprises en faisant notamment référence aux récentes publications des instances internationales⁸ qui ont mis en exergue les risques potentiels associés à ces nouveaux instruments (stabilité financière, souveraineté monétaire). La Commission interroge plus particulièrement les parties prenantes sur les exigences (en termes de transparence, de liquidité, de gestion) qui pourraient être imposées vis-à-vis de la réserve sous-jacente assurant la valeur de l'instrument⁹. C'est une problématique centrale révélée par l'initiative de Facebook avec son projet Libra.

S'agissant des **plateformes de négociation de cryptoactifs**, le document décrit les différents modèles d'organisation du marché des cryptoactifs en distinguant notamment les plateformes dites « centralisées » (qui détiennent les actifs pour le compte de leur clients et où l'exécution des transactions s'effectue « off chain »), des plateformes « décentralisées » (qui, à l'inverse, ne détiennent pas les actifs de leurs clients et où l'exécution des transactions s'effectue « on chain »). Les questions de la Commission portent sur les exigences qui pourraient être imposées aux opérateurs de ces plateformes en matière, par exemple, de gouvernance ; de ségrégation des actifs ; de fonds propres ; de *reporting* ; etc.¹⁰

S'agissant du **service de portefeuille de conservation de cryptoactifs**, le document de consultation ne propose pas de définition précise de ce service, mais reconnaît qu'il existe plusieurs solutions de marché. Le document distingue les « *software* » des « *hardware wallets* », mais également les solutions qui détiennent effectivement les cryptoactifs pour le compte de leurs clients (les « *custodial wallet providers* »)¹¹. Les questions portent notamment sur les exigences réglementaires qui pourraient être imposées à ces prestataires en matière de gouvernance ; de ségrégation des actifs ; de conflits d'intérêts ; de fonds propres, etc.¹² La Commission interroge également les parties prenantes sur (i) la possibilité pour ces prestataires d'assurer la conservation de tous les types de cryptoactifs (non régulés et régulés, tels que les « *security tokens* » qui présentent les caractéristiques des instruments financiers) ; et (ii) l'opportunité d'inclure dans le périmètre réglementaire d'autres solutions en lien avec la conservation des cryptoactifs (au-delà des « *custodial wallet providers* »)¹³.

⁸ G7, « [Investigating the impact of global stablecoins](#) », octobre 2019 et Financial Stability Board (FSB) « [Regulatory issues of stablecoins](#) », 18 octobre 2019.

⁹ Document de consultation, question 25, p.15.

¹⁰ Document de consultation, question 28, p.17.

¹¹ Document de consultation, p.19.

¹² Document de consultation, question 32, p.20.

¹³ Document de consultation, questions 33 et 34, p.21.

Outre les services susmentionnés, la Commission mentionne également d'autres services en lien avec les cryptoactifs, sur le modèle des services d'investissement traditionnels (ex. service de conseil, de réception et de transmission d'ordres, de gestion de portefeuille, etc.) et s'interroge sur l'opportunité de les inclure dans le périmètre réglementaire, de manière obligatoire ou optionnelle¹⁴.

Enfin, la Commission dédie plusieurs questions sur le **périmètre d'application des règles en matière de lutte anti-blanchiment et de financement du terrorisme (LCB-FT)**. Elle demande notamment si ces exigences doivent être étendues à tous les prestataires de services sur cryptoactifs¹⁵ (dans l'éventualité de la mise en place d'un régime *ad hoc*), mais également comment couvrir les risques en matière de LCB-FT qui émanent de transactions totalement désintermédiées (cas des transactions effectuées sur des plateformes décentralisées)¹⁶.

Applicabilité de la réglementation financière actuelle aux *security tokens* et aux *e-money tokens*

La dernière partie de la consultation passe en revue l'intégralité de la réglementation financière applicable en interrogeant les parties prenantes sur le caractère adapté de ces règles pour répondre aux spécificités d'une part des *security tokens* et d'autre part, des *e-money tokens*.

Security tokens

Dans le document de consultation, les *security tokens* « *refer to crypto-assets issues on a DLT and that qualify as transferable securities or other types of MiFID financial instruments* »¹⁷. Le document précise que, par extension, les activités fournies en lien avec ces instruments et les transactions effectuées sur ces instruments sur des plateformes de négociation rentrent naturellement dans le champ d'application des dispositions de MiFID II¹⁸ et d'autres réglementations applicables, tels que les règlements CSDR¹⁹ ou EMIR²⁰.

La Commission rappelle donc, qu'en principe, si un *security token* présente les caractéristiques d'un instrument financier, alors la législation applicable aux instruments financiers « traditionnels » lui est applicable. Elle est toutefois consciente des limites intrinsèques des règles existantes qui apparaissent difficilement applicables, notamment aux nouvelles formes d'échanges des *security tokens*, tels que les réseaux dits « non permissionnés »²¹ ou les plateformes décentralisées²².

Dans son document de consultation, et eu égard aux écarts de transpositions dans les Etats membres de la notion d'instrument financier héritée de MiFID II, la Commission européenne interroge les parties prenantes sur la **nécessité d'arrêter une approche commune et harmonisée pour qualifier les *security tokens***²³.

En se référant au travail effectué par l'ESMA²⁴, la Commission peigne ensuite l'intégralité de la réglementation financière²⁵ en s'interrogeant sur (i) son applicabilité au cas des *security tokens* et (ii) les besoins d'ajustement éventuels pour couvrir les nouveaux types de risques émanant de ces instruments (que le législateur n'avait pas pris en compte lors de la rédaction initiale des textes).

¹⁴ Document de consultation, question 35, p.21.

¹⁵ Document de consultation, question 43, p.24.

¹⁶ Document de consultation, question 44, p.25.

¹⁷ Document de consultation, p.29.

¹⁸ Directive 2014/65/UE concernant les marchés d'instruments financiers (« directive MiFID II »).

¹⁹ Règlement (UE) n° 909/2014 concernant l'amélioration du règlement de titres dans l'Union européenne et les dépositaires centraux de titres (« règlement CSDR »).

²⁰ Règlement (UE) n° 648/2012 sur les produits dérivés de gré à gré, les contreparties centrales et les référentiels centraux (« règlement EMIR »).

²¹ Un réseau *blockchain* auquel, en principe, n'importe qui peut participer et contribuer au processus de validation des transactions.

²² Plateformes au sein desquelles les transactions entre parties s'effectuent directement de pair-à-pair « *on chain* » sans l'intermédiation d'un tiers et grâce au recours à des *smart contracts*.

²³ Document de consultation, questions 59-61, pp.32-33.

²⁴ European Securities and Market Authority (ESMA), « [Advice, Initial Coin Offerings and Crypto-Assets](#) », 9 janvier 2019.

²⁵ Document de consultation, questions 59 - 107, pp.32-50.

A ce titre, la Commission traite naturellement de **MiFID II** (règles applicables aux entreprises d'investissement ; aux plateformes de négociation ; en matière de protection des investisseurs (marketing via les médias sociaux et en ligne) ; de transparence pré et post négociation ; de résilience des systèmes) ; du **règlement abus de marché**²⁶ ; du **règlement vente à découvert**²⁷ ; du **règlement Prospectus**²⁸ (périmètre des exemptions ; contenu du prospectus ; facteurs de risques) ; du **règlement CSDR** ; de la **directive finalité**²⁹ ; de la **directive collatéral**³⁰ ; du **règlement EMIR** et de la **directive AIFM**³¹.

E-money tokens

Dans le document de consultation, les e-money tokens « *are a type of crypto-assets that qualify as electronic money under EMD2* »³². Les cas spécifiquement visés par la Commission sont des instruments de paiement qui présentent les caractéristiques d'une monnaie électronique au sens de la réglementation européenne³³. La Commission vise explicitement ici certains *stablecoins* pour lesquels la valeur (relativement) stable est assurée *via* un adossement à des actifs réels.

Les services de paiement fournis en lien avec ces instruments qualifiés de monnaie électronique, doivent également satisfaire aux exigences de la directive relative aux services de paiement³⁴. La Commission interroge les parties prenantes sur le caractère adapté de ces deux corps de règles (EMD2 et PSP2) aux spécificités des *e-money tokens*, en particulier des *stablecoins* et des *global stablecoins*³⁵.



Cette consultation dense (117 questions) marque ainsi **un tournant dans la réflexion réglementaire européenne en lien avec le marché des cryptoactifs**. Elle annonce de futures propositions législatives qui seront structurantes pour le futur des acteurs, mais également pour l'attractivité du marché unique.

Il semble également que les travaux qui ont été initiés en France aient largement inspiré les pistes réglementaires envisagées dans cette consultation. En effet, les régimes prévus par la loi PACTE³⁶ en France pour les émetteurs d'ICO³⁷ et les prestataires de services sur actifs numériques (PSAN) pourront sans doute servir, dans une certaine mesure, sinon de référence, au moins d'exemples, dans les retours qui seront faits à cette consultation. En cela, les acteurs français bénéficient d'une certaine avance et il est important qu'ils se mobilisent, dans le cadre de cette consultation publique, **pour capitaliser sur les enseignements réglementaires issus du régime français en vue du potentiel établissement d'un nouveau dispositif réglementaire à l'échelle européenne**.

²⁶ Règlement (UE) n° 596/2014 du 16 avril 2014 sur les abus de marché (« **règlement MAR** »).

²⁷ Règlement (UE) n° 236/2012 sur la vente à découvert et certains aspects des contrats d'échange sur risque de crédit.

²⁸ Règlement (UE) 2017/1129 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 (« **règlement Prospectus** »).

²⁹ Directive 98/26/CE concernant le caractère définitif du règlement dans les systèmes de paiement et de règlement des opérations sur titres (« **directive Finalité** »).

³⁰ Directive 2002/47/CE concernant les contrats de garantie financière (« **directive collatéral** »).

³¹ Directive 2011/61/UE sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs (« **directive AIFM** »).

³² Document de consultation, p.57.

³³ Directive 2009/110/CE concernant l'accès à l'activité des établissements de monnaie électronique et son exercice ainsi que la surveillance prudentielle de ces établissements (« **directive EMD2** »).

³⁴ Directive (UE) 2015/2366 concernant les services de paiement dans le marché intérieur, « **directive PSP2** ».

³⁵ Document de consultation, questions 116 et 117, p.54.

³⁶ Loi n° 2019-486 du 22 mai 2019 relative à la croissance et la transformation des entreprises (ou loi PACTE).

³⁷ *Initial Coin Offering* (ICO).

CONTACTS



FRANCK GUIADER
Innovation & FinTech
T +33 (0)1 40 75 44 98
franck.guiader@gide.com



JENNIFER D'HOIR
Innovation & FinTech
T +33 (0)1 40 75 29 48
jennifer.dhoir@gide.com



MATTHIEU LUCCHESI
Innovation & FinTech
T +33 (0)1 40 75 96 57
matthieu.lucchesi@gide.com



JOHN LE GUEN
Innovation & FinTech
T +33 (0)1 40 75 94 70
john.leguen@gide.com

Vous pouvez consulter cet article sur notre site Internet, rubrique Actualités & Publications : gide.com.

Cet article est une publication électronique périodique éditée par le cabinet Gide Loyrette Nouel (le "Cabinet") diffusée gratuitement auprès d'un nombre limité de personnes ayant une relation directe ou indirecte avec le Cabinet. Cette publication est réservée à l'usage privé de son destinataire et n'a qu'une vocation d'information générale non exhaustive. Elle ne saurait constituer ou être interprétée comme un acte de conseil juridique. Le destinataire est seul responsable de l'usage qu'il fait des informations fournies dans cette publication et le Cabinet ne pourra être tenu responsable envers le destinataire de quelconques dommages directs ou indirects découlant de l'utilisation de ces informations. Conformément à la loi "informatique et libertés" n° 78-17 modifiée, vous pouvez demander à accéder, faire rectifier ou supprimer les informations vous concernant traitées par notre service Communication (privacy@gide.com).

Alger
Bruxelles
Casablanca
Istanbul
Le Caire
Londres
New York
Paris
Pékin
Shanghai
Tunis
Varsovie

GIDE

GIDE LOYRETTE NOUEL A.A.R.P.I.
15 rue de Laborde, 75008 Paris | tél. +33 (0)1 40 75 60 00 | info@gide.com

gide.com
[in](#) [f](#) [t](#) [@](#)