

ETN sur crypto-actifs : enjeux pour l'attractivité de la Place de Paris

Mars 2026

Dans un contexte de mutation profonde du marché des crypto-actifs dans le monde, son écosystème européen connaît actuellement des changements majeurs, renforçant la nécessité d'avoir des conditions de concurrence équitables entre juridictions et entre les produits offerts aux investisseurs de détail. D'une part, le cadre réglementaire nouveau introduit dans l'Union européenne avec le règlement européen 2023/1114 (dit « **MiCA** ») vient renforcer les exigences auxquelles les émetteurs de crypto-actifs et les prestataires de services spécialisés sont assujettis. Les investisseurs, quant à eux, sont de plus en plus nombreux à détenir des cryptos-actifs, les considérant comme une nouvelle classe d'actifs.

Face à cet attrait, des produits se sont d'autre part développés, offrant aux investisseurs la possibilité de s'exposer aux crypto-actifs via des instruments financiers. Le succès américain de produits packagés donnant, via des instruments de nature financière, une exposition à un ou plusieurs types de crypto-actifs, a suscité beaucoup d'intérêt dans l'Union européenne.

La réglementation européenne en vigueur sur les organismes de placement collectif (compte tenu des règles sur les actifs éligibles et leur diversification) ne permet pas, à date, la structuration et la commercialisation de fonds d'investissement avec une stratégie d'investissement en particulier centrée sur un nombre très restreint de crypto-actifs, commercialisables auprès des investisseurs non professionnels. La question se pose de savoir si un véhicule d'investissement, éventuellement de type FIA et susceptible de faire l'objet d'un passeport dans l'Union, pourrait répondre aux attentes de certains investisseurs de détail.

Dès lors, les acteurs européens, spécialisés ou non dans les crypto-actifs, ont commencé à s'intéresser à des titres de créance cotés adossés à des crypto-actifs sous-jacents et répliquant leur performance (« **ETN Cryptos** »).

Constatant les tendances de marché dans différents Etats membres européens, et alors que ces nouveaux produits se sont développés depuis plus de deux ans, Paris Europlace,

via un groupe de travail dédié, a souhaité explorer les forces, ainsi que les possibles pistes d'amélioration, de la Place française pour la structuration et la commercialisation d'ETN Cryptos. Les enjeux de structuration des véhicules émetteurs, mais également les conditions de commercialisation de ces produits, ainsi que la clarification de la doctrine en la matière, figurent parmi les enjeux stratégiques identifiés.

Les membres du groupe de travail ont ainsi analysé les principaux enjeux, en France, pour structurer **(1.)** et commercialiser les ETN Cryptos **(2.)**, en tenant compte des aspects fiscaux afférents **(3.)**.

SYNTHESE

Le Groupe de travail a identifié des recommandations à la fois en ce qui concerne la structuration et la commercialisation des ETN Cryptos, ainsi que des points d'amélioration sur les aspects fiscaux.

La structuration des ETN Cryptos se distingue notamment par l'importance du choix entre un mécanisme de réplication synthétique ou physique des crypto-actifs sous-jacents. Aujourd'hui, la quasi-totalité des ETN Cryptos disponibles en Europe est structurée via la réplication physique avec détention en direct des crypto-actifs par l'émetteur et est domiciliée hors de France, principalement pour des raisons fiscales et réglementaires.

Le groupe de travail s'est penché sur la possibilité de répliquer les schémas étrangers en France. Le rapport insiste sur le rôle central du mécanisme juridique permettant l'adossement du titre obligataire aux crypto-actifs sous-jacents, essentiel pour la protection des investisseurs non professionnels. Si la fiducie française offre une sécurité juridique élevée, elle manque parfois de flexibilité opérationnelle au regard de l'exigence d'identifier les bénéficiaires. A l'inverse, le nantissement de crypto-actifs, introduit en 2025 en droit français, propose une alternative plus souple, bien que la protection offerte soit de rang inférieur à celle de la fiducie.

Afin de favoriser néanmoins le recours à la fiducie, le groupe de travail recommande une clarification des autorités sur la compatibilité avec le Code civil du caractère « simplement déterminable » d'une part des bénéficiaires et d'autre part des actifs, afin d'apporter davantage de flexibilité et de confort juridique. Il suggère également le développement de nouveaux outils juridiques, plus adaptés et compétitifs face aux dispositifs étrangers comme le « trust ». Enfin, s'agissant du nantissement sur crypto-actifs, il est impératif que le décret en Conseil d'Etat devant préciser le régime introduit en avril 2025 puisse être finalisé au plus vite pour permettre aux acteurs de saisir pleinement les opportunités offertes par ce régime.

Sur le plan de la conservation, plusieurs acteurs soulignent que les pratiques de marché se sont progressivement alignées sur des standards élevés : recours à des prestataires spécialisés, ségrégation des crypto-actifs, séparation des fonctions de conservation, de courtage et de market making, utilisation croissante de solutions de conservation fournies par des acteurs régulés dans l'Union européenne, voire conformes au cadre MiCA. L'enjeu dans le choix du prestataire, à court terme, semble tenir davantage à la compétitivité (coût, couverture assurantielle, profondeur opérationnelle) qu'à l'existence de freins juridiques.

Sur le plan de la commercialisation, le rapport préconise la mise en place d'une grille standard de marché cible pour tous les ETN Cryptos delta one, ce qui faciliterait leur diffusion auprès des clients non professionnels. Il souligne également la nécessité de clarifier la réglementation applicable dans l'Union, par exemple s'il est possible ou non de proposer ces produits en exécution simple dans certains pays, pour les ETN Cryptos delta one, afin de préserver un traitement uniforme des investisseurs au niveau européen. De plus, le test d'adéquation ou de caractère approprié doit rester accessible, sans vocabulaire trop technique, afin de vérifier la compréhension réelle du client.

La majorité des membres du groupe de travail se félicite de l'évolution des doctrines AMF 2010-05 et 2013-12, jugée indispensable pour permettre l'innovation et renforcer la compétitivité de la France dans ce secteur.

Le rapport met en avant l'importance du canal assurantiel pour la commercialisation des ETN Cryptos, pour ceux offrant une protection suffisante de l'épargne investie compte tenu de leurs caractéristiques, permettant d'élargir la distribution auprès de certains investisseurs, tout en atténuant la double imposition. Les critères d'éligibilité en pratique incluent l'assimilation des ETN à des obligations, des sorties en monnaie fiat uniquement et l'admission à la négociation sur un marché reconnu.

La majorité des membres du groupe de travail seraient également favorables à ce que l'ACPR puisse modifier sa Recommandation 2016-R-04¹ pour assurer une plus grande cohérence des exigences applicables aux produits assurantiers proposant une exposition aux ETN Cryptos avec celles applicables à la commercialisation en direct desdits ETN Cryptos en application de la doctrine de l'AMF.

Plus largement, la majorité des membres du groupe de travail souhaiterait inviter l'ACPR à indiquer qu'il n'existe pas d'incompatibilité générale entre les produits assurantiers et les ETN Cryptos. A l'inverse, la majorité des membres du groupe de travail considère que les ETN Cryptos qui offriraient une protection suffisante de l'épargne investie, compte tenu de leurs caractéristiques, sont éligibles à des produits d'assurance libellés en unités de compte dès lors qu'ils satisfont les conditions posées par le Code des assurances et les exigences applicables en termes de tarification (transparence et justification du caractère proportionné des frais et du rapport qualité-prix notamment). Les membres invitent donc les services de l'ACPR à mener une réflexion conjointe sur la définition des conditions de

¹ ACPR, Recommandation 2016-R-04 « La commercialisation des contrats d'assurance sur la vie en unités de compte constituées d'instruments financiers complexes ».

nature à assurer, en France, un cadre conciliant innovation, équité (level playing field) entre produits, attractivité de la Place et protection des investisseurs.

Enfin, la fiscalité apparaît comme un enjeu majeur. Dans le cas de figure (pour l'instant inexistant) d'un émetteur situé en France, les gains seraient actuellement soumis à une double imposition, au niveau de l'émetteur (IS) puis au niveau de l'investisseur, ce qui réduit l'attractivité du rendement net. Le rapport souligne que l'Allemagne et la Suisse proposent des régimes plus favorables, notamment via l'exonération des gains sous conditions, et appelle à l'exploration d'un régime fiscal spécifique pour renforcer l'attractivité de la France.

Au-delà, les enjeux fiscaux mettent également en lumière l'opportunité d'initier une réflexion, en lien étroit avec les associations de Place, sur :

- ***la pertinence de prévoir des véhicules d'investissement capables de proposer des stratégies d'investissement comparables à celles des ETN Cryptos auprès des investisseurs non professionnels et investissant moins de 100.000 euros via des véhicules bénéficiant d'une transparence fiscale, en tenant compte de l'importance qu'un tel véhicule soit commercialisable dans l'Union européenne si possible ;***
- ***la question de la commercialisation des ETN Cryptos via le canal assurantiel pour appliquer le régime fiscal spécifique aux produits assurantiels pour les investisseurs détenant des ETN Cryptos.***

1. ENJEUX LIES A LA STRUCTURATION DU PRODUIT

a. Structuration de l'émetteur et modalités d'indexation

Sur la base des schémas mis en place à date, les membres du groupe de travail de Paris Europlace retiennent que la structuration des ETN Cryptos implique généralement un mode de réplique physique avec la création d'un véhicule *ad hoc*, dont le capital est détenu par un sponsor, dont l'objet limité inclut notamment l'émission de titres obligataires ayant comme sous-jacents des crypto-actifs, et qui se dote d'un mécanisme assurant l'affectation des crypto-actifs sous-jacents au paiement des sommes dues aux obligataires.

A ce stade, aucun obstacle juridique majeur n'a été identifié par le groupe concernant le mécanisme d'indexation de ces titres sur des crypto-actifs, ce mécanisme étant jugé très proche de celui des ETN traditionnels à l'exception des spécificités liées à l'intervention de professionnels du marché des crypto-actifs pour le courtage et la conservation.

Au sein d'une même émission, et pour chaque unité d'ETN Cryptos en circulation, un montant prédéfini de crypto-actifs est acquis, assurant une collatéralisation. L'indexation par réplique physique semble aujourd'hui la norme.

Cette méthodologie de structuration devrait être adaptée en cas de réplique non plus physique mais synthétique, dans l'hypothèse où le véhicule émetteur ne s'appuie plus sur une détention de crypto-actifs pour assurer l'adossement des ETN Cryptos à ces derniers.

En effet, les membres du groupe de travail observent que certains établissements financiers envisagent plutôt une structuration via une réplique synthétique des crypto-actifs sous-jacents par le recours à des contrats financiers (swaps, contrats à terme). La possibilité ouverte par la Position n° 2010-05 d'une exposition synthétique via des dérivés listés sur un marché réglementé ou contractés avec une contrepartie telle que celle visée par la Position AMF 2013-12 est donc une évolution positive (voir Section 2. A. b). Toutefois, au regard de leurs exigences prudentielles, les établissements de crédit, et en toute vraisemblance, les entreprises d'investissement, auxquelles des règles similaires seraient appliquées, sont aujourd'hui très fortement limités dans leur capacité à s'exposer à des crypto-actifs, du fait des règles de Bâle et de leur interprétation européenne. Le groupe de travail recommande donc que les autorités françaises se mobilisent dans le sens d'une évolution de ce cadre au niveau international, comme européen.

À ce stade, la quasi-totalité des ETN Cryptos disponibles dans l'Union européenne sont néanmoins structurés en réplique physique, ce qui constitue à date la pratique majoritaire de marché pour une commercialisation auprès des investisseurs de détail.

Les membres du groupe de travail soulignent l'importance pour les acteurs de pouvoir choisir entre la réplique synthétique ou physique des crypto-actifs sous-jacents pour pouvoir structurer des ETN Cryptos en fonction des contraintes auxquelles ils sont assujettis.

S'agissant de l'ensemble des émetteurs d'ETN Cryptos dont les produits sont disponibles à ce jour sur les marchés européens, les membres du groupe de travail notent qu'ils sont domiciliés hors de France.

Différentes raisons ont pu être identifiées pour expliquer ce constat, notamment les considérations fiscales (voir Section 3) ou les interrogations sur la possibilité d'organiser la distribution de ces produits en conformité avec les exigences réglementaires locales (voir Section 2). Sur ce dernier point, les travaux initiés par les services de l'AMF pour apporter plus de flexibilité, sous conditions, sur la possibilité de commercialiser les ETN Cryptos auprès des investisseurs de détail envoient un signal fort et positif aux acteurs sur le positionnement que les autorités françaises entendent donner à la France sur ce sujet.

Parmi les différentes raisons pour expliquer que les sponsors envisagent rarement le droit français pour structurer le véhicule émetteur, figure également le manque de visibilité sur les mécanismes de droit français capables d'être déployés pour structurer

des émissions de titres financiers dont le rendement est adossé à un actif, ou un panier d'actifs, sous-jacent (de type « *asset backed securities* »).

Or, ce mécanisme d'adossement occupe un rôle central dans la structuration des ETN Cryptos, en particulier pour une commercialisation auprès des investisseurs de détail. Le recours à des mécanismes juridiques de droit étranger pour structurer cet adossement peut rendre d'ailleurs délicate, dans certaines hypothèses, l'appréciation de leur solidité au moment d'investir, en particulier pour des investisseurs français non professionnels.

Pourtant, en cas de réplique physique, le droit français prévoit d'ores et déjà des mécanismes juridiques capables de répondre à ces objectifs, en particulier pour les titres financiers adossés à des crypto-actifs (i.), même si ces dispositifs pourraient encore être renforcés au soutien de l'attractivité de la France (ii.).

Notons que les développements ci-dessous ne concernent pas les cas de réplique synthétique.

i. Les outils juridiques déjà disponibles en droit français pour la structuration d'ETN Cryptos

Parmi les différents mécanismes envisageables en droit français pour structurer une émission d'ETN Cryptos en réplique physique, les mécanismes de fiducie prévus de manière générale dans le Code civil, ainsi que le cadre spécifique du nantissement de crypto-actifs introduit en droit français en 2025, permettent d'atteindre l'objectif d'assurer aux porteurs obligataires ayant souscrit les ETN Cryptos un droit privilégié sur les crypto-actifs détenus par l'émetteur et dont les ETN Cryptos répliquent la performance.

La constitution d'une fiducie, dans les conditions prévues aux articles 2011 et suivants du Code civil, permet à l'émetteur des ETN Cryptos de constituer un patrimoine fiduciaire à partir des crypto-actifs qu'il détient et sur lesquels les ETN Cryptos sont adossés.

Ce dispositif permet ainsi d'isoler ces crypto-actifs, de les protéger des droits des autres créanciers potentiels de l'émetteur en cas de procédure collective, et de les affecter au désintéressement des investisseurs ayant souscrit aux ETN Cryptos, en les définissant comme bénéficiaires de la fiducie ainsi constituée. L'émetteur, en tant que constituant de la fiducie, peut définir précisément les conditions dans lesquelles les crypto-actifs seront gérés pour atteindre l'objectif de performance défini lors de l'émission des ETN Cryptos, il peut même conserver un certain degré d'influence sur les actes de gestion du fiduciaire (par exemple en émettant des recommandations).

La fiducie s'inscrit dans un cadre précis et requiert par exemple de confier le patrimoine fiduciaire à un fiduciaire disposant d'un statut réglementaire imposé par la loi ²,

² Article 2015 du Code civil.

notamment certains établissements financiers régulés (notamment établissements de crédit, entreprises d'investissement, sociétés de gestion et assureurs).

Si la fiducie de droit français offre des avantages certains en matière de sécurité juridique et de lisibilité du cadre réglementaire applicable, d'aucuns ont pu considérer que son déploiement, pour structurer l'émission d'ETN Cryptos, pouvait être parfois difficile à concilier avec les besoins de flexibilité opérationnelle et les structures de coûts de certains projets. Ces éléments ont pu être identifiés en particulier au regard des mécanismes juridiques comparables prévus ailleurs dans l'Union européenne.

En effet, la précision du cadre applicable en France à la fiducie, et certaines formalités juridiques que ce cadre impose, par exemple sur la définition précise des bénéficiaires et des actifs composant le patrimoine fiduciaire³, ont pu être perçues comme difficilement conciliables avec le fonctionnement d'une émission d'ETN Cryptos, où les bénéficiaires de la fiducie et le patrimoine fiduciaire seraient par nature appelés à évoluer tout au long de la vie des titres, selon leur circulation et les encours qu'ils représentent.

A cet égard, une confirmation explicite des autorités sur le fait que le caractère simplement déterminable des bénéficiaires et des actifs composant le patrimoine fiduciaire est compatible avec les exigences du Code civil pourrait donner aux acteurs, tentés par ce mécanisme de droit français, une flexibilité et un confort juridique déterminants dans leur décision de structurer ce type d'émission en France.

En outre, le recours obligatoire à un fiduciaire régulé apporte une sécurité dans le fonctionnement du mécanisme mais peut représenter un coût, dans un contexte où le nombre d'acteurs proposant les services de fiduciaires reste à ce jour relativement restreint.

On peut cependant imaginer que le développement de produits comme les ETN Cryptos pourrait conduire, à l'avenir, à revoir l'offre de services des organismes habilités à intervenir comme fiduciaire, et les propositions commerciales afférentes, en particulier à l'initiative de certains sponsors disposant des statuts nécessaires pour proposer ce type de prestations.

Depuis avril 2025, le droit français a introduit une sûreté spéciale sur crypto-actifs⁴. Cette sûreté, qui prend la forme d'un nouveau nantissement en droit français, permet à un émetteur d'ETN Cryptos la constitution d'une sûreté réelle sur les crypto-actifs qu'il

³ Articles 2018 et 2019 du Code civil.

⁴ Article L. 226-5 du Code monétaire et financier.

détient, largement inspirée du nantissement de compte-titres ⁵, au profit des investisseurs.

Ce dispositif ne nécessite pas de mobiliser un prestataire tiers (hormis éventuellement un conservateur de crypto-actifs) en application de la réglementation comme en matière de fiducie où le recours au fiduciaire est imposé. Cependant, en pratique, l'émetteur constituant ce type de sûreté devra, *a priori*, recourir à un agent des sûretés pour représenter les investisseurs bénéficiaires du nantissement, ceux-ci évoluant dans le temps avec la circulation des ETN Cryptos.

Juridiquement, les crypto-actifs sur lesquels porte le nantissement demeurent la propriété de l'émetteur constituant. A ce titre, il peut être considéré qu'il offre une protection de rang moins élevé que la fiducie en cas de procédure collective de l'émetteur.

Toutefois, la protection offerte par le nantissement demeure importante dans l'hypothèse où l'émetteur est un véhicule *ad hoc* dont l'activité est statutairement restreinte à la détention de crypto-actifs et à l'émission des ETN Cryptos, limitant ainsi le nombre de créanciers de l'émetteur susceptibles d'avoir des droits concurrents à ceux des porteurs d'ETN Cryptos.

Ce mécanisme de nantissement sur crypto-actifs, récemment introduit en droit français, n'a pas encore été mobilisé à notre connaissance dans le cadre de l'émission d'ETN Cryptos (notamment du fait de l'absence de décret d'application à ce jour). En revanche, il offre des perspectives de développement prometteuses en la matière, conciliant le besoin de flexibilité avec un haut niveau de protection pour les porteurs d'ETN Cryptos, et reposant sur des mécanismes de droit des sûretés bien connus des investisseurs français. Il pourrait également possiblement bénéficier du régime des garanties financières ⁶, offrant une protection renforcée notamment en cas de procédure collective. Toutefois, il est impératif que le décret en Conseil d'Etat devant préciser le régime introduit en avril 2025 ⁷ puisse être finalisé au plus vite pour permettre aux acteurs de saisir pleinement les opportunités offertes par ce régime.

- ii. Vers un renforcement de la gamme d'outils juridiques disponibles en droit français au soutien de son attractivité pour la structuration d'ETP Cryptos

Au-delà des mécanismes existants, les membres du groupe de travail de Paris Europlace considèrent que le droit français pourrait être renforcé au soutien de son attractivité

⁵ Article L. 211-620 du Code monétaire et financier.

⁶ Article L. 211-38 du Code monétaire et financier.

⁷ Article L. 226-5 VI. du Code monétaire et financier.

pour les projets internationaux d'émissions de titres financiers adossés à des actifs sous-jacents, dont les crypto-actifs.

Les membres du groupe de travail de Paris Europlace ont considéré avec intérêt l'introduction d'un régime souple et dédié, de nature à concurrencer efficacement les mécanismes de type « trust » ou autres dispositifs équivalents de droit étranger, permettant d'isoler les actifs affectés à chaque émission et d'assurer leur séparation patrimoniale du reste des actifs de l'émetteur.

A l'image des comptes de cantonnement utilisés pour la protection des fonds des détenteurs de monnaie électronique⁸ ou des comptes d'affectation spéciale au sein des organismes de titrisation⁹, le dispositif envisagé permettrait d'isoler par effet de la loi les actifs sur lesquels seraient adossés les titres financiers émis, avec cette différence que la séparation patrimoniale viserait ici à protéger les porteurs d'ETN Cryptos contre l'insolvabilité de l'émetteur lui-même et non celle du cédant des créances pour les organismes de titrisation.

En ce sens, ce mécanisme serait proche de la fiducie évoquée ci-dessus, mais en proposant une plus grande souplesse dans sa constitution et son fonctionnement, compte tenu des modalités de structuration des ETN Cryptos et de son introduction en droit français.

Enfin, au-delà des produits obligataires comme les ETN Cryptos, certains membres du groupe de travail soutiennent l'initiation d'une réflexion, en lien étroit avec les associations de Place, sur la pertinence de prévoir des formes d'organismes de placement collectif capables de proposer des stratégies d'investissement comparables à celles des ETN Cryptos auprès des investisseurs non professionnels.

b. Conditions de conservation

La concertation menée au sein du groupe de travail sur la conservation et les exigences afférentes à la détention des crypto-actifs sous-jacents n'a pas mis en évidence d'obstacle juridique majeur susceptible, à lui seul, d'expliquer la faible présence d'acteurs établis en France sur ce segment.

Le dispositif instauré pour structurer une émission d'ETN Cryptos requiert généralement le recours à un prestataire spécialisé chargé d'assurer la conservation desdits actifs au nom et pour le compte de l'émetteur.

Lorsqu'il fournit ses services au sein de l'Union européenne, ce prestataire doit être habilité à fournir un service de conservation et d'administration de crypto-actifs pour le

⁸ Article L. 526-32 du Code monétaire et financier.

⁹ Articles L. 214-173 et D. 214-228 du Code monétaire et financier.

compte de clients¹⁰ (i) en vertu du droit national de l'État dans lequel l'émetteur des ETN est établi ou (ii) en tant que prestataire de services sur crypto-actifs (« **PSCA** ») au sens de l'article 59 de MiCA¹¹. Il convient toutefois de préciser que ce prestataire spécialisé peut, dans certains cas, être dispensé de l'obligation d'être agréé en qualité de PSCA pour fournir le service de conservation s'il est établi dans un pays tiers et qu'il est en mesure de démontrer que l'initiative exclusive de solliciter le service émane de l'émetteur des ETN¹².

Les obstacles identifiés par certains membres du sous-groupe pour expliquer la faible présence d'acteurs établis en France, ou dans l'Union européenne, dans le cadre de la structuration d'ETN Cryptos, apparaissent principalement d'ordre économique et opérationnel.

La place des prestataires issus de l'industrie des crypto-actifs principalement établis aux États-Unis et en Asie demeure significative sur le marché.

Ces prestataires bénéficient dans certains cas d'économies d'échelle liées aux volumes traités et proposent des conditions tarifaires souvent plus attractives.

Certains membres du groupe de travail ont également souligné que le recours à des prestataires localisés hors de l'Union européenne pouvait soulever des enjeux spécifiques, notamment au regard du cadre réglementaire applicable, susceptible d'être moins protecteur pour le marché et les investisseurs, en particulier en matière de ségrégation des crypto-actifs sous-jacents, de responsabilité du conservateur ou de sous-conservation. Le choix du prestataire pour assurer la conservation des crypto-actifs sous-jacents devra donc être effectué à l'aune de l'impact du cadre réglementaire applicable audit prestataire sur le risque présenté par le produit pour les investisseurs.

À cet égard, l'entrée en application de MiCA et le cadre réglementaire harmonisé qu'il instaure, en soumettant ces acteurs à des règles d'organisation et à des obligations de bonne conduite, sont susceptibles de favoriser un rééquilibrage concurrentiel du secteur au profit d'acteurs régulés au sein de l'Union européenne.

D'un point de vue opérationnel, certaines pratiques de marché pertinentes ont été relevées par les participants :

¹⁰ Le service de conservation et administration de crypto-actifs pour le compte de clients est défini comme « la garde ou le contrôle, pour le compte de clients, de crypto-actifs ou des moyens d'accès à ces crypto-actifs, le cas échéant sous la forme de clés cryptographiques privées » (MiCA, art. 3, paragraphe 1, point 17).

¹¹ Les prestataires qui fournissaient un service de conservation de crypto-actifs au sein de l'Union européenne conformément à leur droit national avant le 30 décembre 2024 bénéficient des mesures transitoires prévues à l'article 143 de MiCA. Ces mesures leur permettent de continuer à fournir ce service sans être agréés en qualité de PSCA jusqu'au 1er juillet 2026 ou jusqu'à ce qu'ils se voient octroyer ou refuser un agrément en vertu de l'article 63, l'événement survenant en premier lieu étant retenu.

¹² MiCA, art. 61.

- le cumul, par un même prestataire, des fonctions de conservateur, de courtier et d'animateur de marché demeure rare et généralement évité pour des raisons de maîtrise des risques et de sécurité opérationnelle ;
- les émetteurs recourent en général à plusieurs conservateurs distincts afin de diversifier les risques de perte ou de vol des crypto-actifs.

Cette recherche de robustesse se heurte néanmoins à des contraintes assurantielles : l'assurance de responsabilité civile professionnelle demeure onéreuse et l'offre encore relativement restreinte pour les acteurs européens.

La question de la mobilisation des crypto-actifs sous-jacents dans le cadre de mécanismes de validation par preuve d'enjeu (*staking*) constitue un autre point de vigilance :

- lorsque des crypto-actifs placés en conservation sont engagés dans de tels mécanismes afin de générer un rendement périodique au bénéfice des porteurs, il est considéré comme une bonne pratique de recourir à un prestataire spécialisé distinct du conservateur ;
- les revenus générés par les crypto-actifs placés en *staking* reviennent à l'émetteur, à charge pour ce dernier (en fonction de ce que stipule la documentation d'émission de l'ETN) de décider de leur conservation ou de leur redistribution totale ou partielle aux investisseurs. La tendance générale semble d'ailleurs privilégier un mécanisme de capitalisation de ces revenus dans la valeur de la part plutôt que leur distribution.

Il convient de relever que certains ordres juridiques, tels que l'Allemagne, réservent un traitement fiscal défavorable aux investisseurs particuliers lorsque les crypto-actifs ont participé à de tels mécanismes, ce qui peut priver ces derniers de régime d'exonération des plus-values lié à la durée de détention.

Enfin, une évolution notable des pratiques réside dans l'interdiction, par un nombre croissant d'émetteurs, de toute utilisation des crypto-actifs sous-jacents au-delà de la conservation *stricto sensu*. Cette position traduit un alignement avec les exigences applicables aux conservateurs de crypto-actifs en vertu de MiCA.

Dans l'ensemble, la combinaison d'un cadre européen en voie d'harmonisation, d'exigences opérationnelles renforcées et d'une montée en gamme des pratiques de marché pourrait permettre aux conservateurs établis dans l'Union européenne de constituer des alternatives crédibles dans le cadre de la structuration d'ETN Cryptos. A court terme, toutefois, la réalité des coûts, la profondeur de l'offre assurantielle et la capacité des conservateurs établis dans des pays tiers à traiter des volumes importants demeurent des déterminants majeurs dans les choix opérés par les émetteurs.

c. Conditions d'admission aux négociations sur un marché réglementé ou un système multilatéral de négociation

Les membres du groupe de travail de Paris Europlace ont rappelé l'enjeu de compétitivité lié à l'admission à la cote d'ETN Cryptos, notamment au regard des projets développés par le Luxembourg et l'Allemagne récemment.

En termes de marché existant, les membres du groupe de travail de Paris Europlace ont précisé que certains ETN Cryptos étrangers étaient déjà admis à la cote sur Euronext depuis 2021. Le seul blocage qui persistait auparavant concernait les obligations de compensation pour ce type de produits, problème qui a depuis été résolu de concert avec les chambres de compensation.

En ce qui concerne l'admission à la cotation d'un ETN Cryptos, aucune obligation spécifique n'est, à date, identifiée au-delà de celles déjà exigées pour les ETN structurés sur d'autres natures de sous-jacents. En application de la réglementation en vigueur, la production d'un prospectus et d'un document d'information clé pour les investisseurs conforme au Règlement PRIIPs¹³ peut ainsi être exigée.

Au regard des enjeux d'admission aux négociations, les membres du groupe de travail de Paris Europlace se sont par ailleurs interrogés sur le périmètre d'éligibilité des crypto-actifs à ce type d'ETN.

Compte tenu de la taille de marché de certains d'entre eux (relativement minime en comparaison avec les principaux crypto-actifs en termes de volume de trading et de part de marché), certains critères portant par exemple sur la qualité de certains émetteurs de crypto-actifs et/ou de liquidité pourraient faire l'objet d'une réflexion avec les autorités compétentes. Ainsi, en matière de liquidité, la présence d'animateurs de marché (« Market Makers »), sur l'ETN Cryptos et/ou son ou ses sous-jacents, pourrait être une piste à explorer.

En ce qui concerne le mécanisme de négociation, aucune exigence particulière à la nature du sous-jacent ne semble être envisagée, l'objectif de marché étant de garantir le minimum de procédures à réaliser pour l'investisseur. Les horaires de cotation seraient également les mêmes que ceux habituels sur Euronext Paris.

Enfin, en termes de commercialisation, certains enjeux portent, selon les membres du groupe de travail de Paris Europlace, sur les exigences que pourraient avoir les distributeurs vis-à-vis des émetteurs d'ETN Cryptos, et notamment sur l'information qui serait portée à la connaissance des investisseurs susceptibles de mal appréhender la volatilité du marché et le couple rendement-risque associé.

¹³ Règlement (UE) n° 1286/2014 du Parlement européen et du Conseil sur les documents d'informations clés relatifs aux produits d'investissement packagés de détail et fondés sur l'assurance.

2. ENJEUX LIES A LA COMMERCIALISATION

a. La commercialisation hors enveloppe assurantielle

Les enjeux de commercialisation en direct des ETN Cryptos (hors produits assurantiels) auprès des investisseurs en France, y compris les investisseurs non professionnels, se concentrent principalement sur : l'impact des doctrines de l'AMF sur la commercialisation auprès des investisseurs non professionnels (i.), la gouvernance produit, l'exécution simple et les tests d'adéquation/du caractère approprié (ii.), et les informations à fournir aux investisseurs potentiels (iii.).

i. L'impact des doctrines de l'AMF sur la commercialisation auprès des investisseurs non professionnels

Dans un contexte où les crypto-actifs étaient peu connus et régulés de façon disparate dans l'Union européenne, deux doctrines de l'AMF, la Position AMF 2010-05¹⁴ et la Position AMF 2013-12¹⁵, ont pu être considérées par le passé comme limitant la commercialisation de produits tels que les ETN Cryptos auprès des investisseurs non professionnels, voire l'interdisant pour certains.

Le contexte de marché et l'entrée en application de MiCA justifient de revoir cette approche. En 2025, les services de l'AMF ont initié une évolution de leur doctrine, avec pour objectif de permettre une commercialisation plus aisée des ETN Cryptos qui satisfont à certains critères.

Sous réserve de la question, en cours d'étude, du *level playing field* entre produits et entre les juridictions, les membres du groupe de travail de Paris Europlace considèrent que les travaux pour l'évolution de ces deux doctrines, initiés par les services de l'AMF en juillet 2025, ont été en effet nécessaires pour assurer l'attractivité de la France et la compétitivité de son cadre réglementaire et permettre aux acteurs français et européens de pouvoir innover dans un contexte international hautement concurrentiel.

Les membres du groupe de travail de Paris Europlace se sont mobilisés pour répondre à la consultation initiée sur le sujet par l'AMF.

Dans sa consultation, l'AMF avait proposé d'exclure expressément du champ d'application de ses positions précitées la commercialisation des ETN Cryptos qui satisfont aux critères suivants : (i) le sous-jacent correspond au Bitcoin, à l'Ether ou à tout crypto-actif qui a une capitalisation de 5 milliards, (ii) le produit réplique sans levier la performance

¹⁴ AMF, Position 2010-05 « La commercialisation des instruments financiers complexes ».

¹⁵ AMF, Position 2013-12 « Nécessité d'offrir une garantie (de formule et/ou de capital selon les cas) pour les OPCVM et FIA structurés, les OPCVM et FIA "garantis", et les titres de créance structurés émis par des véhicules d'émission dédiés et commercialisés auprès du grand public ».

des crypto-actifs sous-jacents (delta one), y compris via des indices, (iii) l'émetteur de l'ETN détient directement les crypto-actifs sous-jacents et (iv) les crypto-actifs sont conservés par un prestataire de services sur crypto-actifs autorisé dans l'Union européenne.

Au-delà du soutien d'une large majorité des membres du groupe de travail à l'évolution envisagée, ces derniers ont travaillé avec les services de l'AMF pour souligner l'importance des éléments ci-dessous :

- **Périmètre des crypto-actifs visés** : les membres du groupe de travail de Paris Europlace ont soutenu l'inclusion explicite du Bitcoin et de l'Ether, tout en excluant les jetons de monnaie électronique et ceux favorisant l'anonymat.
- **Modalités de réplcation** : les membres du groupe de travail de Paris Europlace ont milité, aux côtés d'autres associations de place, pour ne pas imposer strictement la réplcation *delta one*, mais plutôt d'interdire l'usage de levier, permettant ainsi de structurer des produits avec protection en capital, et recours au *staking*.
- **Nature de l'adossment** : la détention physique des crypto-actifs par l'émetteur était vue comme essentielle pour la confiance des investisseurs. Cependant, une ouverture à la réplcation synthétique était recommandée pour favoriser l'innovation.
- **Mode de conservation** : dans les cas de réplcation via la détention de crypto-actifs par le véhicule émetteur, les membres du groupe de travail de Paris Europlace ont soutenu l'exigence que les crypto-actifs sous-jacents soient conservés par un prestataire autorisé au titre de MiCA.
- **Affectation juridique des crypto-actifs** : dans les cas de réplcation via la détention de crypto-actifs par le véhicule émetteur, il était crucial pour le groupe de garantir un droit prioritaire des porteurs d'ETN Cryptos sur les crypto-actifs affectés, évitant toutes mutualisation et contamination croisées en cas de défaut de l'émetteur.

La majorité des membres du groupe de travail se félicite donc des modifications adoptées par l'AMF le 8 décembre 2025 actant la modification des Positions 2010-05 et 2013-12, cohérente avec des initiatives comparables prises par des autorités étrangères¹⁶.

Tenant compte de l'introduction d'un cadre européen pour le marché des crypto-actifs (– via MiCA) et du développement des produits structurés indexés sur des crypto-actifs dans l'Union européenne, l'AMF précise, via sa doctrine, les conditions dans lesquelles ces

¹⁶ Voir notamment la réforme conduite par la *Financial Conduct Authority* au Royaume-Uni en août 2025, accessible [ici](#).

instruments peuvent être proposés aux investisseurs non professionnels (i) sans craindre de mauvaise appréhension des risques et de mauvaise compréhension de l'instrument financier lié à la nature du sous-jacent et (ii) en l'absence de garantie de la formule et/ou de capital par un établissement régulé.

Ces conditions sont relatives notamment aux éléments suivants :

- la nature du/des crypto-actifs sous-jacents, à savoir le Bitcoin, l'Ether, et d'autres crypto-actifs satisfaisant des exigences en termes de capitalisation, de volume moyen d'échange, ainsi que de caractère régulé (au sens de MiCA) des plateformes sur lesquelles ces crypto-actifs peuvent être négociés. Les produits indexés sur des indices crypto-actifs peuvent également satisfaire ce critère, dans certains cas ;
- l'absence d'effet de levier ou de composante discrétionnaire ;
- les modalités de structuration de l'exposition aux crypto-actifs (en physique et en synthétique) ;
- en cas de détention physique, le statut réglementaire du prestataire assurant la conservation des crypto-actifs sous-jacents et l'affectation juridique explicite des crypto-actifs sous-jacents au bénéfice exclusif des porteurs.

Le recours au *staking* est également expressément autorisé dans la mesure où il ne remet pas en cause le respect des conditions ci-dessus et l'exigence de ségrégation des actifs et d'absence de dépossession effective.

L'AMF prévoit de réaliser au premier semestre 2027 un bilan de cette adaptation de sa doctrine.

ii. La commercialisation et gouvernance produit, exécution simple et test d'adéquation/du caractère approprié

- Les exigences sur la gouvernance produit

La commercialisation des produits ETN Cryptos doit se réaliser conformément aux exigences de gouvernance produit. Cela étant, les membres du groupe de travail de Paris Europlace estiment que certains des ETN Cryptos qui satisfont les critères de la position AMF 2010-05 telle que modifiée sont par construction comparables entre eux.

Ainsi, il serait légitime pour les acteurs de mettre en place des catégories d'ETN Cryptos qui satisfont les critères de la position AMF 2010-05 et qui sont comparables au regard de leurs caractéristiques pour lesquels il suffirait d'avoir éventuellement une grille standard avec un marché cible unique.

Il pourrait être pertinent d'explorer dans quelle mesure des travaux de place pourraient être envisagés pour préparer une grille standard unique à l'ensemble des acteurs tenant compte de la complexité des produits.

A ce stade, nous relevons que :

- en ce qui concerne la catégorie des clients, la réglementation (à la fois la Position de l'AMF 2010-05 en ce qui concerne les ETN Cryptos et MiCA en ce qui concerne les crypto-actifs sous-jacents eux-mêmes) confirme que les produits qui satisfont également les critères de la position AMF 2010-05, telle que modifiée, devraient être accessibles *a priori* à des clients non-professionnels, qu'ils bénéficient ou non d'un service de conseil en investissement ;
- en ce qui concerne les connaissances et expérience des investisseurs, si certains émetteurs indiquent à date que le produit s'adresse à des clients ayant « des connaissances et/ou expérience avancée », certains membres du groupe de travail de Paris Europlace estiment que cette pratique pourrait être assouplie pour les produits ETN Cryptos qui satisfont également les autres critères de la position AMF 2010-05 telle que modifiée au regard de leur simplicité. En particulier, ces membres du groupe de travail estiment que ces produits pourraient également être adaptés pour les investisseurs qui disposent des connaissances ou de l'expérience sur des sous-jacents cryptos ;
- des travaux plus avancés pourraient être envisagés en ce qui concerne le marché cible positif concernant le critère de la capacité à subir des pertes et de la tolérance au risque.

Sous réserve des développements ci-dessous sur l'exécution simple, les distributeurs auront l'obligation de vérifier si le profil d'investisseur est approprié (ou adéquat) compte tenu des caractéristiques du marché cible.

- L'exécution simple

Les membres du groupe de travail de Paris Europlace s'interrogent sur la capacité des distributeurs à bénéficier du régime de l'exécution simple lorsqu'ils exécutent des ordres sur des ETN Cryptos qui satisfont les critères de la position AMF 2010-05.

Pour mémoire, au titre de l'exécution simple, un prestataire de services d'investissement peut ne pas réaliser un test du caractère approprié lorsqu'il fournit un service de RTO ou d'exécution d'ordres en lien avec des instruments financiers non complexes. Ces instruments incluent "les obligations et autres titres de créance, admis à la négociation sur un marché réglementé ou sur un marché équivalent d'un pays tiers, ou sur un système multilatéral de négociation, à l'exception des obligations et autres titres de créance qui

incorporent un instrument dérivé ou présentant une structure qui rend la compréhension du risque encouru difficile pour le client".

Sur ce point, même si les ETN Cryptos qui satisfont les critères de la position AMF 2010-05 sont des produits relativement simples et des produits cotés, leur valeur est liée à un sous-jacent. Or, au regard des Orientations de l'ESMA sur la qualification des titres de créance complexe :

- les membres du groupe de travail de Paris Europlace se sont interrogés sur l'assimilation des ETN Cryptos à des titres de créance incorporant un instrument dérivé, que l'ESMA définit comme l'intégration d'« une composante d'un titre de créance provoquant la modification de certains ou de la totalité des flux de trésorerie qui résulteraient autrement du titre selon une ou plusieurs variables définies »¹⁷. Parmi les exemples cités, l'ESMA illustre cette catégorie notamment avec les obligations indexées¹⁸.
- On peut aussi s'interroger sur l'assimilation des ETN Cryptos qui satisfont aux critères de la Position AMF 2010-05 à des « titres de créance présentant une structure qui rend la compréhension du risque encouru difficile pour le client »¹⁹ (et donc, ne bénéficiant pas du régime d'*execution only*). Ces produits incluent :
 - « les titres de créance structurés de manière telle qu'ils ne garantissent pas le remboursement complet du montant du capital » ;
 - « les titres de créance dont le rendement dépend de la performance d'un panier d'actifs défini »²⁰, cette notion englobant elle-même « les titres de créance dont le rendement ou la performance dépendent des sommes fixes ou renouvelables à recevoir »²¹

Les membres du groupe de travail souhaiteraient que soit clarifiée la possibilité de proposer des ETN Cryptos qui satisfont aux critères de la Position 2010-05 en exécution simple. Dans tous les cas, les membres du groupe de travail de Paris Europlace considèrent qu'il est important de s'assurer d'un traitement uniforme de ces produits au niveau européen.

¹⁷ Ibidem, Section V.II.

¹⁸ Ibidem, Section VI.

¹⁹ ESMA, [Orientations sur les titres de créance complexes et les dépôts structurés](#), 4 février 2016, Section V.II.

²⁰ Ibidem.

²¹ Cf. les Orientations en anglais, qui précisent qu'il s'agit d'un pool d'actifs et non pas d'un panier ou indice boursier: "Debt instruments, the return of which is dependent on the performance of a defined asset pool. This category includes debt instruments the return or performance of which depends on the receivables either fixed or revolving generated by the assets in the underlying pool."

Toutefois, certains participants alertent sur les conséquences du fait de faire entrer les ETN Cryptos qui répondent aux critères de la position AMF dans le régime de l'exécution simple. Cela rendrait en effet inopérantes des mesures de protection de l'investisseur relatives au parcours client MIF. Selon ces participants, les spécificités du sous-jacent (volatilité, complexité de l'évaluation, frais appliqués) pourraient compromettre la possibilité, pour un investisseur de détail, de comprendre les risques associés.

- Test d'adéquation/du caractère approprié

A défaut de bénéficier du régime d'exécution simple, les distributeurs devront réaliser a minima un test du caractère approprié (lorsqu'ils fournissent un service de RTO ou d'exécution d'ordres), voire un test du caractère adéquat (en cas de fourniture du conseil en investissement).

Concernant le test du caractère approprié plus spécifiquement, plusieurs sources réglementaires, tant européennes que nationales, convergent pour reconnaître l'importance d'évaluer la compréhension par l'investisseur non seulement du produit proposé, mais également du sous-jacent auquel il donne accès. Cette exigence s'inscrit dans une logique de protection renforcée des investisseurs non-professionnels, notamment dans le cadre de la commercialisation de produits complexes.

A ce titre, tant l'AMF, à travers ses campagnes de contrôles SPOT²², que l'ESMA, dans ses orientations de supervision adressées aux autorités nationales compétentes ²³, soulignent l'intérêt de poser des questions spécifiques portant sur les caractéristiques du sous-jacent, dès lors que celui-ci conditionne la nature et les risques associés au produit.

En revanche, les acteurs devraient garder un minimum de latitude dans la manière d'intégrer ces aspects dans le cadre du test à conduire, notamment s'ils préfèrent ajouter une catégorie de questions/diligences spécifiques aux crypto-actifs ou s'ils estiment suffisant d'ajouter des questions sur ces sous-jacents cryptos aux questionnaires existants.

Par ailleurs, les membres du groupe de travail soulignent l'importance de ne pas imposer des questions avec un degré de technicité ou un vocabulaire excessivement jargonnel, sans toutefois renoncer à leur précision. L'objectif est de garantir que ces questions permettent effectivement de tester la compréhension réelle du client sur ce type de produit. La finalité de l'exercice réside en effet dans la vérification d'un niveau de compréhension suffisant par l'investisseur des caractéristiques essentielles du produit, de son exposition économique et des risques associés compte tenu notamment de la

²² AMF, Synthèse des contrôles SPOT sur la conformité aux dispositions MiF 2 en matière d'adéquation, 2021.

²³ ESMA, MiFID II Supervisory Briefing, Appropriateness and execution-only, 4 avril 2019.

forte volatilité que les crypto-actifs peuvent présenter, de leur dimension hautement technologique, et non dans la vérification de connaissances techniques spécifiques.

Enfin, de manière générale, s'il convient de disposer d'un dispositif de commercialisation des produits robuste et en mesure d'assurer la protection de l'investisseur, il est impératif de ne pas alourdir excessivement les contraintes encadrant l'accès à l'investissement en ETN Cryptos. En effet, outre la réglementation établie de ce secteur, l'ESMA a expressément reconnu que l'alourdissement excessif du parcours client peut décourager l'investissement (ESMA, *Call for evidence on the retail investor journey*, 21 mai 2025). Dans le secteur crypto, ce risque est particulièrement accru au regard de la possibilité pour les investisseurs d'investir dans des crypto-actifs directement via des canaux non régulés.

iii. Les informations à fournir aux investisseurs potentiels

Pour les membres du groupe de travail, la commercialisation auprès des investisseurs de détail d'ETN Cryptos implique impérativement de fournir à ces derniers une information claire sur les caractéristiques du produit, ses modalités de structuration et les risques afférents. L'élaboration d'un document d'information clé pour les investisseurs conforme au Règlement PRIIPs²⁴ peut participer à cet objectif. De même, la documentation réglementaire et/ou commerciale devrait inclure des dispositions précises en ce sens, en particulier, s'agissant :

- de la localisation de l'émetteur et de sa forme juridique ;
- de la forme juridique des titres, ainsi que du statut et du régime applicable à la plateforme où ils sont négociés ;
- des crypto-actifs sous-jacents et des modalités de réplique de leur performance ;
- en cas de détention par l'émetteur des crypto-actifs dont la performance est reflétée, des modalités de conservation de ces derniers, du recours à un prestataire agréé sous MiCA ou non, et de la nature des mécanismes régissant l'allocation des crypto-actifs sous-jacents au profit des obligataires.

Aux fins de la commercialisation auprès des investisseurs de détail, la granularité des informations à fournir devrait être conciliée avec l'objectif de fournir des précisions pédagogiques et claires, avant tout destinées à permettre aux investisseurs potentiels de prendre une décision d'investissement éclairée.

b. La commercialisation via l'enveloppe assurantielle

²⁴ Règlement (UE) n° 1286/2014 du Parlement européen et du Conseil sur les documents d'informations clés relatifs aux produits d'investissement packagés de détail et fondés sur l'assurance.

Certains membres du groupe de travail ont rappelé l'enjeu de compétitivité lié à l'éligibilité des produits avec sous-jacents crypto-actifs aux contrats d'assurance-vie, notamment au regard des projets développés par exemple par le Luxembourg et l'Allemagne sur cette question, en particulier pour les produits assurant une protection suffisante de l'épargne investie compte tenu de leurs caractéristiques. L'objectif serait de pouvoir assurer en France des canaux de distribution aussi efficaces que dans ces juridictions, tout en veillant aux enjeux de protection suffisante de l'épargne investie.

Pour rappel, en matière d'assurance vie ou d'opération de capitalisation, le capital ou la rente garanti peut être exprimé en unités de compte constituées de valeurs mobilières ou d'actifs offrant une protection suffisante de l'épargne investie et figurant sur une liste définie au niveau réglementaire²⁵. Cette liste inclut notamment : (i) les obligations émises par une société commerciale et négociées sur un marché reconnu; (ii) les titres négociables à moyen terme répondant à des conditions sur le volume de leur émission, leur valorisation, et leur liquidité²⁶, émis par des personnes morales autres que les Etats membres de l'OCDE ayant leur siège social sur le territoire de ces Etats et dont des titres sont négociés sur un marché reconnu et (iii) les actions et autres valeurs mobilières, négociées sur un marché reconnu²⁷.

La jurisprudence de la Cour de cassation a précisé que "les valeurs mobilières et actifs visés par l'article R. 131-1 du Code des assurances remplissent la condition de protection suffisante de l'épargne prévue par ce texte"²⁸. Afin de considérer que certains crypto-actifs puissent être éligibles aux contrats d'assurance-vie, les membres du groupe de travail de Paris Europlace ont identifié quatre premiers critères :

- les ETN de crypto-actifs devront être **assimilables à des obligations éligibles aux contrats d'assurance-vie** ;
- les **sorties de contrat d'assurance-vie** ne pourront **pas être effectuées autrement que par le versement de monnaie fiat**. Une sortie par attribution de crypto-actifs serait donc exclue ;
- les ETN de crypto-actifs devraient être **admis à la négociation sur un marché réglementé ou reconnu** ; et
- des acteurs pourraient **animer le marché du sous-jacent** (*market making*) ou à défaut s'engager à assurer leur liquidité par tout moyen.

Compte tenu des contraintes de liquidité auxquelles sont soumis les contrats d'assurance-vie, certains considèrent que seuls certains crypto-actifs considérés

²⁵ Article L. 131-1 du Code des assurances.

²⁶ Article R. 334-14-1 du Code des assurances.

²⁷ Articles R. 131-1 et R. 332-2 du Code des assurances.

²⁸ Cour de cassation, 2ème chambre civile, 16 juillet 2020, n° 19-16.922.

comme très liquides pourraient y être éligibles comme sous-jacents. Des critères de liquidité fondés principalement sur des données empiriques de plateformes traitant d'importants volumes de transactions pourraient alors être élaborés pour permettre aux sociétés d'assurance de répondre à leurs engagements en matière de liquidité (en veillant toutefois à leur bonne articulation avec les exigences nouvelles prévues dans la position AMF 2010-05 – voir Section 2.a.i.).

A cet égard, les membres du groupe de travail ont identifié la nécessité pour les acteurs de s'organiser en ce qui concerne l'animation du marché. Des lettres de liquidité pourraient être prévues, sur la base de pratiques de marché existantes.

Deux autres enjeux ont été identifiés en matière de négociabilité et de valorisation.

- D'une part, il conviendra de préciser le niveau de liquidité et de négociabilité attendu pour que l'ETN Cryptos puisse être référencé en unités de compte, ce critère étant à ce stade apprécié *in concreto* par les entreprises d'assurance.
- D'autre part, des travaux concernant les méthodes de valorisation devront être élaborés en vue du calcul des montants versés aux souscripteurs lors de leur sortie du contrat d'assurance-vie. A ce titre, une première suggestion vise à appliquer aux ETN Cryptos la même méthode que celle applicable aux ETF consistant à valoriser ledit ETN sur le cours de clôture, avec une liquidité quotidienne.

En ce qui concerne la **reconnaissance du marché** sur lequel sont négociés les ETN Cryptos, certains membres considèrent qu'une réflexion pourra être menée sur la pertinence d'étendre la condition sur la reconnaissance requise par l'ACPR et l'AMF au marché des crypto-actifs sous-jacents eux-mêmes (toujours en veillant toutefois à leur bonne articulation avec les exigences nouvelles prévues dans la position AMF 2010-05 – voir Section 2.a.i.).

En termes de commercialisation, certains enjeux concernant les **exigences que pourraient avoir les distributeurs vis-à-vis des émetteurs d'ETN Cryptos ont également été identifiés**, notamment sur l'information qui serait portée à la connaissance des investisseurs susceptibles de mal appréhender la volatilité du marché et le couple rendement-risque associé. L'objectif est de permettre aux distributeurs des produits assurantiels de satisfaire leurs propres obligations, notamment en termes d'identification du marché cible (voir Section 2.a.i. en matière de distribution via comptes-titres). Par ailleurs, certains participants soulignent l'importance que les ETN Cryptos qui seraient référencés en unités de compte devraient satisfaire aux obligations applicables aux UC en matière de tarification (frais justifiés, proportionnés et permettant la protection des investisseurs).

En outre, certains membres du groupe de travail soulignent que l'inclusion des ETN Cryptos dans une enveloppe assurantielle pourrait être de nature à diminuer le risque que prennent les investisseurs en crypto-actifs par rapport à des investissements réalisés par ailleurs de plus en plus directement sur les plateformes spécialisées de vente et d'achat de crypto-actifs, en raison de l'interposition de l'entreprise d'assurance et du dispositif de gestion du risque dont elle dispose.

Globalement, les membres du groupe de travail insistent sur l'importance du canal de distribution via les produits assurantiels pour envisager une commercialisation étendue des ETN Cryptos. Si leur commercialisation en direct via compte-titres reste déterminante (voir Section 2.a.ii), la possibilité d'y ajouter le canal assurantiel est soutenue par certains membres du groupe. Cette possibilité est déterminante pour des enjeux de compétitivité, notamment pour tenir compte des enjeux fiscaux (voir Section 3) face à d'autres juridictions où les investisseurs en ETN Cryptos peuvent être exonérés de fiscalité (par exemple pour l'Allemagne).

A ce titre, la majorité des membres du groupe de travail sont favorables à ce que l'ACPR modifie sa Recommandation 2016-R-04²⁹ pour assurer la cohérence des exigences applicables aux produits assurantiels proposant une exposition aux ETN Cryptos avec celles applicables à la commercialisation en direct desdits ETN Cryptos en application de la doctrine de l'AMF (voir Section 2.a.ii).

Plus largement, et au regard de publications récentes dont la portée n'a pas été précisée ²⁹, et au regard des dispositions du Code des assurances, telles qu'interprétées par la Cour de cassation, la majorité des membres du groupe de travail invite l'ACPR à clarifier qu'il n'existe pas d'incompatibilité générale entre les produits assurantiels et les ETN Cryptos. A l'inverse, la majorité des membres du groupe de travail considère que les ETN Cryptos pourraient être éligibles à des produits d'assurance libellés en unités de compte, dès lors qu'ils satisfont à des conditions permettant notamment de garantir une protection suffisante de l'épargne investie. Les membres invitent donc les services de l'ACPR à mener une réflexion conjointe sur la définition des conditions pertinentes pour s'assurer, en France, d'un cadre conciliant innovation et protection des investisseurs.

3. ENJEUX COMPTABLES ET FISCAUX

Comme évoqué plus haut, un des facteurs particulièrement impactant dans la décision de structurer l'émetteur des ETN Cryptos en France est la fiscalité.

Le groupe de travail a envisagé l'hypothèse où :

²⁹ Voir notamment les Echos, tribune de Jean-Paul Faugères, vice-président de l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (APCR), "Assurance et cryptomonnaies : « Que chacun reste dans son couloir, en toute clarté ! »", 22 septembre 2025.

- l'émetteur est constitué en France sous la forme d'une société commerciale soumise à l'impôt sur les sociétés (« **IS** ») dans les conditions de droit commun (ex : SA)³⁰ ;
- l'émetteur détient à son bilan des crypto-actifs ;
- l'ETN Cryptos est un titre de créance ;
- l'ETN Cryptos ne prévoit pas d'intérêt (zéro coupon) mais une prime de remboursement peut être attribuée aux investisseurs selon la performance desdits sous-jacents (la « **Prime de Remboursement** ») ;
- les investisseurs auront leur résidence fiscale en France et pourront être (i) des personnes physiques qui agissent dans le cadre de la gestion de leur patrimoine privé et (ii) des personnes morales soumises à l'impôt sur les sociétés (« **IS** ») dans les conditions de droit commun.

a. Une structure d'investissement faisable sur le plan fiscal...

A ce jour, il n'existe pas encore de prise de position officielle de l'administration fiscale sur les revenus découlant des ETN Cryptos.

Cela étant, l'ETN Cryptos étant juridiquement une obligation, le régime fiscal y afférent devrait donc être celui applicable aux revenus provenant des titres de créance et assimilés.

A cet égard, le groupe de travail n'identifie pas d'obstacle, sur le plan fiscal, au déploiement d'ETN Cryptos en France.

b. ...mais qui n'offre pas un régime fiscal attractif...

Toutefois, le groupe constate que :

- (a) Les bénéfices nets réalisés par l'émetteur sur les crypto-actifs sous-jacents sont susceptibles d'être soumis à une double imposition économique, puisqu'ils seront imposés à l'IS une première fois au niveau de l'émetteur, puis une seconde fois entre les mains des investisseurs lors de la perception de la Prime de Remboursement.
- (b) Plus particulièrement :

³⁰ Dans la mesure où l'Emetteur a vocation à réaliser des arbitrages réguliers (achats, reventes, etc.) sur des actifs numériques, nous avons écarté l'hypothèse de constitution de l'Emetteur sous la forme d'une société civile. En effet, la réalisation d'opérations commerciales (ex : achats/reventes à titre habituel, etc.) est de nature à remettre en cause leur régime de transparence fiscale et de les rendre passibles de l'impôt sur les sociétés dans les conditions de droit commun.

- au niveau de l'Emetteur, les gains réalisés sur les crypto-actifs seraient imposables à l'IS au taux normal de 25 %³¹ ;
 - au niveau de l'investisseur, la Prime de Remboursement sera imposée selon le régime fiscal qui lui est propre.
- (c) En définitive, le rendement net servi aux investisseurs au titre de l'ETN est obéré de l'IS applicable au niveau de l'Emetteur.
- (d) ...et n'est pas compétitif par rapport à d'autres juridictions.

Sur la base de structures d'investissement comparables proposées en Allemagne ou en Suisse, nous constatons que ces juridictions proposent un cadre fiscal plus favorable en éliminant ou réduisant significativement cette double imposition économique.

Par exemple, en Allemagne, les investisseurs sont exonérés des gains provenant des ETN Cryptos sous réserve qu'ils conservent l'obligation pendant plus d'un an³².

Dans un souci d'attractivité, le groupe de travail soutient l'initiation de travaux pour explorer la mise en place d'un régime fiscal permettant à la France d'être davantage compétitive, notamment en éliminant la double imposition sur les ETN Cryptos.

Au-delà, comme évoqué ci-dessus, les enjeux fiscaux mettent également en lumière, selon la majorité des membres du groupe de travail, l'opportunité d'initier une réflexion collective, en lien étroit avec les associations de Place, sur :

- **la pertinence d'envisager des véhicules de type éventuellement FIA capables de proposer des stratégies d'investissement comparables à celles des ETN Cryptos auprès des investisseurs non professionnels en bénéficiant d'une transparence fiscale, et tenant compte de l'importance qu'un tel véhicule soit commercialisable dans l'Union européenne si possible ;**
- **la question de la commercialisation des ETN Cryptos via le canal assurantiel pour atténuer la double imposition et appliquer le régime fiscal spécifique aux produits assurantiers pour les investisseurs détenant des ETN Cryptos.**

³¹ Ou 25,825 % en cas d'application de la contribution sociale de 3,3 %.

³² Source : *ETN Open-End Tracker Certificates*, Prospectus Bank Vontobel Europe AG, section fiscal. Nous n'avons pas vérifié ce point auprès d'un conseil fiscal local.