

La présente note est la mise à jour, après l'entrée en vigueur de la Loi Pacte, de l'analyse publiée en 2018.



Analyse sur la qualification juridique des produits dérivés sur crypto-actifs

En 2018, les services de l'AMF avaient pu identifier de nouveaux instruments proposés sous l'appellation d'« options », de « CFD » voire de rolling spot forex (*margin trading*) ayant pour sous-jacents des crypto-actifs communément appelés « crypto-monnaies »¹ tels que le bitcoin, l'éther ou le ripple. Ces produits étaient proposés par des plateformes qui opéraient en France par le biais du passeport européen sous la forme d'une succursale ou en libre prestation de service. Depuis 2018, l'engouement autour des dérivés sur crypto-actifs est resté important.

L'AMF a conduit une analyse juridique afin de déterminer si les acteurs concernés devaient se conformer à la réglementation applicable aux instruments financiers. La qualification de ces produits en instruments financiers les soumettrait notamment aux règles du code monétaire et financier (Comofi) en matière d'agrément pour la fourniture de services d'investissement et en matière de bonne conduite, aux obligations issues du Règlement (UE) n°648/2012 du Parlement européen et du Conseil du 4 juillet 2012 sur les produits dérivés de gré à gré, les contreparties centrales et les référentiels centraux (EMIR) (en particulier l'obligation de déclaration des transactions à un référentiel central) ou encore aux dispositions de l'article L. 533-12-7 du Comofi instaurant une interdiction de publicité pour certains contrats financiers.

* * *

En droit français, les crypto-actifs ne sont pas considérés comme une monnaie légale, une devise, une monnaie électronique ou même un instrument financier². Depuis l'entrée en vigueur de la Loi n° 2019-486 du 22 mai 2019 relative à la croissance et la transformation des entreprises (Loi Pacte), les crypto-actifs sont susceptibles de rentrer dans la qualification des actifs numériques visés à l'article L. 54-10-1, 2° du Comofi qui les définit comme « *la représentation numérique d'une valeur qui n'est pas émise ou garantie par une banque centrale ou par une autorité publique, qui n'est pas nécessairement attachée à une monnaie ayant cours légal et qui ne possède pas le statut juridique d'une monnaie, mais qui est acceptée par des personnes physiques ou morales comme un moyen d'échange et qui peut être transférée,*

¹ La désignation de « crypto-monnaie » est impropre, nous lui préférons donc pour la suite de l'analyse la désignation de « crypto-actif ». En effet, la « crypto-monnaie » n'est pas reconnue comme ayant cours légal, ni comme moyen de paiement et ne remplit pas ou que très partiellement les trois fonctions dévolues à la monnaie. C.f. Banque de France, *L'émergence du bitcoin et autres crypto-actifs : enjeux, risques et perspectives : Focus n° 16, 5 mars 2018.*

² Article L. 54-10-1, 2° du Comofi. Sur la qualification des crypto-actifs avant et après l'entrée en vigueur de la Loi Pacte, voir D.Legeais, Jurisclasseur Commercial, Fascicule 535 : Actifs Numériques et prestataires sur actifs numériques, 14 octobre 2019, § 57, F. Lacroix, Les places financières alternatives : propos relatifs aux approches réglementaires concernant les plateformes de crowdfunding et d'échange de bitcoins, Internet, espace d'interrégulation, Dalloz, 2016 ; H. de Vauplane, L'analyse juridique du bitcoin – Rapport moral sur l'argent dans le monde, 2014, p. 351 et s. ; T. Bonneau, Analyse critique de la contribution de la CJUE à l'ascension juridique du bitcoin, Liber amicorum Blanche Soussi, L'europe bancaire et financière, p. 295 et s. ; D. Geiben, O. Jean-Marie, T. Verbiest, J-F Vilotte, Bitcoin et Blockchain : vers un nouveau paradigme de la confiance numérique, RB Edition, 2016, p. 73 et s. ; M. Roussille, Le bitcoin : objet juridique non identifié, Banque & Droit, n° 159, janv-fév 2015.

stockée ou échangée électroniquement ».³ Nous prendrons pour hypothèse pour les besoins de notre analyse ci-dessous que le crypto-actif, sous-jacent du produit, entre dans cette catégorie.⁴

Pour arriver à la conclusion selon laquelle ces nouvelles formes de produits sont effectivement des contrats financiers au sens de la réglementation financière, il convient de procéder à un double exercice : qualifier juridiquement ce qu'il faut entendre par produit dérivé (I) et apprécier si un crypto-actif peut être, ou non, considéré comme un sous-jacent éligible (II).

I. LA QUALIFICATION DE PRODUIT DERIVE : LA PREEMINENCE DE L'ENGAGEMENT A TERME SUR L'ELEMENT SOUS-JACENT

La notion de produit dérivé n'est pas définie : le législateur européen a préféré recourir au procédé de l'énumération⁵, énumération que le législateur français a reprise aux articles L. 211-1 III et D. 211-1 A du Comofi. Par ailleurs, il n'existe aucune harmonisation terminologique, les textes européens employant indistinctement les notions d'« instrument dérivé », de « produit dérivé » ou de « contrat dérivé » quand l'article L. 211-1, III du Comofi préfère les notions de « contrat financier », d'« instrument financier à terme » ou de « contrat à terme ».

La réglementation comprend d'abord la typologie des contrats (les contrats d'option, les contrats à terme ferme, les contrats d'échange et « tous autres contrats à terme ») puis les sous-jacents éligibles. Cette construction en deux temps n'est que le reflet de la nature économique des produits dérivés : leur valeur dépend (« dérive ») de celle d'un actif dit sous-jacent.

Si le terme peut être ferme ou non, l'exécution est en toute hypothèse postérieure à la négociation. Cette mécanique d'engagement à terme, intrinsèquement intégrée dans les trois types de contrats cités, constitue le socle de la définition d'un produit dérivé : sans terme, pas de dérivé. Ce terme implique un décalage temporel entre la conclusion et l'exécution du contrat, que la date d'exécution soit préalablement déterminée ou non.

C'est précisément sur la base de cette analyse qu'il convient de déconnecter la qualification d'un produit dérivé de la nature même de son sous-jacent⁶ : un produit dérivé doit nécessairement se référer à un sous-jacent mais la nature juridique du second ne participe pas de la qualification du premier. On ne doit pas y voir un rapport juridique de principal à accessoire mais on peut parler, dans le travail de recherche de qualification, de prééminence du contrat qui porte l'engagement à terme sur le sous-jacent. Il convient donc de s'assurer que les produits proposés correspondent bien à l'économie de l'un des trois types de contrats énumérés par les textes (contrat à terme ferme, contrat d'option ou contrat d'échange) pour pouvoir être assimilés à des contrats financiers.

C'est bien le cas des produits offerts par les plateformes identifiées qui se limitent actuellement aux options binaires ou aux CFD dont les caractéristiques sont précisées à l'article 314-7 du RG AMF⁷ relatif aux contrats financiers ne pouvant faire l'objet de publicité.

³ Article L. 54-10-1, 2° du Comofi.

⁴ Cette analyse, et ses conclusions, pourraient différer si le crypto-actif ne rentrait pas dans la définition des actifs numériques de l'article L. 54-10-1 du Comofi.

⁵ Annexe I, section C de la Directive 2004/39/CE du Parlement européen et du Conseil du 21 avril 2004 concernant les marchés d'instruments financiers, modifiant les directives 85/611/CEE, telle que modifiée (MiFID).

⁶ V. notamment F. Auckenthaler, Instruments financiers à terme ou contrats financiers, JurisClasseur Banque-Crédit-Bourse, § 10 ; Th. Bonneau, F. Drummond, Droit des marchés financiers, Economica, 3e éd., § 150 et 158.

⁷ Les options binaires « donnent lieu à l'expiration du contrat, selon qu'une condition fixée au contrat se réalise ou non, soit au versement d'un gain prédéterminé, soit à la perte totale ou partielle du montant investi » ; Les CFD « donnent lieu au versement de l'écart, positif ou négatif, entre le prix d'un actif ou d'un ensemble d'actifs sous-jacents à la conclusion du contrat et son prix à la clôture de la position ».

Certains auteurs se sont prononcés dans le même sens sur ces nouveaux produits en les qualifiant également de contrats financiers⁸. Cette position conforte l'idée selon laquelle la liste des sous-jacents éligibles est sans limites⁹. Or, reconnaître le caractère illimité de la nature des sous-jacents n'est finalement que le corollaire de l'analyse exposée précédemment qui fait prévaloir l'engagement à terme sur l'élément sous-jacent.

L'élément de base semble donc bien constituer un contrat à terme pour ces nouvelles formes de produits. Néanmoins, d'un point de vue strictement juridique, cet élément ne semble pas suffisant. En effet, le législateur ayant établi une énumération se référant à une liste de sous-jacents, il paraît nécessaire que le sous-jacent choisi fasse partie de la liste de l'article D. 211-1 A, I du Comofi (II).

II. LES CRYPTO-ACTIFS SONT-ILS DES SOUS-JACENTS ELIGIBLES ?

Le recours au procédé de l'énumération a permis au législateur européen de disposer d'une certaine flexibilité pour élargir la liste des sous-jacents éligibles, se référant à des notions au contenu de plus en plus large, afin de répondre à l'imagination des professionnels.

L'article D.211-1 A, I du Comofi issu de la transposition de la directive MiFID comprend huit rubriques. La logique qui sous-tend la construction de cette liste tient à l'appartenance ou non des sous-jacents à la sphère financière. Cette liste peut ainsi être scindée en deux catégories : les sous-jacents financiers et les sous-jacents non financiers.

S'agissant des contrats portant sur des sous-jacents financiers, leur caractère par essence financier est suffisant pour démontrer leur appartenance à la liste des contrats financiers, le législateur n'imposant aucun critère supplémentaire. Par conséquent, les modalités de dénouement de ces contrats sont indifférentes : ils peuvent être réglés par une livraison physique ou en espèces.

S'agissant des contrats portant sur des sous-jacents non financiers, ces derniers peuvent constituer des contrats commerciaux soumis au droit commun dans l'hypothèse où leur dénouement s'opérerait par une simple livraison physique. Ils retombent au contraire dans la catégorie des contrats financiers lorsqu'ils sont réglés en espèces (de manière obligatoire ou facultative) où s'ils sont négociés sur une plateforme de négociation. Ces critères viennent en quelque sorte « financiariser » des contrats qui autrement pourraient être perçus comme des contrats commerciaux.

La difficulté dans la détermination de cette frontière commercial/financier se retrouve surtout pour les contrats sur matières premières. L'AMF avait d'ailleurs pris position sur ce débat en 2002¹⁰ en posant les critères que l'on retrouve aujourd'hui dans la loi : le critère dominant et suffisant pour la qualification en contrat financier consiste dans le règlement en espèces. Par conséquent, si un contrat doit ou peut être réglé en espèces, il s'analyse juridiquement comme un contrat financier. Si, en revanche, un contrat donne la possibilité d'une livraison physique du sous-jacent, alors il doit être négocié sur une plateforme de négociation pour pouvoir prétendre à la qualification de contrat financier.

⁸ Voir F. Lacroix, Les places financières alternatives : propos relatifs aux approches réglementaires concernant les plateformes de crowdfunding et d'échange de bitcoins, op.cit., p. 66 : « le bitcoin pourrait toutefois être l'objet d'un contrat financier tel un swap, par exemple. [...]. Le bitcoin peut parfaitement être une mesure financière ou encore un indice financier » ; F. Drummond, Bitcoin : du service de paiement au service d'investissement, Bull. Joly Bourse, mai 2014, p. 249.

⁹ F. Auckenthaler, Instruments financiers à terme ou contrats financiers, JurisClasseur Banque-Crédit-Bourse, op.cit., § 10 ; dans le même sens, Th. Bonneau, F. Drummond, Droit des marchés financiers, Economica, 3e éd., § 150 : « Toutes les choses dont la valeur est susceptible de varier avec le temps peuvent fournir la matière d'un dérivé » ; S. Praicheux, Instruments financiers à terme, Rép. Sociétés, Dalloz, § 29.

¹⁰ Revue CMF n°54, déc. 2002 / janv. 2003, Distinction entre les contrats commerciaux à terme et les contrats financiers à terme sur marchandises ; A. Gauvin, Banque stratégie n°201, fév.2003, Contrats à terme de marchandises et instruments financiers : alignement de la DSI sur la Loi MAF ; S. Praicheux, Instruments financiers à terme, op. cit., § 6 ; F. Auckenthaler, Instruments financiers à terme ou contrats financiers, op. cit., § 13.

Ceci étant précisé, l'AMF considère que les produits dérivés sur crypto-actifs sont susceptibles de répondre aux critères posés aux rubriques de l'article D. 211-1 A, I du Comofi qu'il convient d'analyser par ordre de pertinence.

1. Les dispositions de l'article D. 211-1 A, I, 6

Sont des contrats financiers au sens du point 6 de l'article D. 211-1 A, I : « 6. *Les contrats financiers avec paiement d'un différentiel.* »

Le point 6 prévoit, sans autre condition, que les CFD sont des contrats financiers. Cette catégorie de produit dérivé a été créée par MiFID puis respectivement reprise dans 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 (MiFID 2)¹¹ et dans le Comofi mais sans qu'il ne soit fait référence à un quelconque sous-jacent. Une interprétation stricte permet d'en déduire que tous les instruments présentant des flux pouvant tomber dans la catégorie des CFD sont des produits dérivés indépendamment de leurs sous-jacents. Une telle interprétation va dans le sens de la prééminence de l'élément de base dans un produit dérivé comme exposé précédemment et permet de faire rentrer les CFD sur crypto-actifs dans la catégorie des contrats financiers.

L'AMF considère toutefois que la réflexion sur les sous-jacents qui suit ne doit pas être écartée dans la mesure où un CFD est juridiquement un contrat à terme, ce qui renvoie aux autres rubriques de l'article D.211-1 A, I.

2. Les dispositions de l'article D. 211-1 A, I, 8

Sont des sous-jacents éligibles au sens du point 8 de l'article D.211-1 A, I : « 8. *Tout autre contrat à terme concernant des actifs, des droits, des obligations, des indices et des mesures, non mentionné par ailleurs aux 1 à 7 ci-dessus, qui présente les caractéristiques d'autres instruments financiers à terme, en tenant compte de ce que, notamment, il est négocié sur un marché réglementé ou un système multilatéral de négociation ou un système organisé de négociation.* »

Cette catégorie, constituée de plusieurs conditions, doit être décomposée :

2.1 Les notions d'« actifs » et de « droits »

Les dispositions de l'article D. 211-1 A, I du Comofi procèdent d'une transposition littérale de l'annexe 1, section C de MiFID. Il convient dès lors de se référer au Règlement délégué (UE) 2017/565¹² du 25 avril 2016 – pris notamment pour clarifier les termes de cette annexe – pour interpréter l'énumération présentée à l'article D. 211-1 A, I. L'article 8 du Règlement délégué précise ainsi que les termes « **actifs** » et « **droits** » s'entendent de « *tout autre actif ou droit fongible – autre que le droit de recevoir un service – négociable* ».

En tant qu'il constitue un « actif numérique »¹³, un crypto-actif doit être considéré comme un actif¹⁴. Elle est probablement « négociable » au sens du droit français (ce qui permet une transmission plus rapide et

¹¹ Annexe 1, Section C, neuvièmement de MiFID 2.

¹² Règlement délégué (UE) 2017/565 (« Règlement délégué »), article 8. Cet article reprend les termes du Règlement (CE) n° 1287/2006 du 10 août 2006 portant mesures d'exécution de la directive 2004/39/CE.

¹³ Article L. 54-10-1 du code monétaire et financier.

¹⁴ « Un actif est l'ensemble des biens et droits évaluables en argent qui constituent les éléments positifs du patrimoine d'une personne », Vocabulaire juridique, G. Cornu, 10e éd. ; D.Legeais, Jurisclasseur Commercial, Fascicule 535 : Actifs Numériques et prestataires sur actifs numériques, 14 octobre 2019, § 57.

efficace que les procédés du droit civil relatifs aux cessions de créances et à l'opposabilité des exceptions) dans la mesure où elle peut circuler sur une plateforme.

2.2 L'expression « *qui présentent les caractéristiques d'autres instruments financiers à terme en tenant compte de ce que, notamment, il est négocié sur un marché réglementé ou un système multilatéral de négociation ou un système organisé de négociation* »

Le Comofi reste silencieux sur ce qu'il convient d'entendre par la formulation « *en tenant compte de ce que, notamment, il est négocié sur [...]* ». Une première interprétation suggérerait que le critère de négociabilité sur une plateforme est une exigence pour retenir la qualification de produits dérivés au sens de ce texte. L'AMF penche toutefois pour une seconde interprétation qui consiste à ne voir dans cette formulation qu'une simple caractéristique des « autres instruments financiers à terme ». Cette analyse est confortée par les termes de l'article 7 § 3 du Règlement délégué qui présente la négociation sur un marché seulement comme l'un des critères possibles pour être considéré comme ayant « les caractéristiques d'autres instruments financiers [à terme] ».

Le Règlement délégué précise en effet que : « [...] un contrat [...] est considéré comme ayant les caractéristiques des autres instruments financiers [à terme] lorsqu'il remplit l'une des conditions suivantes : a) son règlement s'effectue en espèces ou peut être effectué en espèces à la demande de l'une ou de plusieurs des parties pour des raisons autres qu'une défaillance ou autre incident provoquant la résiliation » ; b) il est négocié sur une [plateforme de négociation] ; c) il satisfait aux conditions fixées au paragraphe 1¹⁵ ».

Dans la mesure où les produits offerts par les plateformes étudiées ne sont pas négociés sur un marché (conditions des sous-paragraphes b et c), il convient de vérifier que la condition restante (sous-paragraphe a) est bien remplie. Cela renvoie à la question du mode de dénouement d'un produit dérivé sur crypto-actifs, à savoir sa faculté à pouvoir être réglé en espèces.

2.3 Le règlement en espèces des produits dérivés sur crypto-actifs

L'article D.211-1 A, I oppose le règlement par « livraison physique » au règlement « en espèces ». Ils correspondent aux deux modes de dénouement possible d'un contrat financier. Autant les modalités concrètes d'exécution associées au règlement par livraison physique se conçoivent aisément (livraison du bien sous-jacent contre le paiement d'une somme) autant celles associées au règlement en espèces ne se déduisent pas des termes en eux-mêmes. Pour deux raisons :

- Littéralement, le terme « espèces » désigne les pièces métalliques et les billets de banque ce qui à première vue exclurait d'autres instruments de paiement comme le virement alors qu'il est très répandu. Cette formulation ne renvoie à aucune réalité juridique en droit français, elle n'est que le reflet de l'utilisation dans la pratique des produits dérivés du terme anglo-saxon « *cash settlement* » ;

- Les espèces ne sont pas réglées en lieu et place de la livraison du sous-jacent comme pourrait le faire penser la formulation. Lorsque les parties à un contrat financier choisissent comme mode d'exécution du contrat le règlement en espèces, cela signifie que la partie débitrice à la date de règlement devra payer à sa contrepartie la différence de cours entre la date de conclusion et la date de règlement du contrat¹⁶.

En pratique, cette différence de cours est réglée en euros (ou dans une autre monnaie ayant cours légal) d'où l'appellation de « règlement en espèces » mais cette différence pourrait très bien être réglée dans un

¹⁵ Les conditions énoncées à ce paragraphe renvoient à des critères de standardisation de contrats et de contrats négociés sur un marché.

¹⁶ Ce différentiel est calculé différemment selon la nature du contrat financier (option, CFD, future/forward) mais, en toute hypothèse, elle donne lieu à un flux unique.

autre actif (y compris un crypto-actif) sans que cela n'influe sur la qualification du contrat. Juridiquement, les parties à un contrat ont en effet la possibilité de prévoir que le paiement du différentiel s'effectuera en autre chose que la somme d'argent convenue, soit une dation en paiement au titre de laquelle la contrepartie débitrice se libérera de sa dette par un bien différent de celui initialement prévu.

Les produits dérivés sur crypto-actifs offerts par les plateformes mentionnées ci-dessus prennent la forme d'options binaires, de CFD et plus récemment de rolling spot forex. La logique économique qui sous-tend ces produits implique par construction qu'ils se règlent par différence de cours :

- *S'agissant des CFD*, leur appellation même (contrat financier avec paiement d'un différentiel) renvoie au dénouement exclusif en espèces. La philosophie de ces produits est en effet de permettre aux investisseurs de s'exposer sur le sous-jacent (quel qu'il soit) sans les inconvénients liés à la détention physique¹⁷ ;

- *S'agissant des options binaires*, elles s'apparentent à des paris le plus souvent à court voire très court terme. Une livraison physique du sous-jacent serait contradictoire avec la philosophie même du produit ;

- *S'agissant des rolling spot forex*, leur structure économique permet de les assimiler à des CFD.

Les services de l'AMF considèrent que ces trois formes de produits dérivés sur crypto-actifs sont bien réglées « en espèces ».

En synthèse, l'AMF considère que les produits dérivés sur crypto-actifs remplissent les critères posés par le point 6 (visant les CFD) et par le point 8 (au titre des contrats réglés en espèces et dont le sous-jacent est un actif).

* * *

En conclusion, un produit dérivé ayant pour sous-jacent un crypto-actif et se dénouant par règlement en espèces s'analyse en un contrat financier. Par conséquent, la réglementation applicable à l'offre d'instruments financiers en France s'applique aux produits dérivés sur crypto-actifs.

¹⁷ Voir par exemple la définition donnée par l'ESMA et l'EBA : « a CFD is an agreement between a 'buyer' and a 'seller' to exchange the difference between the current price of an underlying asset and its price when the contract is closed » (Investor warning du 28 février 2013).