PANTHÉON-ASSAS UNIVERSITÉ PARIS

Magistère Juriste d'Affaires – DJCE

2024-2025

LES ABUS DE MARCHÉ SUR CRYPTO-ACTIFS

Mémoire de Master II

Anastasia-Christina LOLIS

Sous la direction de Madame le Professeur France DRUMMOND

L'Université Paris-Panthéon-Assas n'entend donner aucune approbation ni improbation aux opinions émises dans ce mémoire. Ces opinions doivent être considérées comme propres à leur auteur.

Remerciements

Je remercie tout particulièrement Madame le Professeur France Drummond pour avoir dirigé la rédaction de ce mémoire. Son cours sur les marchés financiers, suivi en Master 1, a largement influencé mon choix de sujet, et je lui suis reconnaissante pour son accompagnement, ses conseils et sa disponibilité tout au long de ce semestre.

Je remercie également Monsieur le Professeur Antoine Gaudemet, directeur du Magistère, pour la qualité de cette formation exigeante et pour m'avoir offert l'opportunité de mener ce travail dans un cadre aussi stimulant.

Enfin, je souhaite exprimer ma profonde gratitude à Noah Ciriani et Anna-Chiara Taddei, pour leur aide précieuse dans la relecture de ce mémoire, leur soutien constant tout au long de ce projet, et surtout pour l'amitié constante qu'ils m'ont apportée au fil de ces années d'études.

Liste des abréviations

ACER	Agence de coopération des régulateurs de l'énergie
ACPR	Autorité de contrôle prudentiel et de résolution
Al.	Alinéa
AMF	Autorité des marchés financiers
AMLA	Autorité européenne de lutte contre le blanchiment de capitaux et le financement du terrorisme (*Authority for Anti-Money Laundering and Countering the Financing of Terrorism*)
anc.	Ancien
ART	Jetons se référant à un ou des actifs (*asset-referenced tokens*)
art.	Article
BJB	Bulletin Joly Bourse
Cass. com.	Cour de cassation, chambre commerciale
CESDH	Convention de sauvegarde des droits de l'homme et des libertés fondamentales
CEX	Plateformes d'échange centralisées (*Centralized exchange*)
CJCE	Cour de justice des Communautés européennes
CJUE	Cour de justice de l'Union européenne
C. mon. et fin.	Code monétaire et financier
DAO	Organisation autonome décentralisée (*Decentralized autonomous organization*)
DeFi	Finance décentralisée (*Decentralized finance*)
DEX	Plateformes d'échange décentralisées (*Decentralized exchange*)
DLT	Technologie des registres distribués (*Distrubuted ledger technology*)
DOJ	*U.S. Department of Justice*
EBA	Autorité bancaire européenne (*European Banking Authority*)
e-MT	Jetons de monnaie électronique (*e-money*)
ESMA	Autorité européenne des marchés financiers (*European Securities and Markets Authority*)
GAFI	Groupe d'action financière
HCJP	Haut Comité Juridique de la Place Financière de Paris
Ibid.	*Ibidem*, au même endroit
JCP E	La Semaine juridique – Entreprise et affaires
LCB-FT	Lutte Contre le Blanchiment de capitaux et le Financement du Terrorisme
MAD	Directive 2014/57/UE du Parlement européen et du Conseil du 16 avril 2014 relative aux sanctions pénales applicables aux abus de marché (*Market abuse directive*)

MAR	Règlement (UE) 596/2014 du Parlement européen et du Conseil du 16 avril 2014 sur les abus de marché (*Market abuse regulation*)
MEV	Valeur Extractible Maximale (*Maximal extractable value*)
MiCA	Règlement (UE) 2023/1114 du Parlement européen et du Conseil du 31 mai 2023 sur les marchés de crypto-actifs (*Markets in crypto-assets*)
MiFID II	Directive 2014/65/UE du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers (*Markets in financial instruments*)
MTF	Plateforme multilatérale de négociation (*Multilateral Trading Facility*)
NFT	Jeton non fongible (*Non-fungible token*)
OPC	Organisme de placement collectif
OTF	Système organisé de négociation (*Organised Trading Facilities*)
p.	Page
PACTE	Loi pour un Plan d'action pour la croissance et la transformation des entreprises
PME	Petites ou moyennes entreprises
PNF	Parquet national financier
PPAET	Personne qui organise ou exécute à titre professionnel des transactions portant sur des crypto-actifs (*Persons professionally arranging or executing transactions*)
PSCA	Prestataire de services sur crypto-actifs
PSI	Prestataire de services d'investissement
pt.	Point
RD bancaire et fin	Revue de droit bancaire et financier
RG AMF	Règlement général de l'autorité des marchés financiers
RLDA	Revue Lamy droit des affaires
RTD Com.	Revue trimestrielle de droit commercial
sART	Jetons se référant à un ou des actifs d'importance significative (s*ignificant asset-referenced tokens*)
SEC	*U.S. Securities and Exchange Commission*
se-MT	Jetons de monnaie électronique d'importance significativ (*significant e-money tokens*)
TFR 2	Règlement (UE) 2023/1113 sur les informations accompagnant les transferts de fonds et de certains crypto-actifs (*Transfert of funds regulation*)
TRACFIN	Traitement du renseignement et action contre les circuits financiers clandestins
UE	Union européen

Table des matières

INTRODUCTION 8

PARTIE PRÉLIMINAIRE. UN CHAMP D'APPLICATION AUX CONTOURS FLOUS **14**

CHAPITRE 1. LA QUALIFICATION DES CRYPTO-ACTIFS CONCERNES PAR LE REGLEMENT MICA 14

Section 1. Les crypto-actifs *14*

§1. La consécration d'une définition large des crypto-actifs 14

§2. La restriction du champ d'application par l'exclusion de certains crypto-actifs 16

Section 2. L'admission ou la demande d'admission à la négociation *20*

CHAPITRE 2. L'IDENTIFICATION DES ACTEURS SOUMIS AU REGLEMENT MICA 22

CHAPITRE 3. LA DETERMINATION DES ACTES ENCADRES PAR LE REGLEMENT MICA 25

PARTIE 1. UNE PRISE EN COMPTE INCERTAINE DES SPECIFICITES DES CRYPTO-ACTIFS DANS LA DEFINITION DES COMPORTEMENTS PROHIBES **28**

CHAPITRE 1. LES ABUS D'INFORMATIONS PRIVILEGIEES 28

Section 1. L'information privilégiée *29*

§1. La définition générale 29

A. Le domaine de l'information privilégiée 30

B. Les éléments constitutifs de l'information privilégiée 33

§2. La définition spécifique au front running 36

Section 2. Les opérations d'initiés *38*

§1. La définition des opérations d'initiés 38

§2. L'interdiction des opérations d'initiés 38

§3. La détention de l'information privilégiée 39

§4. La suppression des comportements légitimes 40

Section 3. La divulgation illicite d'informations privilégiées *41*

CHAPITRE 2. LES MANIPULATIONS DE MARCHE 42

Section 1. La définition des manipulations de marché *45*

Section 2. Les comportements constitutifs de manipulations de marché *46*

Section 3. Le resserrement des cas d'exemption *47*

§1. L'absence de pratiques de marché admises 47

§2. L'absence d'exclusion des programmes de rachat et mesures de stabilisation 49

PARTIE 2. UNE EFFICACITE INDETERMINEE AU REGARD D'UN DISPOSITIF DE PREVENTION ET DE REPRESSION SIMPLIFIE **51**

CHAPITRE 1. UNE PREVENTION ALLEGEE PAR RAPPORT AU CADRE APPLICABLE AUX INSTRUMENTS FINANCIERS 52

Section 1. L'allègement des obligations de divulgation à charge des émetteurs de crypto-actifs *52*

§1. La publication et le différé de publication des informations privilégiées 52

§2. La suppression de certaines obligations de divulgation 55

Section 2. Les obligations à charge des prestataires de service sur crypto-actifs *55*

§1. Les obligations communes aux personnes qui organisent ou exécutent des transactions à titre professionnel....56
§2. Les obligations spécifiques aux prestataires exploitant une plateforme de négociation....58
§3. Les obligations spécifiques à d'autres prestataires de services sur crypto-actifs....60
CHAPITRE 2. UNE HARMONISATION INCOMPLETE DES POUVOIRS DE SANCTION DES AUTORITES COMPETENTES....61
Section 1. Une harmonisation a minima des pouvoirs de surveillance....*63*
§1. Le socle minimal de pouvoirs de surveillance dévolu aux autorités nationales....64
§2. Les pouvoirs spéciaux de surveillance de l'EBA quant aux émetteurs de stablecoins d'importance significative 67
Section 2. Une harmonisation incomplète des pouvoirs de sanction....*67*
§1. L'harmonisation a minima des sanctions et mesures administratives....68
A. Le socle minimal de sanctions et mesures administratives dévolu aux autorités nationales....68
B. Les pouvoirs spéciaux de sanction de l'EBA quant aux émetteurs de stablecoins d'importance significative 70
§2. La faculté de substitution des sanctions administratives par des sanctions pénales....70
CONCLUSION....76
BIBLIOGRAPHIE....79

Introduction

1. – *« L'État va bien entendu essayer de ralentir ou d'arrêter la propagation de ces technologies […] Mais cela n'interrompra pas la diffusion du crypto-anarchisme. »*[1]. S'il y a bien une chose que Timothy May a anticipée, c'est qu'en effet, l'essor de la technologie *blockchain* et l'intérêt pour les crypto-actifs, notamment les cryptomonnaies, n'a pas cessé de croitre depuis sa création. Les chiffres en témoignent : selon une étude, presque un Français sur dix était venu à détenir des crypto-actifs en début 2023, soit une progression de 18% par rapport à 2022[2]. En 2025, cette tendance continue à se confirmer : 10% des Français détiennent des crypto-actifs, et 33% envisagent d'en acquérir[3]. Toutefois, l'idéal d'un espace totalement privé, affranchi de tout intervention étatique, s'est vite effondré.

L'engouement pour les crypto-actifs a également favorisé l'émergence d'un large éventail de fraudes, d'escroqueries et de pratiques abusives. Il est vrai que, dans bien des cas, les technologies cryptographiques sont en mesure d'apporter à cela des solutions internes, la *blockchain* étant capable de prévenir ou de corriger certains dysfonctionnements sans recours systématique à un cadre règlementaire externe[4]. Par exemple, une division (*fork*) d'une chaine *blockchain* peut très bien permettre de remédier à un piratage[5]. Mais la démocratisation des crypto-actifs, ainsi que le besoin de protéger les investisseurs, de maintenir leur confiance et d'assurer l'intégrité des marchés ont rendu nécessaire l'intervention des régulateurs, tant aux États-Unis que, finalement, en Europe. Cette intervention a été particulièrement nécessaire en matière d'abus de marché.

2. Les abus de marché. – La notion d'abus de marché (*market abuse*) fait référence à une série de comportements illicites, constatés sur les marchés financiers, qui compromettent des principes fondamentaux du droit financier, tels l'égalité entre investisseurs et la transparence, nécessaires pour le bon fonctionnement des marchés.

Traditionnellement, la catégorie des abus de marché recouvre trois pratiques : les opérations d'initiés, la divulgation illicite d'informations privilégiées et les manipulations de marché. Pour les marchés d'instruments financiers, la répression de ces abus est assurée, dans l'Union européenne, par le règlement MAR[6] et la directive MAD[7] du 16 avril 2014. Pour les marchés de crypto-actifs, les textes

[1] MAY Timothy C., "The Crypto Anarchist Manifesto", 1988.
[2] ADAN, « Web3 et Crypto en France et en Europe : Adoption par le grand public et applications par les industries », 14 avril 2023 : https://www.adan.eu/publication/etude-adan-kpmg-crypto-web3-france-europe/#:~:text=Cela%20représente%20une%20hausse%20notable,le%20secteur%20des%20crypto%2Dactifs.
[3] ADAN, « Web 3 et Crypto en France et en Europe : Vers une adoption durable et institutionnelle (édition 2025) », 10 avril 2025 : https://www.adan.eu/publication/web-3-et-crypto-en-france-et-en-europe-vers-une-adoption-durable-et-institutionnelle-edition-2025/
[4] A. VERSTEIN, "Crypto Assets and Insider Trading Law's Domain", *105 Iowa Law Review,* November 2019.
[5] Cointribune, « The DAO Hack sur Ethereum : ce qui s'est passé et ses conséquences », version au 2 juin 2025 : https://www.cointribune.com/the-dao-hack-sur-ethereum-ce-qui-sest-passe-et-ses-consequences/.
[6] Règlement (UE) 596/2014.
[7] Directive 2014/57/EU.

applicables sont différents, à moins que les crypto-actifs puissent être qualifiés d'instruments financiers. Cette distinction n'étant pas toujours évidente, il est essentiel de s'attarder sur la définition des crypto-actifs.

3. Les crypto-actifs. – Les crypto-actifs (*crypto-assets*), également appelés actifs numériques (*digital assets*), sont définis par la Banque de France comme des actifs, c'est-à-dire des éléments de patrimoine, créés grâce à la technologie *blockchain*, et dont le cours peut fluctuer[8]. Dans son rapport du 9 janvier 2019[9], l'Autorité bancaire européenne (EBA) les rangeait en trois catégories.

D'abord, les monnaies virtuelles (*payment / exchange / currency tokens*) ne confèrent généralement pas de droits, mais sont utilisées comme moyens d'échange, à des fins d'investissement, ou comme réserves de valeur. C'est notamment le cas du *Bitcoin*. Malgré leur dénomination, ils ne peuvent être qualifiés de véritable monnaie, dans la mesure où ils ne remplissement pas, à raison de leur volatilité, les trois fonctions de celle-ci[10]. Ensuite, les jetons d'investissement (*investment tokens*) ont une valeur patrimoniale et donnent droit à rémunération. Enfin, les jetons d'utilité (*utility tokens*) donnent accès à des produits ou à des services, tel un accès à un *cloud*, mais ne sont pas acceptés comme moyens de paiement.

Les crypto-actifs se sont développés à partir de la fin des années 2000, depuis la naissance du *Bitcoin* en janvier 2009, à la suite de la publication du document « *Bitcoin : A peer-to-peer electronics cash system* » par Satoshi Nakamoto, individu ou collectif dont l'identité demeure inconnue à ce jour, et qui proposait la création d'une monnaie qui permettrait de remettre en cause les institutions financières à la suite de la crise des *subprimes*[11]. En revanche, les fondements conceptuels des actifs numériques remontent plus loin, à l'émergence du mouvement libertarien dans les années 1990, du fait de la numérisation de l'économie. Représenté notamment par Eric Hughes et Timothy C. May, ce mouvement prônait le développement de la cryptographie dans le but de s'affranchir des intermédiaires existants en matière financière, c'est-à-dire de l'État et des banques centrales[12].

4. La technologie DLT. – Il apparaît ainsi que la définition des crypto-actifs est intrinsèquement liée à celle de la *blockchain* et, plus généralement, de la technologie des registres distribués (DLT). C'est cette technologie qui a, dans les faits, transféré la confiance des utilisateurs, auparavant placée dans des tiers de confiance, vers le système lui-même[13]. Les registres distribués sont des répertoires

[8] Banque de France, « Crypto-actifs et Stable coins », mise en ligne le 26 février 2024 : https://www.banque-france.fr/fr/publications-et-statistiques/publications/crypto-actifs-et-stable-coins
[9] EBA, *Report with advice for the European Commission on crypto-assets*, EBA Report, 9 January 2019, p. 7
[10] Vie publique, « Quelles sont les formes et les fonctions de la monnaie ? » : https://www.vie-publique.fr/fiches/270056-quelles-sont-les-formes-et-les-fonctions-de-la-monnaie
[11] D. LEGEAIS, *Blockchain et actifs numériques*, 2025, LexisNexis, 2e édition, p. 2.
[12] F. ERNOTTE, *Blockchain et crypto-actifs : Opportunités et droit(s)*, 2023, Edi.Pro
[13] Cour des comptes, *Les crypto-actifs : une régulation à renforcer*, 18 oct. 2023, observations définitives au sens de l'article R. 143-11 du code des juridictions financières.

d'informations qui conservent un enregistrement des transactions et qui sont partagés et synchronisés au sein d'un ensemble de nœuds de réseau DLT, au moyen d'un mécanisme de consensus[14]. Parmi les formes de registres distribués, la plus connue demeure la *blockchain*[15].

La *blockchain* est un registre numérique partagé, qui n'est pas tenu par un tiers de confiance habilité, mais qui est alimenté par un réseau d'ordinateurs qui valident les informations communiquées en les rendant immuables et en leur donnant date certaine ; ce processus de validation est dénommé minage (*mining*). Chaque transaction est validée par un nœud (*node*), serveur qui fait partie du réseau et qui détient une copie des enregistrements de toutes les transactions[16]. Les nœuds parviennent à un accord au moyen d'un mécanisme de consensus[17], algorithme qui définit les règles permettant de mettre à jour le registre[18]. Il existe plusieurs mécanismes de consensus dont, principalement la preuve de travail (*proof of work*) et la preuve d'enjeu (*proof of stake*) [19]. La *blockchain* a plusieurs fonctions principales, mais peut notamment être destinée à la création, au stockage et au transfert de crypto-actifs[20].

5. Résumé des évolutions législatives. – L'encadrement des risques évoqués plus haut a conduit à l'élaboration d'un cadre règlementaire applicable aux actifs numériques. Aux États-Unis, l'application du *Howey Test*[21] a permis de qualifier une partie des crypto-actifs en instruments financiers et de les soumettre, ainsi, aux règles applicables à ces derniers. Les législateurs européens ont adopté une approche différente. En France, un régime optionnel propre aux *« actifs numériques »* a d'abord été mis en place par la loi PACTE du 22 mai 2019, posant les bases d'une législation de portée désormais européenne. Le règlement MiCA a été adopté le 31 mai 2023, instaurant un régime obligatoire encadrant les prestataire de services *sur « crypto-actifs »* (PSCA), les offres au public, l'admission à la négociation et les abus de marché[22]. Il n'en demeure pas moins que la frontière entre crypto-actifs et instruments financiers reste floue, ce qui contribue à complexifier leur encadrement juridique, et ce même en matière d'abus de marché, puisque les crypto-actifs qualifiés d'instruments financiers restent dans le champ d'application du régime MAR-MAD[23].

[14] C. mon. fin., art. L. 226-1, 4°.
[15] Il existe d'autres modèles de registres distribués, tel le « graphe orienté acyclique » (*directed acyclic graph* ; DAG), notamment utilisé par IOTA et Nano.
[16] C. mon. fin., art. L. 226-1, 3°.
[17] C. mon. fin., art. L. 226-1, 2°.
[18] F. FLEURET, A. LOURIMI, W. O'RORKE, *Droit des crypto-actifs*, LexisNexis, 2e édition, 2024, p. 6.
[19] N. BARBAROUX, R. BARON, A. FAVREAU, « Blockchain et finance – approche pluridisciplinaire », juin 2020, *Répertoire IP/IT et Communication*, Dalloz.
[20] D. LEGEAIS, *Blockchain et actifs numériques*, 2025, LexisNexis, 2e édition, p 1.
[21] SEC v. W. J. Howey Co., 328 U.S. 293 (1946).
[22] AMF, « Le règlement européen Markets in Crypto-Assets (MiCA) », 2 août 2024 : https://www.amf-france.org/fr/actualites-publications/dossiers-thematiques/mica
[23] Règlement (UE) 2023/1114, cons. 9.

6. Les abus de marché sur crypto-actifs. – Les marchés de crypto-actifs, comme les marchés d'instruments financiers, connaissent des pratiques abusives et manipulatoires qui découragent les investisseurs et nuisent au bon fonctionnement des marchés. La nouveauté du cadre européen fait que, jusqu'à présent, la majorité des affaires ont été traitées par les autorités américaines. Ainsi, le DOJ poursuit et condamne régulièrement des cas de manipulation de marché[24]. La question est également au cœur de l'actualité : par exemple, la hausse et la chute conséquente de la valeur du $TRUMP avant l'investiture du président Donald Trump en 2025 a suscité de nombreuses rumeurs d'opérations d'initiés[25].

Dans l'Union, le règlement MiCA met en place un régime spécifique aux abus de marché sur crypto-actifs, en parallèle du régime préexistant applicable aux instruments financiers. Il fait partie, plus généralement, du paquet finance numérique (*Digital Finance Package*), destiné à organiser la transition numérique de l'Union. Celui-ci vient appréhender un environnement nouveau et risqué, tout en souhaitant ne pas mettre un frein à l'utilisation de ces nouveaux produits[26]. Le droit français a été adapté au règlement MiCA à travers une ordonnance du 15 octobre 2024[27]. Elle a introduit dans plusieurs codes le terme *« crypto-actifs »*, et a notamment créé un Titre II dédié aux actifs numériques au sein du Livre II du Code monétaire et financier. Elle a également réparti les compétences entre l'AMF et l'ACPR en matière d'agrément et de supervision des prestataires, et surtout en matière de surveillance des abus de marché sur crypto-actifs[28]. Pour l'essentiel, le régime s'applique à partir du 30 décembre 2024[29]. Il a été par ailleurs précisé, au niveau européen, par une série de règlements délégués[30] et de règlements d'exécution[31], ainsi que, au niveau français, par un décret du 21 février 2025[32].

7. Objectif : proportionnalité du régime imposé aux PME. – Les objectifs annoncés par le législateur européen dans les considérants de MiCA ne sont pas entièrement nouveaux. L'objectif premier est d'interdire les comportements susceptibles de saper la confiance des utilisateurs dans les marchés de crypto-actifs[33]. Cette approche s'inscrit dans la continuité du règlement MAR, qui soulignait

---

[24] U.S. Attorney's Office, District of Massachusetts, " Eighteen Individuals and Entities Charged in International Operation Targeting Widespread Fraud and Manipulation in the Cryptocurrency Markets", Press release, October 2024 : https://www.justice.gov/usao-ma/pr/eighteen-individuals-and-entities-charged-international-operation-targeting-widespread

[25] BINANCE, « Trump's $TRUMP Crypto Scandal – Investors Lose Billions, Insider Trading Suspected », version au 2 juin 2025 : https://www.binance.com/fr-AF/square/post/24365181899322

[26] Conseil européen, Conseil de l'Union européenne, « Finance numérique », dernier réexamen le 4 février 2025 : https://www.consilium.europa.eu/fr/policies/digital-finance/

[27] Ordonnance n°2024-936.

[28] M. MEKKI, « Actifs numériques », *Répertoire de droit commercial*, Janvier 2024

[29] Vie publique, « Ordonnance du 15 octobre 2024 relative aux marchés de crypto-actifs », Panorama des lois, 17 octobre 2024 : https://www.vie-publique.fr/loi/295763-ordonnance-du-15-octobre-2024-relative-aux-marches-de-crypto-actifs

[30] Règlements délégués (UE) 2025/292 ; 2025/293 ; 2025/294 ; 2025/295 ; 2025/296 ; 2025/297 ; 2025/298 et 2025/299.

[31] Règlement d'exécution (UE) 2024/2984.

[32] Décret n° 2025-169.

[33] Règlement (UE) 2023/1114, cons. 95.

que les abus compromettent l'intégrité des marchés financiers et ébranlent la confiance du public, essentielle à la croissance économique et à la prospérité[34].

Cependant, le règlement MiCA nuance immédiatement ces propos, affirmant qu' *« étant donné que les émetteurs de crypto-actifs et les prestataires de services sur crypto-actifs sont très souvent des PME, il serait disproportionné de les soumettre à l'ensemble des dispositions du règlement [MAR] »*. Il envisage ainsi l'établissement de *« règles particulières »*. Cette remarque s'appuie notamment sur le rapport Draghi, qui a justement relevé que l'imposition de contraintes excessives aux entreprises européennes, en particulier aux PME, nuisait aux acteurs du numérique et freinait l'innovation[35].

8. Interrogations quant à l'adéquation du nouveau régime – Cette volonté de ne pas surcharger les PME aurait pu interroger sur la nécessité même d'une répression étatique des abus de marché sur crypto-actifs, compte tenu du stade actuel de maturité de ce marché. Toutefois, comme cela a été souligné dans les propos introductifs, bien que la *blockchain* permette un certain degré d'auto-régulation, une régulation étatique, voire supranationale, était bien nécessaire, d'autant plus que les *fork* et autres remèdes internes à la *blockchain* s'avèrent extrêmement couteux[36]. La question n'est donc plus de savoir s'il convient de réguler les abus de marché sur crypto-actifs, mais plutôt d'évaluer la qualité et l'adéquation du cadre réglementaire désormais en place.

L'essentiel du régime des abus de marché sur crypto-actifs se situe au sein du Titre VI du règlement MiCA. Ce dernier s'inspire largement du règlement MAR, mais conformément au souhait de simplification du législateur, il ne comporte que sept articles, contre trente-neuf pour le règlement MAR. Pourtant, ses dispositions sont, dans l'ensemble, très similaires. MiCA reprend ainsi la structure de MAR, tout en proposant une version considérablement allégée. Il s'agit donc d'appliquer à des actifs nouveaux les règles conçues pour les abus de marché sur instruments financiers traditionnels. Mais si certaines pratiques peuvent effectivement être transposées d'un univers à l'autre, les spécificités technologiques des crypto-actifs invitent à s'interroger tant sur l'émergence de nouvelles formes d'abus que sur la pertinence d'une telle référence au régime du règlement MAR. Entre autres, le marché des crypto-actifs est un marché sur lequel les comportements dépassent souvent les frontières étatiques, les auteurs de manquements sont souvent difficiles à identifier et la technologie DLT peut faciliter la programmation d'abus, rendant la détection et la répression d'autant plus complexes.

Une lecture attentive du texte fait rapidement apparaître une série d'omissions par rapport au règlement MAR. La difficulté réside précisément dans l'interprétation de ces omissions. Si le règlement annonce ne pas vouloir reprendre *« l'ensemble des dispositions du règlement [MAR] »,* reconnaissant

[34] Règlement (UE) 596/2014, cons. 4.
[35] M. DRAGHI, The future of European competitiveness, Part A | A competitiveness strategy for Europe, p. 8
[36] A. VERSTEIN, "Crypto Assets and Insider Trading Law's Domain", *105 Iowa Law Review,* November 2019, p. 42.

ainsi ce dernier comme un point de référence, et malgré les recommandations de l'ESMA qui suggèrent de s'appuyer sur ce qui a été développé dans le cadre de MAR[37], il n'y a aucune disposition expresse dans le règlement qui érige MAR en source d'interprétation officielle des dispositions de MiCA. Une partie de l'analyse consistera donc à déterminer dans quelle mesure l'analyse développée dans le cadre de MAR devrait être étendue en matière de crypto-actifs.

9. Problématique. – Plusieurs questions seront soulevées dans le cadre de cette étude. Les spécificités des crypto-actifs ont-elles commandé des changements de régime ? Si non, pourquoi adopter un régime à part, s'il se limite à reprendre le règlement MAR ? Aurait-il suffi d'étendre le champ d'application de MAR aux crypto-actifs ?

Au regard de tous ces éléments, une question centrale s'impose : le cadre juridique instauré par le règlement MiCA permet-il de réguler efficacement les abus de marché sur crypto-actifs, au regard de leurs spécificités techniques et des objectifs poursuivis par le législateur européen ?

10. Annonce du plan. – Cette question appelle une réponse structurée en trois temps, fondée sur une analyse linéaire du régime établi par le règlement.

Dans un premier temps, il conviendra d'examiner le champ d'application du dispositif relatif aux abus de marché sur crypto-actifs. Cette partie préliminaire mettra en évidence que les frontières tracées sont floues, et que des interrogations persistent quant à la véritable portée du Titre VI (**Partie préliminaire**). Dans un second temps, l'analyse portera sur le cœur du régime, à savoir la définition des comportements constitutifs d'abus de marché sur crypto-actifs. Il s'agira ici d'interroger la pertinence d'une transposition quasiment à l'identique de MAR, au détriment d'un régime plus calibré à cette nouvelle technologie (**Partie 1**). Enfin, l'analyse se terminera par les mécanismes de prévention et de sanction, pierre angulaire de tout régime répressif. Cette dernière partie mettra en lumière certaines incertitudes quant à l'efficacité, en pratique, du régime instauré, du fait de la simplification des mesures de prévention, et d'une harmonisation incomplète en matière de sanctions (**Partie 2**).

[37] Par exemple: ESMA, *Draft technical standards specifying requirements for cooperation, exchange of information, and notification between competent authorities, European Supervisory Authorities (ESAs), and third countries under the Markets in Crypto Assets Regulation (MiCA) – Final Report*, March 2024 : https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2024-03/ESMA75-453128700-949_Final_Report_MiCA_cooperation_technical_standards.pdf

PARTIE PRÉLIMINAIRE. Un champ d'application aux contours flous

11. – Au sein du règlement MiCA, les abus de marché font l'objet d'un traitement spécifique dans le Titre VI, qui consacre un ensemble de dispositions à leur prévention et leur interdiction. La première d'entre elles définit un champ d'application propre à ce dispositif[38]. Or, ce champ d'application ne coïncide pas exactement avec celui du règlement dans son ensemble, fixé par un article distinct[39]. Cette dualité soulève naturellement des interrogations quant à l'articulation entre ces deux périmètres et à la portée respective de chacun.

En outre, plusieurs zones d'incertitude pèsent sur les contours exacts du champ d'application des règles relatives aux abus de marché, touchant notamment aux catégories de crypto-actifs concernées (**Chapitre 1**), aux types d'acteurs visés (**Chapitre 2**) ou encore aux comportements encadrés (**Chapitre 3**), avec des considérations particulières quant à la portée extraterritoriale du règlement.

Ces incertitudes méritent une analyse approfondie, afin de mieux cerner la portée effective du cadre répressif instauré en matière d'abus de marché sur crypto-actifs.

Chapitre 1. La qualification des crypto-actifs concernés par le règlement MiCA

12. – Selon l'article 86 du règlement, le Titre VI sur la prévention et l'interdiction des abus de marché s'applique aux actes accomplis par toute personne concernant des crypto-actifs (**Section 1**) admis à la négociation ou ayant fait l'objet d'une demande d'admission à la négociation (**Section 2**).

Section 1. Les crypto-actifs

13. – Étant donné que l'article 86 y renvoie expressément, la notion de crypto-actif est un élément clé dans la détermination du champ d'application du dispositif sur les abus de marché (**§1**). Toutefois, cette définition est plus large que le domaine du texte, qui procède à de nombreuses exclusions tenant aux caractéristiques des crypto-actifs ou à l'identité de leur émetteur (**§2**).

§1. La consécration d'une définition large des crypto-actifs

14. Définition. – Publiés, eux aussi, en mai 2023, les principes UNIDROIT relatifs aux actifs numériques ont opté pour une définition des crypto-actifs fondée sur le critère du contrôle : constituent des actifs numériques les documents électroniques qui peuvent être soumis à un contrôle[40]. D'ailleurs, les principes s'appliquent à tout actif qui entre dans cette définition, qu'il utilise ou non la technologie

[38] Règlement (UE) 2023/1114, art. 86.
[39] Règlement (UE) 2023/1114, art. 2.
[40] Principes UNIDROIT 2023 – C. D. (102) 6, Principe 6 : https://www.unidroit.org/wp-content/uploads/2023/05/C.D.-102-6-Actifs-numeriques-et-droit-prive.pdf

DLT[41]. En revanche, le règlement MiCA a opté pour une définition plus extensive[42] et liée à la technologie des registres distribués. Les crypto-actifs sont définis comme des représentations numériques d'une valeur ou d'un droit pouvant être transférées et stockées de manière électronique, au moyen de la technologie des registres distribués (DLT) ou d'une technologie similaire[43]. Le règlement définit la technologie DLT comme celle qui permet l'exploitation et l'utilisation de registres distribués au moyen d'un mécanisme de consensus, ce dernier permettant de parvenir à un accord sur le fait qu'une transaction est validée[44].

Le règlement les classe en trois catégories[45] selon leurs particularités et les risques qu'ils comportent, et les soumet à des traitements différents.

15. e-MT et ART. – Les deux premières catégories correspondent aux *stablecoins*, cryptomonnaies adossées à un ou plusieurs actifs dans le but de réduire leur volatilité. C'est le cas, par exemple, du USD Coin ou du Tether, dont la valeur est adossée au dollar américain, ou encore du PAX Gold, adossé à l'or.

Premièrement, les *e-money tokens* (e-MT), consacrés par le règlement sous le nom de *« jetons de monnaie électronique »*, visent à stabiliser leur valeur en se référant à celle d'une monnaie officielle unique. Ils sont destinés à être utilisés comme moyens de paiement, en tant que substituts électroniques des pièces et des billets de banque. Le USD Coin et le Tether seraient rangés dans cette catégorie.

Deuxièmement, les *asset-referenced tokens* (ART), dénommés *« jetons se référant à un ou des actifs »*, comprennent les crypto-actifs autres que les e-MT et visent à stabiliser leur valeur en l'adossant à d'autres actifs, tels une ou plusieurs monnaies officielles, un ou plusieurs crypto-actifs, ou un panier de ces actifs. Ils peuvent être utilisés comme des réserves de valeur, mais aussi comme des moyens de paiement pour acquérir des biens ou des services[46]. Le PAX Gold appartient à cette catégorie, ainsi que, avant son abandon, le Diem de Facebook, dont la valeur devait être adossée à plusieurs monnaies fiat, telles que le dollar américain et l'euro.

16. Jetons d'importance significative. – Lorsque des jetons relevant de l'une de ces deux catégories remplissent ou sont susceptibles de remplir une liste de critères liés à la capitalisation boursière, à la clientèle ou au volume de transactions[47], ils sont réputés revêtir une important significative et, à ce titre, sont considérés comme pouvant avoir un impact notable sur la stabilité

[41] Principes UNIDROIT 2023 – C. D. (102) 6, n° 21, *ibid*.
[42] H. DE VAUPLANE, T. BONNEAU, « Principes UNIDROIT sur les actifs numériques », *RD bancaire et fin*., juillet-août 2023, dossier 18.
[43] Règlement (UE) 2023/1114, art. 3, §1, 5.
[44] *Ibid*., art. 3, §1, 1, 2 et 3.
[45] *Ibid*, cons. 18.
[46] Proposition de règlement du Parlement européen et du Conseil sur les marchés de crypto-actifs, et modifiant la directive (UE) n° 2019/1937, 24 sept. 2020, cons. 9.
[47] Règlement (UE) 2023/1114, art. 43, §1 (sART) et 56, §1 (se-MT).

financière. Cette qualification emporte l'application de règles plus strictes. En matière d'abus de marché, elle confère notamment une compétence directe à l'EBA pour ce qui relève des pouvoirs de surveillance et de sanction.

17. Jetons autres que les e-MT et ART. – Enfin, le règlement vise les *« crypto-actifs autres que les jetons se référant à un ou des actifs et les jetons de monnaie électronique »*, permettant ainsi d'englober dans une catégorie fourre-tout toute autre forme d'actif qui n'entrerait pas dans les définitions précédentes. Par exemple, le fameux Bitcoin est un crypto-actif qui n'est ni un jeton de monnaie électronique, ni un jeton se référant à un ou des actifs[48]. Cette catégorie vise également les *utility tokens*, jetons utilitaires à finalité non financière, qui fournissent un accès à un bien ou un service numérique disponible sur une plateforme DLT, comme UNI, qui confère des droits de vote quant à la gouvernance du protocole Uniswap.

Si la définition des crypto-actifs retenue par le MiCA se veut large, plusieurs catégories de crypto-actifs sont cependant expressément soustraites au champ d'application du règlement et donc du Titre VI sur les abus de marché (**§2**).

§2. La restriction du champ d'application par l'exclusion de certains crypto-actifs

18. Les instruments financiers. – Comme il était déjà le cas sous la loi PACTE[49], sont d'abord exclus du champ du règlement[50] les crypto-actifs qui peuvent être qualifiés d'instruments financiers au sens de la directive MIFID II[51] : valeurs mobilières, instruments du marché monétaire, parts d'OPC, contrats d'option, contrats à terme, contrats d'échange, accords de taux futurs et tous autres contrats dérivés, instruments dérivés servant au transfert du risque de crédit, contrats financiers pour différences, et quotas d'émission. La qualification d'instrument financier soumet le crypto-actif au régime des abus de marché issu du règlement MAR[52].

Cette première exclusion n'est pas sans soulever de sérieuses difficultés, puisqu'il n'existe aucun critère de distinction clair entre les instruments financiers et les crypto-actifs. L'ESMA a dû intervenir afin d'apporter des clarifications au moyen d'orientations sur les conditions et critères permettant de qualifier certains crypto-actifs d'instruments financiers[53].

---

[48] Osborne Clarke, "What are the EU's white paper requirements in MiCAR and do they apply to Bitcoin?", 4th October 2023 : https://www.osborneclarke.com/insights/what-are-eus-white-paper-requirements-micar-and-do-they-apply-bitcoin.
[49] C. mon. et fin., art. L. 54-10-1 anc.
[50] Règlement (UE) 2023/1114, art. 2, §4.
[51] Directive 2014/65/UE, art. 4, §1, 15, qui renvoie à la Section C de l'Annexe I.
[52] Règlement (UE) 596/2014, art. 2, §1.
[53] ESMA, *Guidelines on the conditions and criteria for the qualification of crypto- assets as financial instruments – Final Report*, December 2024 : https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2024-12/ESMA75453128700-1323_Final_Report_Guidelines_on_the_conditions_and_criteria_for_the_qualification_of_CAs_as_FIs.pdf

A titre de comparaison, aux États-Unis, le *Securities Act* de 1933 présente une liste de vingt exemples d'instruments financiers, parmi lesquels figurent, en treizième position, les *« contrats d'investissement »* (*investment contract*). Grâce au *Howey Test* développé par la Cour suprême[54], un cadre a été établi permettant aux juges de déterminer si une transaction sur crypto-actifs relève de la notion de contrat d'investissement et si l'actif concerné peut être considéré comme un instrument financier. Au contraire, il n'existe pas de notion générique des instruments financiers en droit européen[55]. La directive MIFID II établit une liste précise[56] des actifs qui entrent dans la qualification d'instrument financier, et les crypto-actifs n'y figurent pas. Cependant, certains peuvent être concernés par cette qualification. En substance, selon les orientations de l'ESMA, le principe de neutralité technologique fait que le format technologique des crypto-actifs ne devrait pas être déterminant pour leur qualification. Constituent notamment des instruments financiers les instruments financiers sous forme tokénisée. L'Autorité a par ailleurs établi des critères spécifiques à la classification des crypto-actifs en tant que valeurs mobilières, ainsi que ceux relatifs aux autres catégories d'instruments financiers.

Toutefois, si le règlement MAR s'applique aux abus de marché sur instruments financiers, les comportements qui touchent à des instruments financiers peuvent tomber dans le champ d'application du règlement MiCA s'ils ont, par ailleurs, une influence sur des crypto-actifs qui relèvent de ce dernier. La question se pose pour les produits dérivés, dont la valeur *dérive* de celle d'un actif sous-jacent. L'AMF et l'ESMA admettent que le sous-jacent d'un produit dérivé puisse être constitué de crypto-actifs[57]. Dans ce cas, il se peut qu'un comportement qualifié d'abus de marché et affectant l'instrument dérivé ait des conséquences sur le crypto-actif sous-jacent. Ceci déclencherait alors l'application de MAR, si l'abus a affecté la négociation du produit dérivé, mais pourrait aussi déclencher l'application de MiCA, s'il y a eu un impact sur la négociation du crypto-actif[58].

Témoignant de la complexité de la distinction entre crypto-actifs et instruments financiers, un auteur a relevé que les ART pourraient être considérés comme des produits dérivés ou des valeurs mobilières au sens de la directive MIFID II. Cette qualification s'expliquerait par le fait que les ART stabilisent leur valeur par rapport à une réserve d'actifs, et donnent à leurs détenteurs un droit de

---

[54] SEC v. W. J. Howey Co., 328 U.S. 293 (1946).
[55] I. BARSAN, "Are MiCAR's Market Abuse Rules Useful? A critical analysis of the market abuse rules under MiCAR", December 2024.
[56] Directive 2014/65/UE, art. 4, §1, 15, qui renvoie à la Section C de l'Annexe I.
[57] Admis, avant l'entrée en vigueur de MiCA, dans AMF, *Analyse sur la qualification juridique des produits dérivés sur crypto-monnaies*, 22 février 2018 : https://www.amf-france.org/fr/actualites-publications/actualites/analyse-sur-la-qualification-juridique-des-produits-derives-sur-crypto-monnaies ; Confirmé par ESMA, *Guidelines on the conditions and criteria for the qualification of crypto-assets as financial instruments – Final Report*, December 2024, p. 15, pt. 43 : https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2024-12/ESMA75453128700-1323_Final_Report_Guidelines_on_the_conditions_and_criteria_for_the_qualification_of_CAs_as_FIs.pdf.
[58] P. VAN CLEYNENBREUGEL, "The New Regulatory Framework on Market Abuse Involving Crypto-Assets", *Les aspects juridiques de la blockchain et de ses applications, Volume 2 : Analyse du règlement MICA et autres questions choisies*, 2024, Anthemis, p. 168.

remboursement permanent, en espèces, à l'égard de l'émetteur[59]. Dès lors, si aucune différence n'est faite entre le fait que l'ART dérive sa valeur de cette réserve sous-jacente et le fait que cette valeur soit simplement stabilisée par celle-ci, l'assimilation à la qualification donnée par MIFID II aurait pour conséquence de soumettre ces actifs au règlement MAR, alors qu'ils relèvent, en principe, de MiCA[60].

Dans ses orientations[61], l'ESMA a clarifié ce point, retenant que lorsque la valeur d'un jeton est établie au moyen d'actifs réservés, il doit être considéré comme un ART, et non comme un instrument dérivé, de sorte que seul le régime des abus de marché issu du règlement MiCA lui est applicable. Le règlement MAR ne s'applique qu'aux jetons dont la valeur est établie en faisant référence de manière synthétique à un autre actif. C'est, par exemple, le cas d'un crypto-actif qui reflète la valeur d'une action.

19. Les *non-fungible tokens* (NFT). – En principe, les dispositions de MiCA, et donc le régime des abus de marché qu'il prévoit, ne s'appliquent pas non plus aux crypto-actifs uniques et non fongibles (NFT, *non-fungible tokens*)[62].

L'exclusion des NFT repose sur le critère de fongibilité, qui désigne la capacité d'une chose à être considérée comme équivalente à une autre si elle est de même qualité et quantité[63]. Puisqu'ils sont uniques et non-fongibles, les NFT ne sont pas facilement interchangeables, et leur valeur par rapport à un autre NFT ne peut être déterminée par comparaison avec un marché existant ou un actif équivalent. Il en découle qu'ils ne peuvent avoir qu'une utilisation financière limitée, ce qui réduit les risques pour les détenteurs et le système financier[64].

Le règlement reconnait cependant que les NFT peuvent tout de même avoir une nature spéculative, ce qui crée un environnement propice à la commission d'abus de marché. D'ailleurs, plusieurs cas concrets ont mis en évidence des abus impliquant des NFT, les pratiques de *wash trading*[65] et les opérations d'initiés étant particulièrement répandues dans ce milieu. Notamment, ce que le DOJ a qualifié de *« première affaire de délit d'initié impliquant des actifs numériques »* concernait la condamnation de l'ancien chef de produit de la plateforme NFT OpenSea. Celui-ci avait profité

[59] Règlement (UE) 2023/1114, art. 39, §1.
[60] I. BARSAN, "Are MiCAR's Market Abuse Rules Useful? A critical analysis of the market abuse rules under MiCAR", December 2024, p. 6.
[61] ESMA, *Guidelines on the conditions and criteria for the qualification of crypto-assets as financial instruments – Final Report*, December 2024, *ibid*., p. 43, pt. 50-51.
[62] Règlement (UE) 2023/1114, art. 2, §3.
[63] G. CORNU, *Vocabulaire juridique*, P.U.F, 15e édition, 2024, p. 475.
[64] Règlement (UE) 2023/1114, cons. 10.
[65] Selon le Règlement délégué (UE) 2016/522, Annexe II, Section 1, §3, a : *« passation d'accords de vente ou d'achat d'un instrument financier [...] n'impliquant pas de changement dans la propriété de la valeur concernée ni dans le risque de marché ou impliquant le transfert de la détention ou du risque de marché entre des participants agissant de concert ou en collusion »*.

d'informations confidentielles auxquelles il avait accès dans le cadre de ses fonctions pour acheter plusieurs NFT juste avant leur mise en avant sur la page d'accueil de la plateforme[66].

Un auteur suggère, à défaut d'inclure les NFT dans le champ des règles relatives aux abus de marché prévues par MiCA, d'étendre le champ d'application du règlement MAR afin de les englober, ainsi que l'ensemble des crypto-actifs[67]. En réalité, le règlement prévoit certaines limites à cette exclusion, et le même auteur admet qu'il est probable que la majorité des NFT en circulation relèvent malgré tout de MiCA.

Ne sont pas exclues du régime de MiCA les fractions de NFT ainsi que les émissions de NFT en grande série ou collection, dans la mesure où ils ne peuvent plus être considérés comme uniques et non fongibles. Le législateur européen reconnait même qu'il existe des crypto-actifs qui semblent être uniques et non fongibles en théorie, mais dont les caractéristiques les rendraient *de facto* fongibles ou non uniques. Ceux-ci devraient être examinés au cas par cas ; le règlement invite les autorités compétentes à adopter pour cela une approche qui privilégie le fond par rapport à la forme[68].

En outre, les pratiques de *wash trading* impliquant l'échange de NFT contre des crypto-actifs relevant du champ d'application de MiCA peuvent entraîner l'application de ce règlement lorsque le volume des actifs échangés est suffisamment important pour constituer une manipulation de marché portant sur des crypto-actifs soumis à MiCA[69].

20. Les autres cas d'exclusion. – Sont également expressément exclus les actifs qualifiés de dépôts, de fonds – sauf s'ils sont qualifiés de jetons de monnaie électronique – de positions de titrisation[70], de produits d'assurance non-vie ou vie[71], de produits de retraite ou de régimes de retraite professionnels, de produit paneuropéen d'épargne-retraite individuelle[72] ou encore de régimes de sécurité sociale[73].

Dans ses considérants, le règlement précise que lorsque les crypto-actifs n'ont pas d'émetteur identifiable, ils ne devraient pas relever du champ d'application des titres II, III ou IV[74]. Comme le fait

[66] US Attorney's Office, Southern District of New York, "Former Employee Of NFT Marketplace Sentenced To Prison In First-Ever Digital Asset Insider Trading Scheme", *Press Release*, August 2023 : https://www.justice.gov/usao-sdny/pr/former-employee-nft-marketplace-sentenced-prison-first-ever-digital-asset-insider
[67] I. BARSAN, "Are MiCAR's Market Abuse Rules Useful? A critical analysis of the market abuse rules under MiCAR", December 2024, p. 5.
[68] Règlement (UE) 2023/1114, cons. 11.
[69] M. BARCZENTEWICZ, A. DE GANDARA GOMES, "Crypto-Asset Market Abuse Under EU MiCA", *Cambridge University Press*, November 2024, p. 5.
[70] Règlement (UE) 2017/2402.
[71] Directive 2009/138/CE.
[72] Règlement (UE) 2019/1238.
[73] Règlements (CE) 883/2004 et 987/2009.
[74] Règlement (UE) 2023/1114, cons. 22.

remarquer un auteur[75], cette restriction n'est nullement reprise dans le corps du Titre VI relatif aux abus de marché. Il faudrait donc en déduire que le régime des abus de marché s'applique même aux crypto-actifs qui n'ont pas d'émetteur identifiable. D'ailleurs, la définition donnée de l'information privilégiée[76] vise non seulement les *« émetteurs »* mais également les *« offreurs »* et les *« personnes qui demandent l'admission à la négociation »*. Or, ces acteurs ne sont pas des émetteurs, c'est-à-dire des entités qui contrôlent la création de crypto-actifs[77].

Sont aussi exclus du champ de MiCA les *« actifs numériques émis par des banques centrales agissant en leur qualité d'autorité monétaire »* ainsi que *« les crypto-actifs émis par d'autres autorités publiques »*[78]. Parmi les actifs émis par les banques centrales, est notamment exclue du champ de MiCA la *« monnaie de banque centrale sous forme numérique »*, toujours en stade d'expérimentation depuis 2020[79].

21. – Outre ces exclusions, le dispositif des abus de marché ne s'applique pas à n'importe quels crypto-actifs ; il vise expressément ceux qui sont admis ou qui font l'objet d'une demande d'admission à la négociation (**Section 2**).

Section 2. L'admission ou la demande d'admission à la négociation

22. Admission ou demande d'admission. – Les dispositions du Titre VI sur la prévention et l'interdiction des abus de marché sur crypto-actifs précisent qu'ils s'appliquent *« aux actes accomplis par toute personne concernant des crypto-actifs admis à la négociation ou ayant fait l'objet d'une demande d'admission à la négociation »*. La prise en considération de la simple demande d'admission à la négociation est compréhensible : le cas le plus fréquent d'opération d'initié touche à l'intention de demander l'admission aux négociations d'un crypto-actif, car le *listing* peut avoir un impact considérable sur le prix de l'actif[80].

Au sein de l'Union européenne, les crypto-actifs sont admis à la négociation conformément aux dispositions des Titres II à IV de MiCA, selon que la demande concerne un ART, un e-MT, ou un autre crypto-actif.

---

[75] M. GALLAND, « Le projet de Règlement MiCA adopté en avril 2023 par le Parlement européen parachève le cadre dédié à la prévention et à la répression des abus de marché impliquant des crypto-actifs », *Banque et Droit*, mai-juin 2023, n°209, p. 45.
[76] Règlement (UE) 2023/1114, art. 88, §1.
[77] *Ibid*., cons. 20.
[78] Règlement (UE) 2023/1114, cons. 13.
[79] Banque de France, « La monnaie numérique de banque centrale interbancaire », mise à jour le 13 décembre 2024 : https://www.banque-france.fr/fr/stabilite-financiere/mandat-stabilite-financiere/accompagner-transformation-numerique-secteur-financier/mnbc-wholesale#:~:text=La%20monnaie%20numérique%20de%20banque%20centrale%20(MNBC)%20interbancaire%20(ou,le%20règlement%20entre%20elles%20de
[80] A. VERSTEIN, "Crypto-Asset and Insider Trading Law's Domain", *105 Iowa Law Review*, February 2019, p. 26.

23. Lieu de situation de la plateforme de négociation. – La formulation du premier alinéa de l'article 86 a suscité quelques interrogations sur le champ territorial du dispositif des abus de marché. Alors que le texte actuel vise les *« crypto-actifs admis à la négociation ou ayant fait l'objet d'une demande d'admission à la négociation »* sans préciser le lieu de négociation, la proposition de 2020 visait plus précisément les crypto-actifs *« admis à la négociation sur une plate-forme de négociation de crypto-actifs exploitée par un prestataire de services sur crypto-actifs agréé »*[81]. La disparition de cette précision dans la version finale du texte a poussé certains auteurs à se demander si le règlement MiCA souhaitait, par cela, viser les crypto-actifs négociés sur des plateformes non-européennes[82].

Certains considèrent que les règles relatives aux abus de marché ne concernent que les crypto-actifs admis à la négociation ou ayant fait l'objet d'une demande d'admission à la négociation au sein de l'UE. Selon un auteur, cette délimitation territoriale serait logique : étant donné que les crypto-actifs non admis à la négociation conformément à MiCA ne peuvent être échangés au sein de l'Union, les règles relatives aux abus de marché ne s'appliqueraient qu'à ceux dont la négociation est ou sera autorisée conformément au droit européen[83].

D'autres opposent la rédaction de l'article 86 de MiCA à celle de l'article 2 de MAR, qui prévoit son application aux instruments financiers négociés sur les marchés financiers, les MTF et les OTF tels que définis par MiFID II, c'est-à-dire aux marchés de l'UE. Un auteur relève d'ailleurs l'existence, au sein du règlement, d'une exemption d'agrément applicable aux entreprises de pays tiers qui proposeraient des services sur crypto-actifs à des clients établis ou situés dans l'Union européenne, lorsque cette démarche résulte de l'initiative exclusive des clients (*reverse solicitation*)[84]. Une analyse du premier alinéa de l'article 86 à la lumière de cette disposition permettrait de suggérer que l'omission de la mention relative aux plateformes exploitées par un prestataire agréé traduirait précisément l'intention d'inclure dans le champ d'application du Titre VI les situations dans lesquelles un investisseur européen négocierait des crypto-actifs sur des plateformes exploitées par des entreprises non-européennes[85].

Cet auteur reconnaît cependant qu'une telle interprétation soulève, en premier lieu, de sérieuses interrogations quant à la compétence internationale du législateur européen, celui-ci ne pouvant, en principe, intervenir qu'en présence d'un lien réel avec l'Union européenne. En second lieu, elle pose la question des moyens concrets dont disposeraient les autorités européennes pour appliquer efficacement

[81] Règlement (UE) 2023/1114, art. 76.
[82] I. BARSAN, "Are MiCAR's Market Abuse Rules Useful? A critical analysis of the market abuse rules under MiCAR", December 2024, p. 8.
[83] P. VAN CLEYNENBREUGEL, "The New Regulatory Framework on Market Abuse Involving Crypto-Assets", *Les aspects juridiques de la blockchain et de ses applications, Volume 2 : Analyse du règlement MICA et autres questions choisies*, 2024, Anthemis.
[84] Règlement (UE) 2023/1114, art. 61, §1.
[85] I. BARSAN, *ibid*.

leur réglementation au-delà des frontières de l'Union. Enfin, une telle reconnaissance unilatérale de compétence pourrait entrer en conflit avec la compétence concurrente des autorités du pays où est établie la plateforme concernée.

24. – Une fois les crypto-actifs concernés par la règlementation des abus de marché identifiés, il convient de déterminer quels sont les acteurs soumis à ce cadre (**Chapitre 2**).

Chapitre 2. L'identification des acteurs soumis au règlement MiCA

25. Toute personne. – Relèvent du Titre VI sur les abus de marché les actes commis par *« toute personne »*, sans qu'il y ait à distinguer entre les personnes physiques ou morales, ou encore entre les professionnels et les non-professionnels. Ainsi, l'interdiction des abus de marché vaudrait tant pour une personne morale prestataire de services que pour une personne physique qui agirait en dehors de tout cadre professionnel[86]. Ceci permet de viser les investisseurs particuliers, désormais très présents sur les marchés d'actifs numériques, et ce notamment depuis la crise de la COVID-19, du fait de l'accessibilité des informations sur les réseaux sociaux et de la simplification des interfaces d'échange[87].

D'ailleurs, la doctrine déduit du renvoi à *« toute personne »* que le champ d'application du Titre VI, prévu à l'article 86, ne se limite pas aux personnes visées par l'article 2, relatif au champ d'application général du règlement, et qui vise *« les personnes physiques et morales et certaines autres entreprises qui exercent des activités d'émissions, d'offre au public et d'admission à la négociation de crypto-actifs ou qui fournissent des services liés aux crypto-actifs dans l'Union »*[88]. Le périmètre du Titre VI apparaîtrait ainsi plus étendu que le champ d'application général du règlement MiCA.

26. Organisations décentralisées. – Une question essentielle concernant le champ d'application *ratione personae* du régime des abus de marché sur crypto-actifs est de déterminer si les *decentralized autonomous organizations* (DAO) y sont inclues. Les DAO sont des organisations autonomes décentralisées, qui prennent la forme d'entités virtuelles fondées sur un protocole blockchain et des *smart contracts* – programmes informatiques utilisés pour l'exécution automatique d'accords – et qui répliquent les attributs juridiques d'une entreprise traditionnelle ; elles sont composées d'un certain nombre de membres qui ont le droit de dépenser leurs fonds et de modifier leurs codes[89]. Elles

[86] P. VAN CLEYNENBREUGEL, "The New Regulatory Framework on Market Abuse Involving Crypto-Assets", *Les aspects juridiques de la blockchain et de ses applications, Volume 2 : Analyse du règlement MICA et autres questions choisies*, 2024, Anthemis, p. 169.
[87] NEWSROOM, "The Retail Revolution: How Individual Investors Are Reshaping the Cryptocurrency Landscape", *Modern Diplomacy*, April 2025 : https://moderndiplomacy.eu/2025/04/24/the-retail-revolution-how-individual-investors-are-reshaping-the-cryptocurrency-landscape/
[88] Règlement (UE) 2023/1114, art. 2, §1.
[89] Ethereum White Paper, 2013, p. 23 : https://ethereum.org/en/whitepaper/

fonctionnent grâce à un programme informatique qui fournir des règles de gouvernance automatiques à leur communauté[90].

L'intérêt de pouvoir intégrer les DAO dans le champ des personnes susceptibles de commettre des abus de marché est que ces systèmes pourraient permettre d'automatiser l'exécution de transactions et de programmer des comportements manipulatoires directement dans des *smart contracts*[91].

Dans l'hypothèse où le champ d'application de l'article 2 était retenu, la mention de *« certaines autres entreprises »*, ne correspondant ni à des personnes physiques ni à des personnes morales, permettrait d'envisager directement les DAO. Dans l'hypothèse où le champ d'application général du règlement serait indifférent en matière d'abus de marché, les DAO seraient indirectement inclus dans la notion de *« toute personne »* sous réserve qu'elles puissent être qualifiées de personnes au sens juridique.

Cependant, le règlement ne s'applique que lorsqu'une partie au moins des activités ou des services fournis est réalisée de manière centralisée. En effet, son application est exclue lorsque les services sur crypto-actifs sont fournis de manière entièrement décentralisée[92].

Mais, si une DAO peut ressembler à une entreprise traditionnelle sans en avoir la forme juridique, elle peut également choisir de se fondre dans une enveloppe juridique (*legal wrapper*) pour bénéficier indirectement des attributs de la personnalité morale (*ex. capacité d'accomplir des actes*)[93]. Si une DAO est qualifiée d'entité juridique car elle emprunte, par exemple, la forme d'une SAS[94], elle sera alors considérée comme centralisée, répondra au critère de *« toute personne »*, et pourra entrer dans le champ d'application du dispositif des abus de marché de MiCA.

D'ailleurs, dans son rapport le plus récent[95], consacré à la réception des DAO en droit français, le HCJP a souligné que l'exigence d'une décentralisation totale est particulièrement exigeante. En pratique, peu de DAO répondent à ce critère, ayant souvent recours à des intermédiaires dans le cadre de leurs activités. Loin d'être pleinement décentralisées, ces organisations présenteraient même un fort degré de concentration des pouvoirs de gouvernance : dans 10 DAO majeures, moins de 1% des détenteurs de jetons de gouvernance possèdent à eux seuls 90 % des droits de vote[96].

---

[90] D. LEGEAIS, *Blockchain et actifs numériques*, 2025, LexisNexis, 3e édition, p. 93.
[91] I. BARSAN, "Are MiCAR's Market Abuse Rules Useful? A critical analysis of the market abuse rules under MiCAR", December 2024, p. 10.
[92] Règlement (UE) 2023/1114, cons. 22.
[93] HCJP, *La réception des organisations autonomes décentralisées (ou « DAO ») en droit français*, 31 mai 2024, pt. 2.2.
[94] D. LEGEAIS, *Blockchain et actifs numériques*, 2025, LexisNexis, 3e édition, p. 185.
[95] HCJP, *ibid.*, pt. 3.3.1.2. et 3.3.2.1.
[96] Chainalysis, "Dissecting the DAO : Web3 Ownership is Surprisingly Concentrated", 27 juin 2022 : https://blog.chainalysis.com/reports/web3-daos-2022/

En outre, dans une étude fournie par le Département thématique des politiques économiques, scientifiques et de la qualité de la vie, à la demande de la Commission des affaires économiques et monétaires (ECON), les auteurs ont relevé que la décentralisation était souvent avancée pour échapper à l'application de la règlementation financière. Ne partageant pas cette approche, ils ont préconisé l'adoption, à l'échelle européenne, d'une législation reconnaissant les DAO comme des entités soumises au droit financier européen[97].

27. Trading automatisé et identification des auteurs. – Le trading des crypto-actifs étant souvent automatisé, cette réalité interroge quant à l'identification des responsables d'abus de marché. Notamment, ont été évoqués les *« contrats intelligents »* ou *smart contracts*, autonomes ou constitutifs d'une DAO. Il s'agit de logiciels qui donnent des instructions sécurisées qui s'exécutent de façon autonome et transparente. Ils permettent de programmer un processus selon lequel, une fois certaines conditions et termes replis (« *if*… »), une série d'évènements s'enclenchera automatiquement (« *then*… »)[98]. Ces outils pourraient permettre la programmation d'abus de marché, déclenchés automatiquement par algorithme.

En principe, lorsque le code des *smart contracts* peut être modifié, le pouvoir de modification appartient à une adresse administrateur, souvent contrôlée par les fondateurs[99]. Mais le caractère anonyme et décentralisé des réseaux blockchain, qui privilégient majoritairement le pseudonymat, peut rendre difficile l'identification des personnes physiques à l'origine du codage[100].

Lorsque le code se déploie sous la forme d'une entité autonome, c'est-à-dire d'une DAO, la mise en œuvre de sa responsabilité suppose, en l'état actuel du droit, sa requalification en personne morale. En tout état de cause, que la DAO ait ou non la personnalité morale, le HCJP estime que les personnes identifiables qui y sont associées, en particulier les dirigeants, doivent pouvoir voir leur responsabilité engagée[101].

28. – Enfin, il faut s'attarder sur les actes qui sont visés par le dispositif du Titre VI (**Chapitre 3**).

---

[97] D. A. ZETZSCHE, R. P. BUCKLEY, D. W. ARNER, M. C. VAN EK, *Remaining regulatory challenges in digital finance and crypto- assets after MiCA*, Study of the Policy Department for Economic, Scientific and Quality of Life Policies at the request of the Committee on Economic and Monetary Affairs (ECON), UNSW Law Research Paper, May 2023, pt. 6.3.1. : https://www.europarl.europa.eu/thinktank/en/document/IPOL_STU(2023)740083

[98] D. LEGEAIS, *Blockchain et actifs numériques*, 2025, LexisNexis, 3e édition, p. 78.

[99] HCJP, *La réception des organisations autonomes décentralisées (ou « DAO ») en droit français*, 31 mai 2024., pt. 3.3.2.1.

[100] I. BARSAN, Are MiCAR's Market Abuse Rules Useful? A critical analysis of the market abuse rules under MiCAR", December 2024, p. 11.

[101] HCJP, *ibid*., pt. 3.2.1.2.

Chapitre 3. La détermination des actes encadrés par le règlement MiCA

29. Toute transaction, ordre ou comportement. – Lorsque le règlement vise les *« actes accomplis par toute personne concernant des crypto-actifs admis à la négociation ou ayant fait l'objet d'une demande d'admission à la négociation »*, la notion d'acte recouvre celles, déjà évoquées à l'article 2 du règlement MAR, de transaction, ordre ou comportement[102]. Le règlement ne se limite pas aux actes positifs, envisageant tant les commissions que les omissions.

L'acte peut même avoir lieu hors marché : contrairement à la proposition de règlement de 2020[103], il est désormais précisé que la règlementation s'applique indépendamment du fait que la transaction, l'ordre ou le comportement concernant ces crypto-actifs ait lieu sur une plateforme de négociation. Les transactions de gré à gré (*over-the-counter*) impliquant des crypto-actifs admis à la négociation relèvent donc également du champ d'application du règlement MiCA. Ceci permet également d'englober les déclarations faites par les influenceurs sur les réseaux sociaux, susceptibles de diffuser des informations fausses ou trompeuses.

30. Finance décentralisée. – La DeFi désigne un ensemble d'activités financières sur cryptoactifs qui opèrent grâce à des protocoles automatisés, décentralisés, et intermédiés. Elle se matérialise par des protocoles blockchain associés à des *smart contracts* et des logiciels permettant d'accéder aux fonctionnalités de ces derniers. Les plateformes d'échange DeFi prennent généralement la forme d'une DAO[104].

Pour rappel, même si le règlement s'applique y compris lorsqu'une partie des activités ou des services fournis est réalisée de manière décentralisée, il ne devrait pas s'appliquer lorsque les services sur crypto-actifs sont fournis de manière entièrement décentralisée sans aucun intermédiaire[105]. Dans sa deuxième Consultation [106], l'ESMA a reconnu que la portée de la notion d'*« entièrement décentralisée »* était incertaine, et qu'elle devrait être appréciée au cas par cas, sans apporter davantage de précisions dans son rapport final[107]. En réalité, comme cela a déjà été évoqué à propos des DAO, la plupart des systèmes ne sont ni entièrement centralisés, ni entièrement

[102] Règlement (UE) 2023/1114, art. 86, §1 et 2.
[103] Proposition de règlement du Parlement européen et du Conseil sur les marchés de crypto-actifs, et modifiant la directive (UE) n° 2019/1937, 24 sept. 2020, art. 77
[104] D. LEGEAIS, *Blockchain et actifs numériques*, 2025, LexisNexis, 3e édition, p. 116-119.
[105] *Ibid*., cons. 22.
[106] ESMA, *Technical Standards specifying certain requirements of Markets in Crypto Assets Regulation (MiCA) – Second Consultation Paper*, October 2023, p. 198, pt. 22 : https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2023-10/ESMA75-453128700-438_MiCA_Consultation_Paper_2nd_package.pdf
[107] ESMA, *Draft Technical Standards specifying certain requirements of the Markets in Crypto Assets Regulation (MiCA) – Second package – Final Report*, July 2024, p. 30, pt. 112 : https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2024-07/ESMA75-453128700-1229_Final_Report_MiCA_CP2.pdf

décentralisés[108]. Différents éléments du système peuvent présenter des niveaux de décentralisation variables selon différents critères d'appréciation : l'accès, la gouvernance, le développement, etc.[109] Il est donc difficile d'envisager un système qui échapperait à la règlementation instaurée par MiCA du seul fait de sa décentralisation.

Mais surtout, le lieu de réalisation de l'acte constitutif de l'abus est indifférent : le fait que le dispositif relatif aux abus de marché s'applique indépendamment du lieu où se produit l'abus implique que des comportements illicites peuvent être prohibés même lorsqu'ils ont lieu sur un système totalement décentralisé, tant que le crypto-actif concerné est admis ou fait l'objet d'une demande d'admission à la négociation sur une plateforme de négociation qui relève de MiCA[110]. L'exclusion de la DeFi du champ d'application du règlement n'est donc pas un frein à l'application du dispositifs sur les abus de marché.

31. Actes commis dans l'Union et dans des pays tiers. – Enfin, une portée extraterritoriale a été conférée au règlement dans sa rédaction finale. Reprenant la formule employée dans le règlement MAR[111], les dispositions du Titre VI du règlement MiCA concernent tant les actions et omissions commises dans l'Union que celles commises dans les pays tiers[112].

Les commentateurs de MAR ont souligné qu'en réalité, le droit européen ne peut pas régir des actes ou omissions survenant en dehors de l'Union s'il n'y a pas de lien réel entre l'acte et l'Union[113]. Ainsi, et par analogie avec le champ territorial du règlement MAR, la règlementation des abus de marché ne devrait concerner que les actions et omissions commises au sein de l'UE, ainsi que celles commises dans des pays tiers et ayant un effet sur un crypto-actif négocié sur une plateforme européenne. Toutefois, il a été évoqué plus haut que selon l'interprétation faite de l'article 86 de MiCA, la portée extraterritoriale du règlement pourrait avoir un rayonnement beaucoup plus important[114].

Si on reconnait que le Titre VI puisse s'appliquer à des abus relatifs à des actifs admis à la négociation sur des plateformes extra-européennes, la question qui se pose alors est celle de savoir quel est le lien réel qui justifie alors la compétence du législateur européen. La doctrine propose, à cet égard,

---

[108] CFTC, "Statement of Commissioner Christy Goldsmith Romero on CFTC's Digital Assets and Blockchain Technology Subcommittee Release of Decentralized Finance Report", *Public Statements & Remarks*, January 2024 : https://www.cftc.gov/PressRoom/SpeechesTestimony/romerostatement010824b

[109] N. LATKA, "Is DeFi Truly Exempt from MiCA Regulations ?", June 2024, *Merkle Science* : https://www.merklescience.com/blog/is-defi-truly-exempt-from-mica-regulations

[110] M. BARCZENTEWICZ, A. DE GANDARA GOMES, "Crypto-Asset Market Abuse Under EU MiCA", *Cambridge University Press*, November 2024, p. 3.

[111] Règlement (UE) 596/2014, art. 2, §4.

[112] Règlement (UE) 2023/1114, art. 86, §3.

[113] M. VENTUROZZO, S. MOCK, *Market Abuse Regulation. Commentary and Annotated Guide*, Oxford University Press, 2e édition, 2022, B.02.15.

[114] I. BARSAN, Are MiCAR's Market Abuse Rules Useful? A critical analysis of the market abuse rules under MiCAR", December 2024.

de retenir comme critères la commission de l'acte, la présence de la victime ou celle de l'auteur de l'abus sur le territoire de l'Union[115].

32. Conclusion. – *In fine*, plusieurs zones d'ombre subsistent quant au champ d'application du dispositif des abus de marché sur crypto-actifs. Certains de ces flous trouveront sans doute leur réponse tout au long de l'application du règlement, alors que d'autres mériteraient de faire l'objet de clarifications de la part des autorités nationales et européennes. En effet, la précision du périmètre d'application des règles étudiées est déterminante pour l'efficacité du système en sa globalité.

En tout état de cause, la portée de cette réforme pourrait être considérable, en particulier si l'exclusion de la DeFI du champ du règlement peut être restreinte. Une telle approche serait la bienvenue, compte tenu la fréquence des abus observés sur les plateformes décentralisées (DEX)[116], ainsi que des risques liés à l'émergence de nouvelles formes d'abus, facilitées en raison des caractéristiques innovantes propres à la DeFi[117].

Par conséquent, il convient de poursuivre cette analyse en s'intéressant, désormais, à la définition, retenue par MiCA, des comportement illicites constitutifs d'abus de marché sur crypto-actifs (**Partie 1**).

[115] *Ibid*., p. 8.
[116] Chainalysis, "The 2024 Crypto Crime Report", February 2024 : en 2023, 54 % des tokens ERC-20 (token standard de la chaine *Ethereum*) admis aux négociations sur des DEX ont présenté des caractéristiques pouvant suggérer la commission d'abus de type *pump and dump*.
[117] ESMA, "Decentralised Finance in the EU : Developments and risks", *TRV Article*, October 2023 : https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2023-10/ESMA50-2085271018-3349_TRV_Article_Decentralised_Finance_in_the_EU_Developments_and_Risks.pdf

PARTIE 1. Une prise en compte incertaine des spécificités des crypto-actifs dans la définition des comportements prohibés

33. Formes d'abus de marché. – Le concept d'abus de marché, tel que prévu pour les marchés d'instruments financiers, comprend les comportements d'initiés et les manipulations de marché. Ces infractions ne sont pas méconnues du monde des crypto-actifs. Le régime européen étant naissant, il faut se tourner vers les États-Unis pour en obtenir la preuve. En mai 2023, un ancien chef de produit de *Coinbase Global* a été condamné à deux ans de prison pour opération d'initié, ayant communiqué à ses proches des informations sensibles portant sur les futures inscriptions de crypto-actifs sur la plateforme d'échange de *Coinbase*[118]. En décembre 2024, le fondateur de *Celsius* a reconnu avoir frauduleusement manipulé le cours du jeton CEL, tout en vendant ses propres jetons à un prix artificiellement élevé[119].

Par conséquent, le règlement MiCA établit des règles particulières interdisant les opérations d'initiés, la divulgation illicite d'informations privilégiées et les manipulations de marché liées aux crypto-actifs[120].

34. Particularités. – Les comportements prohibés sont donc les mêmes que ceux connus du monde des instruments financiers[121]. Mais si les formes d'abus restent les mêmes, qu'est-ce qui change d'un règlement à l'autre ? L'étude des comportements prohibés par le Titre VI du règlement MiCA invite à repérer les éventuelles différences dans leur définition ou leur appréciation, et d'en rechercher les justifications. Plusieurs particularités de l'univers de la cryptographie peuvent nourrir cette réflexion : la volatilité des actifs, la circulation des informations sur les réseaux sociaux ou encore l'anonymat des acteurs.

35. Il convient donc d'examiner, dans un premier temps, les abus d'informations privilégiées (**Chapitre 1**) avant d'aborder, dans un second temps, les manipulations de marché (**Chapitre 2**).

Chapitre 1. Les abus d'informations privilégiées

36. **Opérations d'initiés et crypto-actifs. –** Les abus d'informations privilégiées consistent à profiter d'une asymétrie d'informations pour en tirer un avantage. Ils nuisent à la transparence du marché et à l'égalité entre les investisseurs, car ils permettent à certaines personnes disposant d'informations importantes non divulguées au public d'en bénéficier au détriment des autres.

[118] US Attorney's Office, Southern District of New York, "Former Coinbase Insider Sentenced In First Ever Cryptocurrency Insider Trading Case", *Press Release*, May 2023 : https://www.justice.gov/usao-sdny/pr/former-coinbase-insider-sentenced-first-ever-cryptocurrency-insider-trading-case
[119] US Attorney's Office, Southern District of New York, "Celsius Founder And Former CEO Alexander Mashinsky Pleads Guilty To Multi-Billion Dollar Fraud And Market Manipulation Schemes", *Press Release*, December 2024 : https://www.justice.gov/usao-sdny/pr/celsius-founder-and-former-ceo-alexander-mashinsky-pleads-guilty-multi-billion-dollar
[120] Règlement (UE) 2023/1114, cons. 95.
[121] Règlement (UE) 596/2014, cons. 7.

Certes, les manipulations de marché apparaissent plus faciles à concevoir dans l'univers des crypto-actifs, notamment en raison de la possibilité d'influencer les algorithmes *blockchain*. Mais les cas d'opérations d'initiés ne sont pas négligeables. D'après les données recueillies par une plateforme de surveillance spécialisée, plus de la moitié des annonces de mise en cotation de tokens ERC-20 (tokens standards de la chaine *Ethereum*) ont été précédées de transactions jugées suspectes[122].

37. – Avant d'analyser les abus d'informations privilégiées *stricto sensu*, il est nécessaire d'examiner la définition de l'information privilégiée retenue en matière d'actifs numériques (**Section 1**). Ce n'est qu'après qu'il sera possible d'aborder les opérations d'initiés (**Section 2**) et enfin la divulgation illicite d'informations privilégiées (**Section 3**).

Section 1. L'information privilégiée

38. Information privilégiée sur crypto-actifs. – La détention de crypto-actifs, selon la forme qu'ils prennent, n'est pas tout à fait assimilable à celle d'instruments financiers traditionnels. De ce fait, il est possible de se demander : qu'est-ce qui peut constituer une information privilégiée ?

Certaines données, telles que les informations issues des rapports financiers d'un émetteur, constituent des informations privilégiées aussi bien pour les instruments financiers que pour les crypto-actifs. Toutefois, d'autres types d'informations revêtent une importance particulière dans ce domaine : les décisions des régulateurs reconnaissant un actif comme moyen de paiement, les flux d'ordres, l'émergence de nouvelles sources de demandes ou encore les prochaines publications des médias[123].

39. – Le règlement MiCA consacre deux définitions de l'information privilégiée : une définition générale (**§1**) et une spécifique aux personnes chargées de l'exécution d'ordres sur crypto-actifs pour le compte de clients (**§2**).

§1. La définition générale

40. Information précise, secrète et sensible. – La définition de l'information privilégiée sur crypto-actifs du règlement MiCA s'inspire amplement de celle énoncée à l'article 7 du règlement MAR. Elle repose sur les trois mêmes critères fondamentaux que ceux applicables aux instruments financiers. Il s'agit d'une *« information à caractère précis qui n'a pas été rendue publique, qui concerne, directement ou indirectement, un ou plusieurs émetteurs, offreurs ou personnes qui demandent l'admission à la négociation ou un ou plusieurs crypto-actifs et qui, si elle était rendue publique, serait*

[122] Solidus Labs, "56% of Crypto Token Listings Since 2021 Show Signs of Insider Trading": https://www.soliduslabs.com/reports/crypto-insider-trading
[123] A. VERSTEIN, "Crypto-Asset and Insider Trading Law's Domain", *105 Iowa Law Review*, February 2019, p.21-31.

susceptible d'influencer de façon sensible le prix de ces crypto-actifs ou le prix d'un crypto-actif qui leur est lié »[124].

Il est probable que cette définition soit interprétée à la lumière des décisions rendues sur le fondement du règlement MAR. Toutefois, les différences de rédaction entre les deux textes laissent présager que les raisonnements ne pourront pas être transposés de manière systématique[125]. En particulier, le domaine de l'information privilégiée au sens de MiCA présente une particularité, puisque sont consacrées, aux côtés des émetteurs, d'autres personnes susceptibles d'être à la source d'une information privilégiée : les *« offreurs »* et les *« personnes qui demandent l'admission à la négociation »* d'un ou plusieurs crypto-actifs.

41. – La définition des informations privilégiées sur crypto-actifs doit être analysée en deux temps : d'abord, quant à son champ (**A**), ensuite quant à ses caractéristiques (**B**).

A. Le domaine de l'information privilégiée

42. Crypto-actif, émetteur, offreur, ou personne qui demande l'admission à la négociation. – Une information privilégiée doit porter, directement ou indirectement, sur *« un ou plusieurs crypto-actifs »* ou sur « *un ou plusieurs émetteurs, offreurs ou personnes qui demandent l'admission à la négociation »*.

Au contraire, le règlement MAR ne retient que l'information privilégié qui *« concerne, directement ou indirectement, un ou plusieurs émetteurs »*. La jurisprudence a toutefois précisé que l'émetteur n'est pas l'unique source génératrice d'informations privilégiées : l'information peut être exogène[126] et émaner d'un tiers à l'émetteur[127]. Toutefois, même si l'information ne porte pas sur l'émetteur, elle doit le concerner, même indirectement[128]. Le règlement MiCA va plus loin encore dans cette extension, admettant que l'information privilégiée puisse être totalement déconnectée de l'émetteur.

Cette extension du cercle de personnes susceptibles d'être concernées par une information privilégiée reflète le fait que le secteur des crypto-actifs implique une diversité d'acteurs importants pour la fixation du cours, allant bien au-delà du simple émetteur. La formulation retenue reconnaît en

[124] Règlement (UE) 2023/1114, art. 87, §1.
[125] M. GALLAND, « Le projet de Règlement MiCA adopté en avril 2023 par le Parlement européen parachève le cadre dédié à la prévention et à la répression des abus de marché impliquant des crypto-actifs », *Banque et Droit*, mai-juin 2023, n°209, p. 46.
[126] D. MURESIANU, « L'information privilégiée « exogène » : toute information privilégiée doit-elle provenir d'un émetteur ? », *BJB*, nov. 2017, p. 411.
[127] CJUE, 15 mars 2022, n° C-302/20 ; note M. GALLAND, « Le tiers initiateur », *BJB*, mai-juin 2022, p. 36.
[128] F. BOUAZIZ, E. DEZEUZE, M. FRANÇON, D. MARTIN, R. SALOMON, *Les abus de marché*, LexisNexis, 2e édition, 2021, p. 93.

effet qu'une entité puisse être à l'origine de l'émission des crypto-actifs, tandis que d'autres peuvent intervenir pour assurer l'offre au public et solliciter l'admission à la négociation.

43. L'émetteur. – L'émetteur de crypto-actifs est défini comme une personne physique ou morale, ou une autre entreprise qui émet des crypto-actifs[129]. Similairement, l'émetteur d'instruments financiers est défini par MAR comme toute entité juridique qui émet ou propose d'émettre des instruments financiers[130]. Le règlement MiCA ne précise pas davantage le rôle de l'émetteur de crypto-actifs. Il ne lui confère pas de particularités marquées par rapport à l'émetteur d'instruments financiers, si ce n'est qu'il admet qu'il puisse être une personne physique ou une *« autre entreprise »*, expression qui permet d'inclure les DAO, comme cela a déjà été évoqué.

Il n'est d'ailleurs pas certain que le terme d'émetteur soit pleinement adapté dans le contexte des crypto-actifs[131], car s'il est admis que l'émetteur de valeurs mobilières en est également le créateur, cette équivalence ne semble pas toujours pertinente pour les actifs numériques. Sur le plan technique, la création de crypto-actifs repose sur la technologie cryptographique, par l'exécution de *smart contracts* ou via des processus de *minting*, directement sur la blockchain[132].

En outre, il n'est pas certain qu'une information relative à l'émetteur de crypto-actifs soit susceptible d'influencer de façon sensible le prix de ces derniers. Sur les marchés d'instruments financiers, la situation financière et les perspectives de l'émetteur sont des éléments déterminants pour la valorisation des titres qu'il émet. Cette logique n'est pas systématiquement transposable aux crypto-actifs, dont la valorisation repose sur des mécanismes variés[133]. S'agissant des ART, la stabilité de la valeur découle principalement de l'existence d'une réserve d'actifs. De même, les e-MT sont indexés sur la valeur d'une monnaie officielle. Il ne s'agit pas de prétendre que la faillite de l'émetteur d'un *stablecoin* serait sans incidence. Les émetteurs d'ART ont l'obligation de maintenir une réserve d'actifs[134], et les détenteurs disposent d'un droit permanent au remboursement, y compris des actifs de réserve[135]. En cas de faillite, la capacité de l'émetteur à honorer ce droit pourrait être compromise. La question, en réalité, n'est pas de savoir si l'évènement qui touche à l'émetteur influe sur le prix du *stablecoin*, mais si, compte tenu du mécanisme de stabilisation, cette influence est *sensible*.

[129] Règlement (UE) 2023/1114, art. 3, §1, 11.
[130] Règlement (UE) 596/2014, art. 3, §1, 21.
[131] I. BARSAN, "Are MiCAR's Market Abuse Rules Useful? A critical analysis of the market abuse rules under MiCAR", December 2024, p. 13.
[132] M. TORELLI, « "Tokenisation" de l'économie : quels enjeux juridiques ? », *Lamy droit des affaires*, Nº 175, 1er novembre 2021.
[133] I. BARSAN, *ibid.*, p. 14.
[134] Règlement (UE) 2023/1114, art. 36, §1.
[135] *Ibid.*, art. 39, §1.

En tout état de cause, l'émetteur étant une notion commune entre MiCA et MAR, les solutions développées sous l'empire du MAR pourraient servir de référence. Sur ce point, un guide[136] établi par l'ancien Comité européen des régulateurs de marchés de valeurs mobilières (CESR) – désormais remplacé par l'ESMA – avait offert une liste indicative d'informations concernant directement ou indirectement l'émetteur, qui pourrait constituer une base pertinente pour adapter l'analyse aux crypto-actifs dans le cadre de MiCA[137].

Un parallélisme strict ne serait, bien sûr, pas possible ; bien que les émetteur de crypto-actifs remplissent une fonction comparable à celle des émetteurs d'instruments financiers, leurs singularités justifieront la reconnaissance d'exemples d'informations qui leur sont propres. Au titre d'éléments qui pourraient être particulièrement intéressants en matière de crypto-actifs, il a été relevé que les *accords de lock-up* sont fréquents. Or, l'expiration de la période de blocage peut constituer une information privilégiée puisqu'elle accroît la quantité d'actifs disponibles sur le marché et entraine donc une baisse du prix[138].

44. L'offreur. – L'offreur est défini comme toute personne physique ou morale, ou toute autre entreprise, ou l'émetteur, qui offre des crypto-actifs au public[139]. Une offre au public est définie comme toute communication adressée à des personnes et présentant des informations suffisantes sur les conditions de l'offre et sur les crypto-actifs offerts, de manière à permettre aux détenteurs potentiels de prendre la décision d'acheter ou non[140].

45. La personne qui demande l'admission à la négociation. – La personne qui demande l'admission à la négociation est nécessairement une personne morale, et peut donc être ni l'offreur, ni l'émetteur. Il peut donc s'agir d'un tiers, ce qui justifie la nécessité d'y faire référence, dès lors que l'intention de solliciter l'admission aux négociations constitue une information privilégiée. L'impact de l'admission à la négociation sur le prix de l'actif a été déjà évoqué[141].

46. – Le domaine de l'information privilégiée ainsi déterminé, il convient désormais d'analyser ses éléments constitutifs (**B**).

---

[136] CESR, *Level 3 – second set of CESR guidance on the common operation of the Market Abuse Directive on the market*, July 2007, p. 7: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/06_562b.pdf
[137] P. VAN CLEYNENBREUGEL, "The New Regulatory Framework on Market Abuse Involving Crypto-Assets", *Les aspects juridiques de la blockchain et de ses applications, Volume 2 : Analyse du règlement MICA et autres questions choisies*, 2024, Anthemis, p. 183.
[138] A. VERSTEIN, "Crypto-Asset and Insider Trading Law's Domain", *105 Iowa Law Review*, February 2019, p. 23.
[139] Règlement (UE) 2023/1114, art. 3, §1, 13.
[140] Règlement (UE) 2023/1114, art. 3, §1, 12.
[141] A. VERSTEIN, *ibid*.

B. Les éléments constitutifs de l'information privilégiée

47. Trois éléments. – Une information qui rentre dans ce domaine peut être qualifiée d'information privilégiée lorsqu'elle revêt trois critères cumulatifs : la précision, la confidentialité, et la sensibilité.

48. Une information précise. En premier lieu, l'information privilégiée est une information précise. A l'instar du règlement MAR[142], une présomption de précision est posée lorsque deux conditions sont réunies :

- L'information mentionne un *« ensemble de circonstances qui existe ou dont on peut raisonnablement penser qu'il existera »*, ou *« un événement qui s'est produit ou dont on peut raisonnablement penser qu'il se produira »* ; et
- Elle pernet d'en tirer une conclusion quant à l'effet possible de cet ensemble de ces circonstances ou de cet événement sur le prix des crypto-actifs.

En d'autres termes, une information est considérée comme précise si elle permet d'en déduire une potentielle hausse ou baisse du prix du crypto-actif. L'utilisation d'une information vague ou imprécise n'est pas sanctionnée, dans la mesure où elle ne permet pas de tirer avec certitude une conclusion sur l'évolution du cours. L'existence probable ou avérée de circonstances ou d'un évènement est apprécié au cas par cas. Il est à noter qu'un événement isolé peut suffire, tandis que, pour les circonstances, il faut généralement qu'elles soient multiples pour permettre d'en déduire un impact sur le prix. Ces circonstances doivent être comprises comme des éléments factuels spécifiques, susceptibles d'apparaître atypiques par rapport aux modalités habituelles de fourniture des services ou activités liés aux crypto-actifs[143].

Reprenant la solution d'un arrêt *Daimler*[144], déjà consacrée par le règlement MAR, le règlement MiCA précise que le critère de précision peut être rempli même lorsqu'il s'agit d'un processus en plusieurs étapes. Une étape intermédiaire d'un tel processus est réputée constituer une information privilégiée si, en soi, cette étape satisfait aux critères de l'information privilégiée.

Dans la mesure où l'article 7 de MAR est substantiellement repris ce sur ce point, la jurisprudence relative à la précision de l'information privilégiée prévue par le règlement MAR devrait logiquement s'appliquer à celle issue du règlement MiCA. Ainsi, il n'est pas nécessaire que l'information soit certaine[145] ; elle doit porter sur un évènement dont la réalisation est sérieusement envisageable[146] ; et si

[142] Règlement (UE) 596/2014, art 7, §2.
[143] P. VAN CLEYNENBREUGEL, "The New Regulatory Framework on Market Abuse Involving Crypto-Assets", *Les aspects juridiques de la blockchain et de ses applications, Volume 2 : Analyse du règlement MICA et autres questions choisies*, 2024, Anthemis, p.172.
[144] CJUE, 28 juin 2012, aff. C-19/11, *Markus Geltl c. Daimler*.
[145] Cass. com., 1er mars 2017, n° 14-26.225.
[146] *Ibid*.

une simple rumeur ne constitue pas, en tant que telle, une information privilégiée, peut toutefois être qualifiée de telle une donnée relative à la publication imminente d'un article de presse relayant cette rumeur[147].

49. Une information qui n'a pas été rendue publique. En second lieu, l'information privilégiée n'a, par principe, pas été rendue publique. L'information est *« privilégiée »* en ce qu'elle est détenue par un cercle restreint d'individus, créant ainsi une asymétrie attentatoire à l'égalité entre les investisseurs.

Pour être confidentielle, l'information ne doit pas avoir fait l'objet d'une communication publique. Un auteur souligne que, compte tenu de la variété des canaux d'information utilisés en matière de crypto-actifs, seule une vérification exhaustive et approfondie permettra d'établir si ce critère est rempli[148]. En effet, en matière de crypto-actifs, l'information peut circuler via une multitude de vecteurs : les livres blancs, les plateformes en ligne comme *X* (anciennement *Twitter*), les sites officiels ou blogs, les applications de messagerie comme *Telegram*, au moyen de médias spécialisés comme *CoinDesk* ou encore à l'occasion de conférences comme *Token2049*. L'appréciation du caractère secret de l'information variera sûrement selon le canal de transmission ; une publication sur une plateforme ouverte comme *Reddit* sera plus aisément considérée comme publique qu'un message diffusé dans un groupe privé sur *Discord*.

50. Une information susceptible d'influencer sensiblement le cours d'un crypto-actif. En dernier lieu, l'influence exercée sur le cours du crypto-actif doit être significative. Il s'agit de l'information *« qu'un détenteur raisonnable de crypto-actifs utiliserait probablement comme faisant partie des fondements de ses décisions d'investissement »*.

Comme le règlement MAR, le règlement MiCA fait référence à un concept abstrait et objectif. Cependant, à la différence de MAR[149], MiCA ne reprend pas le standard de l'investisseur raisonnable. Il adopte une formulation plus large, qui traduit la diversité des profils présents dans cet écosystème, où la détention de crypto-actifs ne se limite pas à une logique purement spéculative. Tous les crypto-actifs ne sont pas des instruments d'investissement ; en particulier, les *utility tokens* visent avant tout à fournir un accès à une plateforme ou à un service. Le détenteur raisonnable est donc une personne dont les décisions peuvent être motivées par des considérations autres que la rentabilité financière.

[147] CJUE, 15 mars 2022, aff. C-302/20.
[148] M. GALLAND, « Le projet de Règlement MiCA adopté en avril 2023 par le Parlement européen parachève le cadre dédié à la prévention et à la répression des abus de marché impliquant des crypto-actifs », *Banque et Droit*, mai-juin 2023, n°209, p. 46.
[149] Règlement (UE) 596/2014, art 7, §2.

La définition d'un standard suppose de généraliser le comportement qu'adopterait un détenteur placé dans la même situation[150]. C'est à la jurisprudence qu'il reviendra de préciser les contours et le contenu du standard du détenteur raisonnable.

51. Critères d'appréciation. – Compte tenu du nombre limité de modifications apportées par l'article 87 du règlement MiCA par rapport à l'article 7 du règlement MAR, l'interprétation de la CJUE relative à l'application du l'article 7 restera sans doute une référence pour déterminer si une information peut être qualifiée d'information privilégiée selon les trois critères susmentionnés.

Toutefois, le règlement MiCA introduit certains critères d'appréciation propres à l'écosystème des crypto-actifs[151]. Il précise que l'évaluation des éléments constitutifs de l'information privilégiée doit tenir compte des spécificités du fonctionnement des marchés de crypto-actifs. Parmi ces spécificités figurent notamment *« l'utilisation des médias sociaux »*, qui permet la diffusion rapide d'informations susceptibles d'affecter le prix d'un crypto-actif, le *« recours à des contrats intelligents pour l'exécution d'ordres »* dont l'automatisation peut être exploitée à des fins abusives, et *« la concentration de coopératives de mineurs »*, qui monopolisent le pouvoir de validation des transactions.

Il est plus pertinent d'aborder l'usage des *smart contracts* dans la partie sur les manipulations de marché. En revanche, le rôle des médias et des mineurs est plus évident dans le contexte des opérations d'initiés.

D'abord, le prix des crypto-actifs est très sensible aux médias sociaux tels que *X*, *YouTube* ou *Reddit*. Par exemple, il a suffi de remplacer l'oiseau bleu du bouton d'accueil de l'ancien réseau *Twitter* par l'image du shiba inu *« Doge »* en avril 2023 pour que le cours du *Dogecoin* connaisse une hausse de 30% en moins d'une heure[152]. Encore, l'annonce d'Elon Musk en 2021 sur ce même réseau, selon laquelle le groupe *Tesla* allait accepter des paiements en *Bitcoin*, avait contribué à faire grimper le cours de la cryptomonnaie[153]. Compte tenu de cette réactivité, une personne ayant connaissance de telles nouvelles avant leur diffusion serait en mesure d'en tirer un profit prévisible.

Ensuite, des informations relatives à des transactions futures peuvent avoir un impact significatif sur le prix d'un crypto-actif. A cet égard, le rôle des mineurs est particulièrement intéressant. En tant qu'acteurs clés du processus de validation des transactions, ils bénéficient souvent, selon le mécanisme de consensus utilisé[154], d'une période durant laquelle ils ont connaissance des transactions

[150] M. GALLAND, *ibid*.
[151] Règlement (UE) 2023/1114, cons. 96.
[152] S. TOUZANI, « Cryptos : Elon Musk fait exploser le cours du *Dogecoin* en jouant avec le logo de Twitter », 4 avr. 2023, *Les Echos* : https://www.lesechos.fr/finance-marches/marches-financiers/crypto-elon-musk-fait-exploser-le-cours-du-dogecoin-en-jouant-avec-le-logo-de-twitter-1922015
[153] I. VERGARA, « Elon Musk : "Vous pouvez acheter une Tesla en bitcoins" », 24 mars 2021, *Le Figaro* : https://www.lefigaro.fr/secteur/high-tech/elon-musk-vous-pouvez-acheter-une-tesla-en-bitcoins-20210324
[154] I. BARSAN, "Are MiCAR's Market Abuse Rules Useful? A critical analysis of the market abuse rules under MiCAR", December 2024, p. 17.

avant leur enregistrement sur la blockchain. Cette position privilégiée leur offre la possibilité d'agir en tenant compte d'informations à venir sur le marché[155]. Si l'information détenue est de nature à influencer le prix du crypto-actif, les mineurs pourraient être qualifiés d'initiés. Le règlement MiCA en tient compte en les intégrant par ailleurs à la liste des initiés primaires[156].

52. – Au-delà de la définition générale de l'information privilégiée, le règlement MiCA prévoit une seule définition spéciale[157], relative aux prestataires chargés de l'exécution d'ordres pour le compte de clients (**§2**).

§2. La définition spécifique au *front running*

53. Utilisation abusive d'informations secrètes sur des ordres à venir. – Le règlement comprend également une définition de l'information privilégiée spécifique aux prestataires chargés de l'exécution d'ordres sur crypto-actifs pour le compte de tiers, pour faciliter la répression du *front running*[158]. Il s'agit de la pratique par laquelle le prestataire exploite abusivement des informations privilégiées relatives à des ordres de clients en attente d'exécution, en vue de prendre position avant qu'elles ne soient rendues publiques, dans le but d'en tirer profit.

Pour les prestataires concernés, constitue donc une information privilégiée l' *« information à caractère précis transmise par un client et ayant trait aux ordres en attente du client concernant des crypto-actifs qui se rapporte, directement ou indirectement, à un ou plusieurs émetteurs, offreurs ou personnes qui demandent l'admission à la négociation ou à un ou plusieurs crypto-actifs et qui, si elle était rendue publique, serait susceptible d'influencer de façon sensible le prix de ces crypto-actifs ou le prix d'un crypto-actif qui leur est lié »*. Les principes relatifs au domaine et aux éléments constitutifs de l'information privilégiée doivent donc être transposés à cette hypothèse.

54. Valeur maximale extractible (MEV). – Lorsqu'un utilisateur de la *blockchain* initie une transaction, celle-ci n'est pas inscrite directement sur la chaine, mais maintenue dans la *mempool* (abréviation de *memory pool*) en attente de validation[159]. La pratique, évoquée plus haut, selon laquelle les validateurs utilisent des informations relatives à des ordres à venir pour passer leur propres ordres par anticipation, pourrait être assimilée à du *front running*. Cette problématique est étroitement liée à celle de la *Maximal Extractable Value* (MEV), pratique particulièrement observée sur le réseau

---

[155] A. VERSTEIN, "Crypto Assets and Insider Trading Law's Domain", *Iowa Law Review*, November 2019, p. 29.
[156] Règlement (UE) 2023/1114, art. 89, §5.
[157] Le règlement MAR, quant à lui, en prévoit trois ; outre le *front running*, il décline la définition de l'information privilégiée pour les instruments dérivés sur matières premières et les quotas d'émission (art. 7, §1, b et c).
[158] M. GALLAND, « Le projet de Règlement MiCA adopté en avril 2023 par le Parlement européen parachève le cadre dédié à la prévention et à la répression des abus de marché impliquant des crypto-actifs », *Banque et Droit*, mai-juin 2023, n°209, p. 46.
[159] In Cyber News, « Le *front running* : duel invisible des transactions blockchain », février 2024 : https://incyber.org/article/le-front-running-duel-invisible-des-transactions-blockchain/

Ethereum. La MEV désigne le profit maximal qu'un mineur ou un validateur peut tirer en modifiant l'ordre d'exécution des transactions inscrites dans un bloc[160]. Elle renvoie ainsi à la possibilité pour les validateurs de choisir les transactions qu'ils incluent dans un bloc, ainsi que l'ordre dans lequel ces transactions seront exécutées.

Ce mécanisme, propre aux marchés de crypto-actifs, est difficile à appréhender par les catégories classiques d'abus de marché prévues pour les marchés financiers[161]. Dans son rapport final relatif aux projets de normes techniques sur les abus de marché[162], l'ESMA a reconnu que la MEV ne peut être systématiquement assimilée à une pratique abusive. En effet, l'absence d'ordre chronologique d'exécution des transactions sur les *blockchains* rend difficile la caractérisation d'un comportement répréhensible.

La MEV pourrait sans doute être sanctionnée au titre des abus de marché dans les cas où elle serait qualifiée de *front running*, car la transaction devancée échouerait ou s'exécuterait dans des conditions moins favorables qu'en l'absence de cette pratique[163]. Mais là encore, il n'est pas certain que les mineurs puissent être qualifiés de *« personnes chargées de l'exécution d'ordres sur crypto-actifs pour le compte de clients »* pour que la définition de l'information privilégiée spécifique au *front running* leur soit applicable. En tout état de cause, ils pourraient sans doute être sanctionnés sur le fondement de la définition générale.

Les effets potentiellement préjudiciables de la MEV sont reconnus tant par l'ESMA que par l'EBA. Dans leur rapport conjoint sur l'état du développement du marché des crypto-actifs[164], elles ont mis en lumière les risques associés à cette pratique ainsi que de possibles remèdes internes à la *blockchain* développés par les chercheurs (ex. mécanisme de *first-come-first-served*, schéma de *commit-reveal*).

55. – La définition de l'information privilégiée étant établie, l'analyse peut se poursuivre avec l'étude des opérations d'initié (**Section 2**).

---

[160] ACPR, « Les enseignements du rapport EBA-ESMA sur la DeFi et les activités de prêt-emprunt sur crypto-actifs », mise en ligne le 3 avril 2025 : https://acpr.banque-france.fr/fr/actualites/les-enseignements-du-rapport-eba-esma-sur-la-defi-et-les-activites-de-pret-emprunt-sur-crypto-actifs

[161] M. BARCZENTEWICZ, A. DE GANDARA GOMES, "Crypto-Asset Market Abuse Under EU MiCA", *Cambridge University Press*, November 2024, p. 19.

[162] ESMA, *Draft technical Standards specifying certain requirements in relation to the detection and prevention of market abuse under the Markets in Crypto Assets Regulation (MiCA) – Final Report*, December 2024 : https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2024-12/ESMA75-453128700-1278_Final_Report_STOR_MiCA_Article_92_2_.pdf

[163] M. BARCZENTEWICZ, " MEV on Ethereum: A Policy Analysis", *ICLE White Paper*, January 2023, p. 11.

[164] EBA, ESMA, *Recent developments in crypto-assets (Article 142 of MiCAR) – Joint Report*, 16 January 2025 : https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2025-01/ESMA75-453128700-1391_Joint_Report_on_recent_developments_in_crypto-assets__Art_142_MiCA_.pdf

Section 2. Les opérations d'initiés

56. – Le régime des opérations d'initiés sur crypto-actifs trouve son siège à l'article 89 du règlement MiCA. Celui-ci définit les opérations d'initiés (**§1**) et pose le principe de leur interdiction (**§2**). Sans surprises, le régime suppose la preuve de la détention d'une information privilégiée (**§3**). Toutefois, le règlement MiCA innove en faisant disparaître les comportements légitimes, qui auraient expressément exclu certaines pratiques de la qualification d'opérations d'initiés (**§4**).

§1. La définition des opérations d'initiés

57. Utilisation d'une l'information privilégiée. – A l'instar du règlement MAR[165], l'opération d'initié est d'abord caractérisée par le fait, pour une personne détenant une information privilégiée, d'utiliser cette information en *« acquérant ou en cédant un crypto-actif auquel cette information se rapporte »*, pour son propre compte ou pour le compte d'un tiers, directement ou indirectement.

Cette utilisation prend plusieurs autres formes. Elle comprend également *« la soumission, la modification ou le retrait d'une offre par une personne »* pour son propre compte ou pour le compte d'un tiers[166]. Ceci vaut donc pour tout crypto-actif, alors que dans le règlement MAR, ceci ne vaut que pour les mises aux enchères de quotas d'émission. Elle vise aussi le fait d' *« annuler ou de modifier un ordre concernant un crypto-actif auquel cette information se rapporte »*, lorsque l'ordre avait été passé avant que la personne concernée ne détienne l'information privilégiée[167].

La reprise, quasiment à l'identique, du premier paragraphe de l'article 8 de MAR permettra sans doute d'établir les parallèles nécessaires avec les solutions élaborées en matière d'instruments financiers pour revenir aux mêmes solutions. Par exemple, une transposition de la jurisprudence *Spector* permettrait de présumer que le détenteur d'une information privilégiée qui agit sur les crypto-actifs visés par celle-ci est présumé l'utiliser[168].

58. – Après avoir posé la définition des opérations d'initiés, le règlement MiCA prévoit leur interdiction ; les détenteurs d'informations privilégiées sont tenus d'une obligation d'abstention **(§2**).

§2. L'interdiction des opérations d'initiés

59. Article unique. – Contrairement au règlement MAR, qui répartir la définition des opérations d'initiés et leur interdiction entre ses articles 8 et 14, le règlement MiCA simplifie la lecture en regroupant ces deux aspects au sein d'un seul et même article 89.

[165] Règlement (UE) 596/2014, art 8, §1.
[166] Règlement (UE) 2023/1114, art. 89, §1.
[167] *Ibid*.
[168] CJUE, 23 déc. 2009, *Spector Photo Group*, aff. C-45/08.

60. Commission d'une opération et recommandation ou incitation à commettre une opération. – Il est interdit à toute personne qui détient une information privilégiée de commettre ou tenter de commettre une opération d'initié[169]. La détention d'une information privilégiée par une personne emporte également pour elle interdiction de recommander à un tiers ou d'inciter celui-ci, sur la base de cette information, à acquérir ou céder ces crypto-actifs, ainsi qu'à annuler ou modifier un ordre relatif à ceux-ci[170]. Le règlement ajoute, par rapport à la proposition initiale[171], que l'utilisation de cette recommandation ou incitation n'est sanctionnée que lorsque la personne qui l'utilise *« sait, ou devrait savoir, que celle-ci est basée sur des informations* privilégiées »[172].

61. Auteur personne morale ou DAO. – Lorsque l'auteur de l'opération d'initié est une personne morale, l'article précise que l'interdiction s'applique aux *« personnes physiques qui participent à la décision de procéder à l'acquisition, à la cession, à l'annulation ou à la modification d'un ordre pour le compte de la personne morale concernée »*[173]. A condition de qualifier la DAO de personne morale, cette disposition permettrait d'engager la responsabilité de ses dirigeants. Pour rappel, le HCJP considère que ces derniers devraient pouvoir être sanctionnés mêmes si le DAO n'a pas personnalité morale[174] ; en l'absence de personnalité morale, la décision leur est directement imputable.

62. – Il découle de ce qui précède que l'interdiction des opérations d'initiés repose sur le concept de détention d'une information privilégiée (**§3**).

§3. La détention de l'information privilégiée

63. Catégories d'initiés. – Les interdictions énoncées au paragraphe 3 de l'article 89 reposent sur la détention d'une information privilégiée par l'auteur de l'infraction. La difficulté réside dans le caractère nécessairement occulte des opérations d'initiés. Reprenant les règles applicables aux instruments financiers, l'article établit une liste de personnes à qui les dispositions relatives aux opérations d'initiés sont applicables[175]. Sont concernées les personnes qui possèdent une information privilégiée :

- Du fait de leur statut d'organe d'administration, direction ou surveillance de l'émetteur, de l'offreur ou de la personne qui demande l'admission à la négociation ;
- Du fait de leur participation dans le capital de cette personne ;

[169] Règlement (UE) 2023/1114, art. 89, §2.
[170] *Ibid*., art. 89, §3.
[171] Proposition de règlement du Parlement européen et du Conseil sur les marchés de crypto-actifs, et modifiant la directive (UE) n° 2019/1937, 24 sept. 2020, art. 78.
[172] Règlement (UE) 2023/1114, art. 89, §4.
[173] *Ibid*., art. 89, §6.
[174] HCJP, *La réception des organisations autonomes décentralisées (ou « DAO ») en droit français*, 31 mai 2024., pt. 3.2.1.2.
[175] Règlement (UE) 2023/1114, art. 89, §5.

- Du fait de leur qualité de professionnel qui leur donne accès à cette information en raison de l'exercice de leurs fonctions ou de leur rôle dans la technologie DLT ou similaire ; ou
- Du fait de leur participation à des activités criminelles.

Cette liste définit une série d'initiés primaires qui ont accès à l'information privilégié en raison du lien particulier qu'ils entretiennent avec l'émetteur, l'offreur ou la personne qui demande l'admission à la négociation, que ce soit à raison de leurs fonctions ou de leur statut. En conséquence, ces personnes sont présumées avoir conscience de la nature privilégiée de l'information qu'ils détiennent.

En outre, l'article vise *« toute personne qui possède une information privilégiée »* lorsqu'elle *« sait ou devrait savoir qu'il s'agit d'une information privilégiée »*. Il s'agit ici des initiés secondaires, qui détiennent l'information en connaissance de cause. Dans ce contexte, et comme en matière d'instruments financiers, il appartient à l'autorité de poursuite de prouver que la personne concernée savait ou aurait dû savoir que l'information qu'elle détenait était privilégiée.

64. Personnes impliquées dans la technologie DLT. – L'inclusion, dans la liste d'initiés primaires, des personnes qui possèdent une information privilégiée du fait de leur *« rôle dans la technologie des registres distribués ou une technologie similaire »* témoigne d'une prise en considération du fonctionnement des marchés des crypto-actifs dans l'adaptation d'une règle déjà connue par le règlement MAR. Cette disposition permet de viser l'hypothèse, assimilable au *front running*, des mineurs ou validateurs qui, selon le mécanisme de consensus employé, peuvent connaitre par avance les transactions qui seront enregistrées sur la blockchain, ou encore être au courant de potentielles modifications du code de la blockchain (*forks*)[176] susceptibles d'affecter sensiblement le prix d'un ou plusieurs crypto-actifs.

65. – Il sera évoqué ultérieurement, dans le cadre de l'étude de la prévention des abus d'initiés, que le règlement MiCA n'impose pas aux émetteurs de crypto-actifs d'établir et de maintenir une liste d'initiés. À ce stade, seule l'absence de comportements pouvant être considérés comme légitimes sera examinée (**§4**).

§4. La suppression des comportements légitimes

66. Absence de comportements légitimes. – Le règlement MiCA paraît étendre le champ des comportements susceptibles d'être qualifiés d'opérations d'initiés en ne consacrant aucune disposition aux comportements légitimes. À l'inverse, l'article 9 du règlement MAR instaurait une zone de sécurité juridique pour certaines utilisations d'informations privilégiées considérées comme non-abusives.

[176] I. BARSAN, "Are MiCAR's Market Abuse Rules Useful? A critical analysis of the market abuse rules under MiCAR", December 2024, p. 17.

L'absence d'équivalent dans MiCA a pour conséquence qu'aucun comportement n'est expressément exclu de la qualification d'opération d'initié en matière de crypto-actifs.

Plus particulièrement, le même article du règlement MAR qualifie de comportement légitime le fait pour une personne d'agir en se fondant sur sa propre décision d'acquérir ou de céder des instruments financiers[177]. Le règlement MiCA n'évoque pas cette notion d'initié de soi-même, ce qui rend possible l'incrimination des interventions de détenteurs de jetons de gouvernance, lorsque ces interventions ont lieu avant la prise d'une décision majeure, telle qu'un *fork*[178], sur laquelle ces acteurs sont en mesure d'exercer une influence déterminante[179].

67. Incertitudes quant à la cohérence de la suppression. – Il est aisé de considérer que, lorsque MiCA reprend une disposition du règlement MAR, l'interprétation des deux dispositions devrait être identique ou du moins similaire. Toutefois, aucune disposition de MiCA n'érige MAR comme point de référence en cas de lacune. En conséquence, le raisonnement ne peut pas être le même lorsqu'une disposition n'est pas reprise. Certes, des considérations d'opportunité pourraient faire pencher pour l'extension à MiCA de la notion de comportements légitimes. La possibilité de voir certains comportements ou activités écartés sur la base d'une appréciation au cas par cas serait de nature à porter atteinte au principe de sécurité juridique ; l'établissement d'une liste de pratiques admises offrirait plus de prévisibilité. Mais il est également possible de concevoir une interprétation stricte et donc plus sévère de MiCA. Le problème est que cette interprétation se heurterait à l'objectif énoncé par le législateur européen qui était, justement, de ne pas imposer une charge excessive aux acteurs d'un écosystème encore émergent, trop jeune pour supporter le régime institué par le règlement MAR[180].

68. – Le Titre VI ne prévoit pas non plus d'exemption pour les programmes de rachat et les mécanismes de stabilisation, mais cette question relève davantage de l'analyse des manipulations de marché. Or, il faut d'abord se concentrer sur l'autre comportement d'initié, la divulgation illicite d'informations privilégiées (**Section 3**).

Section 3. La divulgation illicite d'informations privilégiées

69. Identité des régimes MAR et MiCA. – Sans aucun changement majeur par rapport à MAR[181], le règlement MiCA interdit à toute personne détenant une information privilégiée de la divulguer illicitement à un tier, et maintient la même exception qu'en matière d'instruments financiers :

[177] Règlement (UE) 596/2014, art. 9, §5.
[178] Baker McKenzie, "MiCAR Compliance Toolkit – Market Abuse", October 2024 : https://www.bakermckenzie.com/-/media/files/insight/publications/resources/micar-compliance-toolkit/micar-compliance-toolkit--market-abuse.pdf
[179] M. BARCZENTEWICZ, A. DE GANDARA GOMES, "Crypto-Asset Market Abuse Under EU MiCA", *Cambridge University Press*, November 2024, p. 7.
[180] Baker McKenzie, *ibid*.
[181] Règlement (UE) 596/2014, art. 10, §1.

la divulgation n'est pas répréhensible si elle a lieu dans le cadre normal de l'exercice d'un emploi, d'une profession ou de fonctions[182]. L'exception soulève naturellement la question de savoir ce qu'est ce cadre normal dans le monde des crypto-actifs. Par exemple, il n'y a pas de disposition expresse dans MiCA permettant la diffusion d'informations à des fins journalistiques[183] ; or, il serait cohérent que l'exception de la diffusion *« dans le cadre normal d'une profession »* leur soit applicable.

Sans doute par souci de simplification, le texte ne reprend pas la précision présente dans le règlement MAR, selon laquelle la disposition s'applique à toute personne physique ou morale figurant sur la liste des personnes soumises aux règles relatives aux opérations d'initiés du fait de leurs fonctions[184]. En outre, l'article précise, sans grande nouveauté, que la divulgation ultérieure de recommandations ou incitations *« constitue une divulgation illicite d'informations privilégiées lorsque la personne qui divulgue la recommandation ou l'incitation sait, ou devrait savoir, qu'elle était basée sur des informations privilégiées »*[185].

70. – Les principales évolutions apportées par le règlement MiCA par rapport à MAR en matière de comportements d'initiés tiennent essentiellement à la prise en compte de la technologie DLT dans la définition de l'information privilégiée et le périmètre des initiés. Pour le reste, les dispositions demeurent globalement fidèles à celles de MAR, hormis certains retraits. Il convient désormais de déplacer l'analyse vers les manipulations de marché, afin d'identifier des adaptations ou simplifications comparables (**Chapitre 2**).

Chapitre 2. Les manipulations de marché

71. Idée générale. – La complexité inhérente aux marchés des crypto-actifs, combinée à leur nature au moins partiellement décentralisée, les rend particulièrement vulnérables aux risques de manipulations de marché. Or, de telles pratiques perturbent le fonctionnement normal du marché et faussent les prix. Elles portent atteinte à la confiance de ses participants et dissuadent l'entrée de nouveaux investisseurs.

72. Pratiques similaires. – De la même manière que le *front running* est connu tant par le monde des instruments financiers que par celui des crypto-actifs, certains comportements manipulatoires observés sur le marché des crypto-actifs sont également similaires à ceux déjà observés sur les marchés financiers traditionnels[186]. Il est donc possible d'en citer certains en se fondant sur les

[182] Règlement (UE) 2023/1114, art. 90, §1.
[183] Règlement (UE) 596/2014, art. 21.
[184] Règlement (UE) 2023/1114, art. 89, §5.
[185] *Ibid*., art. 90, §2.
[186] D. LEGEAIS, O. LYON LYNCH, « Règlement MiCA et réglementation des abus de marché », *RD bancaire et fin.*, septembre-octobre 2023, dossier 30.

définitions qui sont données par le règlement délégué du 17 décembre 2015[187], complétant le règlement MAR.

La pratique du *pump and dump* consiste à prendre une position longue sur un actif, puis de diffuser des informations positives trompeuses à son sujet dans le but d'en faire monter le cours en attirant d'autres acheteurs (*pump*). Lorsque le cours arrive à un niveau artificiellement élevé, la position longue est liquidée (*dump*). Un exemple récent consiste en la condamnation du fondateur d'AML Bitcoin pour avoir artificiellement gonflé le prix du crypto-actif en 2017, détournant près de 2 millions de dollars[188]. Sur les marchés de crypto-actifs, les opérations de *pump et dump* sont généralement organisées sur les réseaux sociaux, et notamment sur des groupes préservant l'anonymité de leurs membres, comme *Telegram* ; leur mise en œuvre peut s'effectuer en quelques minutes seulement[189].

Le *wash trading* consiste en la passation d'accords de vente ou d'achat d'un actif, n'impliquant pas de changement de propriété ou impliquant le transfert de la détention entre des participants agissant de concert ou en collusion. Une ou plusieurs personnes passent ainsi des ordres d'achat et de vente sur un même actif afin d'en augmenter artificiellement le volume d'échange et donner l'impression qu'il fait l'objet d'un réel intérêt. Par exemple, le fondateur de la blockchain TRON a été sanctionné par la SEC pour avoir manipulé le marché secondaire du jeton TRX à travers au moins 600 000 opérations de *wash trading*[190].

73. Moyens différents. – Pour les pratiques communes aux marchés d'instruments financiers et à ceux de crypto-actifs, la différence réside essentiellement dans les moyens employées.

D'abord, le rôle des réseaux sociaux dans la fixation du prix des crypto-actifs doit être rappelé. Plusieurs études ont montré que le prix des crypto-monnaies, notamment, est très sensible aux messages publiés sur *X* par leurs émetteurs[191]. Certains travaux envisagent d'utiliser les réseaux sociaux pour anticiper les performances de différents jetons[192], voire pour détecter en amont la mise en œuvre de pratiques manipulatoires comme du *pump and dump*[193].

---

[187] Règlement délégué (UE) 2016/522, Annexe II.
[188] I. PORITZ, " 'Anti-Money Laundering' Bitcoin CEO Guilty of Fraud Scheme", *Bloomberg Law*, March 2025 : https://news.bloomberglaw.com/litigation/anti-money-laundering-bitcoin-founder-guilty-of-fraud-scheme
[189] F. EIGELSHOVEN, A. ULLRICH, D. PARRY, "Cryptocurrency Market Manipulation : A Systematic Literature Review", *42nd International Conference on Information Systems, ICIS 2021*, 2021 : https://aisel.aisnet.org/icis2021/fintech/fintech/1/
[190] SEC, "SEC Charges Crypto Entrepreneur Justin Sun and His Companies for Fraud and Other Securities Law Violations", *Press release*, March 2023 : https://www.sec.gov/newsroom/press-releases/2023-59
[191] K. QURESHI, T. ZAMAN, "Social media engagement and cryptocurrency performance", PLoS One., 2023 : https://pmc.ncbi.nlm.nih.gov/articles/PMC10174546/#pone.0284501.ref012
[192] L. STEINERT, C. HERFF, "Predicting altcoin returns using social media", PLoS One., 2018 : https://pmc.ncbi.nlm.nih.gov/articles/PMC6279012/
[193] H. NGHIEM, G. MURIC, F. MORSTATTER, E. FERRARA, "Detecting cryptocurrency pump-and-dump frauds using market and social signals", Expert Systems with Applications, Volume 182, 2021 : https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0957417421007156?via%3Dihub

Ensuite, les caractéristiques de la technologie DLT ne font qu'exacerber le risque. En effet, l'existence d'algorithmes implique que des comportements manipulatoires puissent être directement intégrés dans le code des programmes. C'est le cas, en matière d'instruments financiers, à raison du trading à haute fréquence[194] qui, sans être en soi illicite, peut permettre la réalisation de manipulations de cours, notamment, par exemple, par l'empilement à grande vitesse d'un nombre considérable d'ordres passés sans intention d'être exécutés et avec un taux d'annulation extrêmement élevé, afin d'influencer le cours de bourse (*layering*)[195]. Cependant, un *smart contract* déployé ne peut pas être arrêté[196], et même s'il est possible d'inverser son résultat en en déployant un nouveau, il se peut que le dommage soit déjà consommé ou encore que le risque soit déjà transféré avant que la mesure corrective n'ait pu produire ses effets[197].

74. Nouvelles pratiques. – D'ailleurs, il existe des pratiques manipulatoires propres à l'écosystème *blockchain*.

Les *oracle manipulations* reposent sur des mécanisme de *benchmark*, les *oracle*, qui collectent des informations extérieures à la blockchain et les fournissent à des *smart contracts*, qui les utilisent pour se déployer et exécuter des transactions[198]. La manipulation consiste à influencer le prix d'un crypto-actif sur un marché que l'*oracle* utilise comme source, afin d'en tirer un avantage indu sur la blockchain qui exploite ces données[199]. Une affaire notable fut la condamnation d'Avraham Eisenberg pour la manipulation du jeton MNGO[200].

Les *rug pulls* désignent une forme d'escroquerie dans laquelle les auteurs créent un crypto-actif, lèvent des fonds en en faisant la promotion, puis abandonnent soudainement le projet en s'appropriant les capitaux. Ils disparaissent avec l'argent, laissant les investisseurs avec des jetons devenus sans valeur[201]. Un exemple emblématique est celui du jeton SQUID, inspiré par la série *« Squid Game »* de Netflix[202].

---

[194] I. BARSAN, "Are MiCAR's Market Abuse Rules Useful? A critical analysis of the market abuse rules under MiCAR", December 2024, p. 11.
[195] Règlement délégué (UE) 2016/522, Annexe II, Section 1, §4, e
[196] R. BEHNKE, "How to pause a smart contract", *Halborn*, November 2022.
[197] I. BARSAN, *ibid*.
[198] J. CHEVALIER, " Price Oracle Manipulation Attacks – The Full Guide", *Cyfrin*, February 2024.
[199] M. BARCZENTEWICZ, "MEV on Ethereum: A Policy Analysis", *ICLE White Paper, 23* January 2023, p. 13.
[200] U.S. Department of Justice, "Man Convicted for $110M Cryptocurrency Scheme", *Press release*, April 2024 : https://www.justice.gov/archives/opa/pr/man-convicted-110m-cryptocurrency-scheme
[201] M. BARCZENTEWICZ, A. DE GANDARA GOMES, "Crypto-Asset Market Abuse Under EU MiCA", *Cambridge University Press*, November 2024, p. 15.
[202] "Squid Game Saison 2 : Une fenêtre sur la culture populaire et les arnaques aux cryptomonnaies", *Blog TRM*, Perspectives, 9 janvier 2025 : https://www.trmlabs.com/fr/resources/blog/squid-game-season-2-a-window-into-popular-culture-and-crypto-scams

75. – Alors que le règlement MAR consacre des articles différents à la définition[203] (**Section 1**) et à l'interdiction[204] (**Section 2**) des manipulations de marché, le règlement MiCA traite les deux questions en un seul article[205]. Par ailleurs, l'article 13 du règlement MAR, consacré aux pratiques de marché admises, ne trouve pas d'équivalent dans MiCA (**Section 3**).

Section 1. La définition des manipulations de marché

76. Identité entre les deux règlements. – Sans grande surprise, le règlement MiCA réunit trois comportements sous la définition de manipulations de marchés[206]. La formulation adoptée reprend quasiment à l'identique celle du règlement MAR. Les solutions développées pour MAR seront donc sans doute transposables.

77. Manipulation de cours. – Premièrement, constitue une manipulation de marché le fait d'effectuer une transaction, de passer un ordre ou d'adopter tout autre comportement qui :

- Donne ou est susceptible de donner des indications fausses ou trompeuses sur l'offre, la demande ou le prix d'un crypto-actif ; ou
- Fixe ou est susceptible de fixer à un niveau anormal ou artificiel le prix d'un ou de plusieurs crypto-actifs.

Au titre de cette disposition, pourraient être sanctionnés les comportements comme le *spoofing*, le *quote stuffing*, le *wash trading*, et le *pump and dump* de crypto-actifs[207].

Deuxièmement, relève également de cette qualification le fait d'adopter tout comportement influençant ou étant susceptible d'influencer le prix d'un ou de plusieurs crypto-actifs en ayant recours à des procédés fictifs ou à toute autre forme de tromperie ou d'artifice. Sur le fondement de cette disposition, pourraient être sanctionnées les pratiques de *pump and dump*, les *rug pulls* ou encore les DDoS (*distributed denial of service*)[208].

78. Diffusion de fausses informations. – Enfin, constitue une manipulation de marché le fait de diffuser des informations qui :

- Donnent ou sont susceptibles de donner des indications fausses ou trompeuses sur l'offre, la demande ou le prix d'un ou de plusieurs crypto-actifs ; ou

[203] Règlement (UE) 596/2014, art. 12.
[204] Règlement (UE) 596/2014, art. 15.
[205] Règlement (UE) 2023/1114, art. 91.
[206] Règlement (UE) 2023/1114, art. 91, §2.
[207] M. BARCZENTEWICZ, A. DE GANDARA GOMES, "Crypto-Asset Market Abuse Under EU MiCA", *Cambridge University Press*, November 2024.
[208] *Ibid*.

- Fixent ou sont susceptibles de fixer à un niveau anormal ou artificiel le prix d'un ou de plusieurs crypto-actifs.

Cette définition pourrait également couvrir les pratiques de *pump and dump* et de *rug pull*.

Exactement comme dans le règlement MAR, est également sanctionné le fait de répandre des rumeurs, alors que la personne ayant procédé à une telle diffusion savait ou aurait dû savoir que ces informations étaient fausses ou trompeuses.

La diffusion peut intervenir au moyen des médias, dont l'internet, mais aussi par tout autre moyen. La disposition reprise du règlement MAR mentionnait déjà les médias ; il ne s'agit donc pas d'une innovation propre au règlement MiCA. La référence à *« tout autre moyen »* permet d'englober une variété de canaux de diffusion d'informations propres à l'écosystème des crypto-actifs. Il aurait néanmoins été opportun, dans un souci de clarté, de mentionner explicitement certains vecteurs particulièrement courants, tels que les messageries privées, les sites des plateformes d'échange, mais surtout les influenceurs. Ces derniers diffusent fréquemment des informations incomplètes, inexactes, voire délibérément trompeuses et biaisées, notamment en raison de leur intérêt financier à promouvoir certains crypto-actifs[209]. Or, compte tenu de leur nombre d'abonnés, ils doivent avoir conscience que la diffusion de rumeurs de leur part est susceptible d'influer directement sur le prix des crypto-actifs concernés[210].

79. – Pour illustrer cette définition, le règlement donne trois exemples de pratiques constitutives de manipulations de marché (**Section 2**).

Section 2. Les comportements constitutifs de manipulations de marché

80. Identité entre les deux règlements. – En ce qui concerne les exemples de comportement abusif, le règlement MiCA se contente à reprendre ceux cités par l'article 12 de règlement MAR, moyennant deux exclusions. En effet, n'apparaissent pas, en matière de crypto-actifs, le fait de vendre ou d'acheter à l'ouverture ou à la clôture du marché afin d'induire en erreur ceux qui agiront sur la base des cours affichés[211], ainsi que, logiquement, l'abus spécifique aux quotas d'émission[212]. En revanche, sont maintenus, entre autres, la passation d'ordres susceptibles de faire naître ou d'exacerber une tendance, ou encore le fait d'assurer une position dominante sur l'offre ou la demande d'un crypto-actif dans le but d'en fixer le prix d'achat ou de vente ou de créer des conditions de transaction inéquitables.

[209] EBA, ESMA, EIOPA, *EU financial regulators warn consumers on the risks of crypto-assets*, March 2022, p. 2.
[210] P. VAN CLEYNENBREUGEL, "The New Regulatory Framework on Market Abuse Involving Crypto-Assets", *Les aspects juridiques de la blockchain et de ses applications, Volume 2 : Analyse du règlement MICA et autres questions choisies*, 2024, Anthemis, p. 193.
[211] Règlement (UE) 596/2014, art. 12, §2, b.
[212] Règlement (UE) 596/2014, art. 12, §2, e.

En outre, MiCA ne reprend pas la précision, pourtant présente en matière d'opérations d'initiés, selon laquelle *« lorsque la personne visée est une personne morale, l'article s'applique également aux personnes physiques qui prennent part à la décision de mener des activités pour le compte de la personne morale concernée »*.

81. Absence d'adaptation au marché des actifs numériques. – Il est quelque peu regrettable que cet article n'ait pas été utilisé pour illustrer certains abus caractéristiques du marché des crypto-actifs, qui ne trouvent pas nécessairement d'équivalents, ou du moins pas sous les mêmes formes, dans le domaine des instruments financiers. Cela concerne tout particulièrement les pratiques observées sur les plateformes décentralisées (DEX), souvent rendues possibles par les spécificités techniques de la technologie DLT, comme les *oracle manipulations*. Cela aurait également pu permettre de mieux comprendre les abus facilités par le pouvoir de certain membres du réseau à modifier le code des *smart contracts*. Le texte semble manquer, à cet égard, une occasion d'apporter un encadrement plus adapté aux comportements connus de ce milieu particulier.

82. – Enfin, les modifications opérées par MiCA traduisent un resserrement des situations qui échappent à la qualification d'abus de marché (**Section 3**).

Section 3. Le resserrement des cas d'exemption

83. – Le règlement MAR prévoyait certaines situations dans lesquelles une activité, bien qu'en principe constitutive d'une manipulation de marché, pouvait être considérée comme légitime et donc exclue du champ de l'interdiction des manipulations de marché, voire des abus de marché en général. MiCA reprend partiellement cette logique, mais en restreint sensiblement la portée.

Il s'agit, d'abord, de comportements a priori manipulatoires, mais motivés par des raisons légitimes. Si MiCA maintient ce principe, il omet toutefois les listes de pratiques admises que les autorités compétentes pouvaient établir dans le cadre de MAR (**§1**). Il s'agit, ensuite, de l'exemption applicable aux mécanismes de rachat et de stabilisation, explicitement prévue dans MAR, est tout simplement absente du règlement MiCA (**§2**).

§1. L'absence de pratiques de marché admises

84. Comportement effectué pour des raisons légitimes. – L'article 13 du règlement MAR permet à certaines activités qui entrent dans la définition des manipulations de marché posée par le §1, (a) de l'article 12 d'échapper à l'interdiction posée par l'article 15. Deux conditions sont posées à cette exemption : le comportement droit répondre à des raisons légitimes et doit être conforme aux pratiques de marchés admises. Celles-ci sont établies par les autorités compétentes des États membres avec avis de l'ESMA, conformément à une série de critères posés par le règlement[213]. Quant à lui, le règlement

[213] Règlement (UE) 596/2014, art. 13.

MiCA permet d'échapper à la qualification de manipulation de marché à tout comportement qui entre dans la définition du §1, (a) de l'article 91, s'il est effectué pour des raisons légitimes[214].

Comme pour le règlement MAR, les comportements légitimes ne concernent que la première définition des manipulations de cours. Cependant, dans MAR, l'exemption ne vaut que si une seconde condition est remplie : le comportement est conforme aux pratiques de marché admises établies selon son article 13.

85. Absence de listes de pratiques admises. – En effet, MiCA ne prévoit pas d'exemption au titre de pratiques de marché admises. Autrement dit, le règlement ne laisse pas expressément la possibilité aux autorités nationales de surveillance d'établir des listes de pratiques qui permettent aux acteurs du monde des crypto-actifs de déterminer avec certitude que leur comportement n'est pas réprimé.

En ne retenant que le critère de la légitimité, MiCA privilégié une approche au cas par cas, de sorte qu'à défaut de liste établie, tout devient une question d'interprétation : un même comportement pourrait être manipulatoire ou non selon les circonstances. Si cette approche offre certainement plus de flexibilité dans l'approche du régulateur, elle est également une source d'insécurité juridique pour les acteurs du marché, qui devront attendre la stabilisation de courants décisionnels pour pouvoir juger, de leur côté, le potentiel risque de sanction de leur comportement[215]. Cela étant, ces observations doivent être nuancées. En effet, même dans le cadre du règlement MAR, l'établissement de telles listes constitue une faculté, et non une obligation.

En l'absence de renvoi explicite au règlement MAR pour l'interprétation du règlement MiCA, rien ne permet d'affirmer avec certitude que la pratique des listes de comportements admis puisse être transposée à MiCA, du seul fait du silence des textes. Pourtant, il serait opportun de tirer parti du parallélisme entre les deux règlements pour permettre aux autorités compétentes d'élaborer de telles listes et de les soumettre à l'ESMA pour validation. Une telle approche offrirait un cadre utile pour traiter des sujets complexes comme la MEV, qui recouvre une diversité de pratiques pouvant, selon le contexte, relever ou non de la manipulation de marché.

86. – De plus, le règlement MiCA ne prévoit aucune exemption pour les programmes de rachat et les mesures de stabilisation (**§2**).

[214] Règlement (UE) 2023/1114, art. 91.
[215] I. BARSAN, "Are MiCAR's Market Abuse Rules Useful? A critical analysis of the market abuse rules under MiCAR", December 2024, p. 11.

§2. L'absence d'exclusion des programmes de rachat et mesures de stabilisation

87. Absence d'exclusion des programmes de rachat et mesures de stabilisation. – Dans le règlement MAR, les programmes de rachat d'actions et les opérations de stabilisation de titres sont, par dérogation, exclus du champ d'application des abus de marché en général[216].

Si certains considèrent que ces exemptions étaient, dans tous les cas, sans pertinence dans le cadre de MiCA[217], un auteur souligne pourtant l'intérêt qu'aurait pu poser l'exemption des programmes de rachat pour les mécanismes de *crypto burn*[218]. Tout comme le rachat d'actions, le mécanisme de *buy-back* de crypto-actifs permet de racheter des actifs émis, réduire l'offre en circulation en les détruisant (*burn*), et augmentant ainsi la part entre les mains de chaque détenteur de jeton. Une telle opération pourrait être sanctionnée au motif qu'elle fournirait des indications fausses sur l'offre, la demande ou le prix d'un crypto-actif. Mais une telle opération pourrait également être motivée par des considérations légitimes.

Il faut, là aussi, relativiser. Le fait de ne pas prévoir une exemption ne rend pas ces mécanismes automatiquement illicites. Cependant, il crée là aussi un doute quant à leur licéité, ce qui vient, encore, fragiliser la sécurité juridique.

88. Conclusion. Dans une certaine mesure, MiCA intègre les particularités propres à la technologie blockchain dans le cadre des abus de marché déjà établi par MAR.

S'agissant des opérations d'initiés, MiCA reste globalement fidèle à la structure et aux principes de MAR, tout en intégrant des références à la technologie DLT, notamment en tant que facteurs d'appréciation. C'est ainsi que les personnes jouant un rôle dans la technologie DLT intègrent le périmètre des initiés, et que le domaine de l'information privilégiée est élargi pour inclure les offreurs et les personnes qui demandent l'admission à la négociation. Certaines incertitudes demeurent toutefois, et devront être précisées avec le temps, telles que les informations privilégiées qui concernent l'émetteur de crypto-actifs, ou encore la suppression des comportements légitimes.

En revanche, en matière de manipulations de marché, le contenu du règlement MiCA diffère peu de celui du règlement MAR. Dans la majorité des cas, MiCA se limite à reprendre les dispositions de MAR, en les reformulant légèrement et en substituant la notion d'*« instruments financiers »* par celle de *« crypto-actifs »*. Toutefois, une évolution plus significative réside dans la disparition de certains

[216] Règlement (UE) 596/2014, art. 5.
[217] Baker McKenzie, "MiCAR Compliance Toolkit – Market Abuse", October 2024 : https://www.bakermckenzie.com/-/media/files/insight/publications/resources/micar-compliance-toolkit/micar-compliance-toolkit--market-abuse.pdf
[218] M. BARCZENTEWICZ, A. DE GANDARA GOMES, "Crypto-Asset Market Abuse Under EU MiCA", *Cambridge University Press*, November 2024, p. 20.

articles relatifs aux exemptions, ce qui introduit une incertitude quant aux pratiques pouvant être considérées comme légitimes. Il pourrait être soutenu qu'un tel retrait ne semble pas aller dans le sens d'une simplification du régime ni d'un allègement de la charge réglementaire pesant sur les PME, dans la mesure où la reconnaissance expresse de cas d'exemption est un facteur important de prévisibilité.

89. – Après avoir examiné les éventuelles adaptations relatives aux comportements prohibés, il convient désormais d'analyser celles apportées au régime de prévention et de sanction (**Partie 2**).

PARTIE 2. Une efficacité indéterminée au regard d'un dispositif de prévention et de répression simplifié

90. Prévention en amont, sanction en aval. – La régulation des abus de marché comporte deux facettes complémentaires : une en amont, l'autre en aval, sans qu'il soit aisé de dire laquelle revêt une importance supérieure. Ce qui est certain, toutefois, c'est que la solidité du cadre préventif en amont permet souvent d'éviter les difficultés rencontrées en aval.

En amont, le règlement MiCA organise la prévention des abus de marché en imposant une série d'obligations aux acteurs du marché des crypto-actifs. En matière d'actifs numériques, les difficultés liées à la prévention des abus de marché sont surtout liées à la complexité technologique du domaine et aux obstacles que cela peut poser à la détection des comportements illicites. Puisqu'il a été établi que la DeFi n'est pas radicalement exclue du champ d'application du Titre VI, les abus pouvant survenir en dehors des plateformes de négociation et la décentralisation étant rarement absolue, les PSCA seront vraisemblablement confrontés à la problématique des moyens de détection des abus sur des plateformes décentralisées (DEX). Ces défis techniques imposeront sans doute des investissements dans des outils de surveillance de haute technologie, adaptés au marché en question, utilisant des analyses de données complexes, des algorithmes ainsi que l'intelligence artificielle pour détecter en temps réel les activités suspectes[219]. En réalité, ces mêmes questions se posent également dans le cadre du pouvoir de surveillance des autorités nationales.

En aval, le règlement MiCA prévoit des mécanismes de sanction en conférant aux autorités administratives compétentes des pouvoirs étendus pour surveiller et réprimer les comportements abusifs. L'identification des auteurs d'infractions et l'application effective de sanctions suscitera sans doute des interrogations, comme évoqué dans la partie préliminaire. Il s'agira notamment d'identifier, d'une part, les individus à l'origine du codage abusif et, d'autre part, de déterminer comment sanctionner les entités que représentent les DAO.

91. – Il convient d'aborder, d'abord, les mécanismes de prévention des abus de marché sur crypto-actifs, moins nombreux que ceux prévus pour les abus sur instruments financiers (**Chapitre 1**). Il conviendra ensuite de traiter des pouvoirs des sanctions qui, quant à eux, interrogent quant à leur portée (**Chapitre 2**).

[219] Deloitte, "Emerging trends ingital assets manipulationand surveillance", April 2024, p. 9 : https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/us/Documents/Advisory/us-emerging-trends-in-digital-assets-manipulation-and-surveillance.pdf

Chapitre 1. Une prévention allégée par rapport au cadre applicable aux instruments financiers

92. – La prévention et la détection des abus de marché constituent deux étapes préliminaires essentielles à une répression efficace des comportements illicites. La prévention vise à empêcher la survenance des abus de marché, en traitant le problème à la source. La détection, quant à elle, permet de déceler les comportements illicites afin de rendre possible leur sanction.

Tout comme le règlement MAR, le règlement MiCA met des obligations tant à la charge des émetteurs de crypto-actifs (**Section 1**) qu'à la charge des prestataires de service (**Section 2**).

Section 1. L'allègement des obligations de divulgation à charge des émetteurs de crypto-actifs

93. – Bien que moins détaillé que l'article 17 du règlement MAR, l'article 88 du règlement MiCA consacre une obligation analogue pour les émetteurs de crypto-actifs : celle de rendre publiques, dès que possible, les informations privilégiées qui les concernent directement, sauf hypothèse de différé (**§1**). D'ailleurs, l'élargissement du champ de l'information privilégiée, au-delà de l'émetteur, aux offreurs et aux personnes sollicitant l'admission à la négociation, s'est nécessairement accompagné d'un élargissement corrélatif du cercle des personnes assujetties à l'obligation de publication.

En revanche, et conformément à l'objectif d'allègement de la charge administrative des PME, les deux autres obligations prévues par le Chapitre III de MAR ne trouvent pas d'équivalent dans le cadre de ce nouveau règlement (**§2**). MiCA ne prévoit ainsi ni la mise en place d'une liste d'initiés, ni l'obligation de notifier les transactions effectuées par les dirigeants[220].

§1. La publication et le différé de publication des informations privilégiées

94. Obligation de publier les informations privilégiées. – L'information à caractère précis et susceptible d'influencer de façon sensible le prix d'un crypto-actif ne porte atteinte à l'intégrité des marchés que tant qu'elle est gardée secrète. L'asymétrie d'information doit être réglée, tout comme en matière d'instruments financiers, par une obligation, à la charge des émetteurs, de rendre publiques, dès que possible, les informations privilégiées qui les concernent directement[221]. Cette obligation vaut également pour les offreurs et les personnes qui demandent l'admission à la négociation.

La publication doit être faite dès que possible, et d'une manière qui permette au public d'y accéder rapidement et de procéder à l'évaluation complète et correcte des informations en temps voulu. Elle doit être dissociée de la commercialisation de l'activité de la personne concernée. En outre, toutes

[220] Règlement (UE) 596/2014, art. 18 et 19.
[221] Règlement (UE) 2023/1114, art. 88, §1.

les informations ainsi publiées doivent être affichées et conservées sur le site internet de cette personne pour une durée minimale de cinq ans.

La rédaction de cette disposition s'inspire largement de l'article 17 du règlement MAR. À ce titre, les solutions développées sous l'empire du MAR pourraient donc, là aussi, servir de référence. Par exemple, bien qu'une information privilégiée puisse concerner un émetteur directement ou indirectement, ce dernier n'est tenu de publier que celles qui le concernent directement. La liste d'exemples donnée pat le CESR[222] pourrait, ici aussi, servir de référence.

En outre, la violation de l'article 88 sur la publication des informations privilégiées figure parmi une liste d'infractions énumérées à l'Annexe V de MiCA. L'inclusion de cette infraction dans la liste permet à l'EBA d'intervenir directement en adoptant un certain nombre de mesures de surveillance et de sanction à l'encontre d'un émetteur de sART qui aurait omis de publier les informations privilégiées le concernant directement[223].

95. Possibilité de différer la publication des informations privilégiées. – Exactement comme les émetteurs d'instruments financiers, les émetteurs de crypto-actifs peuvent, sous leur propre responsabilité, différer la publication d'une information privilégiée, si trois conditions déjà connues par le passé sont remplies[224] :

- Une publication immédiate est susceptible de porter atteinte à leurs intérêts légitimes ;
- Le retard de publication n'est pas susceptible d'induire le public en erreur ;
- Les émetteurs sont en mesure d'assurer la confidentialité de ces informations.

À défaut de précisions sur les intérêts pouvant être considérés comme légitimes ou sur les situations susceptibles d'induire le public en erreur, les orientations de l'ESMA sur les abus de marché de MAR, publiées en 2016 et portant sur le retard de la publication d'informations privilégiées, pourraient servir de fondement[225].

La disposition s'applique également aux offreurs et aux personnes qui demandent l'admission à la négociation. Toutes ces personnes doivent informer l'autorité compétente de ce différé et expliquer, par écrit, la manière dont les conditions précitées ont été remplies, immédiatement après la publication de cette information[226]. Le Règlement général de l'AMF, modifié à la suite de l'ordonnance du 15 octobre 2024[227], prévoit ainsi que lorsque l'émetteur, l'offreur, ou la personne qui demande l'admission

[222] V. note 133.
[223] Règlement (UE) 2023/1114, art. 130 et 131.
[224] Règlement (UE) 2023/1114, art. 88, §2.
[225] P. VAN CLEYNENBREUGEL, "The New Regulatory Framework on Market Abuse Involving Crypto-Assets", *Les aspects juridiques de la blockchain et de ses applications, Volume 2 : Analyse du règlement MICA et autres questions choisies*, 2024, Anthemis, p. 186.
[226] *Ibid*., §3.
[227] Arrêté du 3 février 2025 portant homologation de modifications du règlement général de l'Autorité des marchés financiers.

à la négociation a ainsi différé la publication d'une information privilégiée, l'AMF peut lui demander d'apporter, sans délai, des explications sur ce différé[228].

96. Projet de normes techniques d'exécution. – Le règlement a laissé le soin à l'ESMA de préciser les conditions de publication et de différé des informations privilégiées par le biais de projets de normes techniques d'exécution[229]. Dans son rapport[230], l'Autorité européenne a indiqué tenir compte des similitudes entre les règlements MAR et MiCA, jugeant pertinent d'harmoniser les régimes de publication afin de capitaliser sur l'expérience acquise dans le cadre du règlement MAR. Ainsi, le projet de normes techniques s'inspire largement de celui élaboré en matière d'instruments financiers, moyennant l'adaptation de certaines dispositions pour tenir compte des spécificités de l'écosystème des crypto-actifs.

Concernant, par exemple, la publication des informations privilégiées, l'ESMA requiert que cette publication intervienne sur *« les médias auxquels le public se fie raisonnablement »*, et cite à cet égard :

- Les médias traditionnels, c'est-à-dire les revues spécialisées en matière de crypto-actifs et la presse internationalement reconnue ;
- Les réseaux sociaux comme *X*, *Reddit*, *Telegram* et *Discord*, à condition que la personne concernée inclue un lien vers la publication faite sur son site, pour garantir l'authenticité des informations diffusées ;
- Les plateformes en ligne et les sites des plateformes de négociation des PSCA.

Bien qu'il s'inspire du règlement MAR, le dispositif prend donc en compte les canaux de diffusion propres à l'écosystème des crypto-actifs afin d'assurer l'efficacité de cette obligation d'information. Ces éléments ont été repris dans le règlement d'exécution du 12 novembre 2024 sur les modalités techniques à utiliser pour publier des informations privilégiées et pour en différer la publication[231].

97. – Le troisième chapitre du règlement MAR prévoit, en plus de cette obligation de publication des informations privilégiées, deux autres obligation d'information qui ne sont pas reprises dans le domaine des crypto-actifs (**§2**).

[228] RG AMF, art. 712-1.
[229] Règlement (UE) 2023/1114, art. 88, §4.
[230] ESMA, *Draft Technical Standards specifying certain requirements of the Markets in Crypto Assets Regulation (MiCA) – Second package – Final Report*, July 2024, p. 68 : https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2024-07/ESMA75-453128700-1229_Final_Report_MiCA_CP2.pdf
[231] Règlement d'exécution (UE) 2024/2861, cons. 2 à 4.

§2. La suppression de certaines obligations de divulgation

98. Listes d'initiés. – D'abord, le règlement MiCA ne reprend pas l'obligation faite aux émetteurs d'instruments financiers d'établir, mettre à jour et communiquer à l'autorité compétente une liste des personnes ayant accès aux informations privilégiées. Le rôle des listes d'initiés est prophylactique : elles renforcent la prohibition des opérations d'initiés en aidant les autorités à mieux enquêter de potentielles violations, et en permettant aux émetteurs de contrôler les flux d'informations privilégiées[232].

99. Transactions des dirigeants. – Ensuite, le règlement MiCA ne requiert pas que les personnes exerçant des responsabilités dirigeantes et les personnes ayant un lien étroit avec elles notifient à l'émetteur les transaction effectuée pour leur compte propre et se rapportant aux crypto-actifs de l'émetteur. La diffusion de ces informations contribue à la lutte contre les opérations d'initiés, améliorant la transparence et facilitant la mission de surveillance des autorités compétentes[233].

100. Opportunité de la suppression. – Il peut être soutenu que la suppression de ces mécanismes risquerait de compromettre la capacité des acteurs concernés à se conformer aux règles en matière d'abus de marché. La question a donc été soulevée de savoir s'il n'aurait pas été plus pertinent ou efficace d'étendre directement la règlementation MAR aux crypto-actifs[234]. A cela, le règlement MiCA répond vouloir prendre en compte le fait que les acteurs du monde des actifs cryptographiques soient des PME, et éviter de les soumettre à des charges administratives qui freineraient leur développement[235]. Seule la pratique permettra de déterminer si l'introduction ultérieure de ces obligations s'avère indispensable au bon fonctionnement du régime.

101. – Les émetteurs de crypto-actifs ne sont pas les seuls acteurs chargés de prévenir les abus de marché. D'autres obligations pèsent sur les prestataires de services, et ont également fait l'objet d'adaptations par rapport aux règles applicables aux instruments financiers (**Section 2**).

Section 2. Les obligations à charge des prestataires de service sur crypto-actifs

102. Exigences organisationnelles strictes. – Les considérants du règlement MiCA expriment la volonté du législateur européen de soumettre les prestataires PSCA à des exigences organisationnelles strictes, notamment concernant leur direction, leur personnel et leurs actionnaires ou associés, mais surtout en ce qui concerne la prévention et la détection des abus de marché[236].

---

[232] M. VENTUROZZO, S. MOCK, Market Abuse Regulation. Commentary and Annotated Guide, *Oxford University Press*, 2e édition, 2022, B.18.01.
[233] M. VENTUROZZO, S. MOCK, *ibid*., B.19.02.
[234] I. BARSAN, "Are MiCAR's Market Abuse Rules Useful? A critical analysis of the market abuse rules under MiCAR", December 2024, p. 2 et 12.
[235] Règlement (UE) 2023/1114, cons. 27.
[236] Règlement (UE) 2023/1114, cons. 81.

103. Absence de procédures de gestion des informations privilégiées. – Traditionnellement, les prestataires de services d'investissement (PSI) sont soumis à l'obligation de mettre en place des procédures de gestion des informations privilégiées, ainsi que des systèmes de détection et de déclaration des opérations suspectes. Mais il n'existe pas de dispositif sur la gestion des informations privilégiées à la charge des PSCA dans le règlement MiCA[237]. Les exigences relatives aux barrières à l'information, listes de surveillance et listes d'interdiction ne leur sont donc pas applicables.

En revanche, les prestataires de services sur crypto-actifs sont tenus, en application du règlement MiCA, de mettre en place un système de détection des abus de marché ainsi que de déclarer, à l'autorité compétente, toute opération suspecte (**§1**). En outre, certaines catégories spécifiques de prestataires font l'objet de dispositions particulières, et sont par conséquent soumises à des obligations supplémentaires qui leur sont propres. Tel est le cas, d'une part, des prestataires qui exploitent une plateforme de négociation (**§2**) et, d'autre part, de ceux chargés de l'exécution d'ordres ou de la réception et transmission d'ordres pour le compte de tiers (**§3**).

§1. Les obligations communes aux personnes qui organisent ou exécutent des transactions à titre professionnel

104. Détection des abus de marché et déclaration des opérations suspectes (STOR). – Le règlement MiCA impose à certains prestataires de services sur crypto-actifs de mettre en place des dispositifs, systèmes et procédures efficaces pour prévenir et détecter les abus de marché. Dans ses projets de normes techniques de réglementation, l'ESMA a précisé que la surveillance des ordres et des transactions devait couvrir à la fois ceux réalisés sur le registre distribué (*on-chain*) et ceux effectués en dehors de celui-ci (*off-chain*)[238].

Par ailleurs, lorsqu'il ressort des circonstances qu'un abus de marché a été commis, est en train d'être commis, ou est susceptible d'être commis, ces mêmes personnes sont tenues de déclarer toute suspicion concernant un ordre ou une transaction – pourvu qu'elle soit raisonnable – à l'autorité compétente[239]. Un formulaire unique de déclaration a d'ailleurs été proposé par l'ESMA[240]. Cette seconde obligation appelle deux observations.

D'abord, la formulation retenue par MiCA se veut plus large : elle vise expressément les abus qui ont été commis, sont en train de l'être ou sont susceptibles de l'être. La simple potentialité suffit. À

[237] D. LEGEAIS, O. LYON LYNCH, « Règlement MiCA et réglementation des abus de marché », *RD bancaire et fin.*, septembre-octobre 2023, dossier 30.
[238] ESMA, *Draft technical Standards specifying certain requirements in relation to the detection and prevention of market abuse under the Markets in Crypto Assets Regulation (MiCA) – Final Report*, December 2024, p. 51 : https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2024-12/ESMA75-453128700-1278_Final_Report_STOR_MiCA_Article_92_2_.pdf
[239] Règlement (UE) 2023/1114, art. 92, §1.
[240] ESMA, *ibid.,* p. 63.

l'inverse, le règlement MAR se contente de mentionner tout ordre ou transaction qui *« pourrait constituer »* un abus de marché ou une tentative d'abus de marché[241].

Ensuite, la formulation retenue par MiCA se veut également plus précise. Contrairement à MAR, l'article ne prévoit pas que l'ordre puisse être passé ou la transaction exécutée en dehors d'une plateforme de négociation. En revanche, il précise que la notion d'ordre ou transaction comprend *« l'annulation ou la modification d'un ordre ou d'une transaction, et d'autres aspects du fonctionnement de la technologie des registres distribués »*. Le texte prend ainsi en compte les spécificités de l'écosystème des crypto-actifs en faisant explicitement référence aux mécanismes propres à cet environnement, et reconnaît donc le rôle que peut jouer la technologie *blockchain* dans la survenance et la facilitation des abus de marché.

105. Incertitude quant aux prestataires visées. – Plus précisément, ce sont les *« personne[s] qui organise[nt] ou exécute[nt] à titre professionnel des transactions portant sur des crypto-actifs »* (PPAET) qui sont concernées. Cette expression, toutefois, n'apparaît qu'une seule fois dans le texte. Elle est absente de l'article 3 de MiCA et ne connait donc pas de définition spécifique au règlement. Au mieux, ce dernier prévoit le service d' *« exécution d'ordres sur crypto-actifs pour le compte de clients »*, mais ne dit rien sur l'exécution de *« transactions »*, et encore moins sur leur *« organisation »*[242].

En réalité, cette notion a été directement reprise de la formulation de l'article 16 du règlement MAR. Elle est définie, par ce même règlement, comme toute *« personne dont le travail consiste à recevoir et à transmettre des ordres ou à effectuer des transactions concernant des instruments financiers »*[243]. Par analogie, l'obligation de prévention et détection des abus de marché pèserait sur tout prestataire qui reçoit et transmet des ordres, ou effectue des transactions concernant des crypto-actifs.

Dans sa Troisième Consultation[244], l'ESMA a proposé que les personnes suivantes soient qualifiées de PPAET :

- Les prestataires qui exploitent une plate-forme de négociation de crypto-actifs ;
- Ceux qui offrent les services de réception et de transmission d'ordres sur crypto-actifs pour le compte de clients, d'exécution d'ordres sur crypto-actifs pour le compte de clients, de fourniture de services de gestion de portefeuille de crypto-actifs, d'échange de crypto-actifs contre des fonds et d'échange de crypto-actifs contre d'autres crypto-actifs ; ou encore

[241] Règlement (UE) 596/2014, art. 16, §2.
[242] M. BARCZENTEWICZ, A. DE GANDARA GOMES, "Crypto-Asset Market Abuse Under EU MiCA", *Cambridge University Press*, November 2024, p. 11.
[243] Règlement (UE) 596/2014, art. 3, §1, 28.
[244] ESMA, *Draft technical standards and guidelines specifying certain requirements of the Markets in Crypto Assets Regulation (MiCA) on detection and prevention of market abuse, investor protection and operational resilience – Third consultation paper*, March 2023, p. 13 : https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2024-03/ESMA75-453128700-1002_MiCA_Consultation_Paper_-_RTS_market_abuse_and_GLs_on_investor_protection_and_operational_resilience.pdf

- Les personnes qui négocient des crypto-actifs pour compte propre, à titre professionnel ou dans le cadre de leur activité professionnelle.

L'ESMA s'est interrogée sur la possibilité d'inclure les mineurs, validateurs, chercheurs (*searchers*) et constructeurs (*builders*) dans cette catégorie, notamment en raison des pratiques de MEV. Toutefois, dans son rapport final, elle a opté pour leur exclusion.

Selon l'Autorité, le simple fait que certains acteurs de la technologie DLT puissent commettre des abus de marché ne devrait pas automatiquement conduire à leur inclusion dans la catégorie des PPAET. Pour être considérés comme tels, les acteurs doivent non seulement poser un risque d'abus de marché, mais aussi avoir la capacité de surveiller une partie de l'écosystème des crypto-actifs et à détecter d'éventuels cas d'abus. L'ESMA souligne par ailleurs que, en tout état de cause, la pratique évolue vers une atténuation des effets négatifs de la MEV par l'adoption de remèdes techniques internes à la *blockchain* (ex. mécanisme de *first-come-first-served*).

Cependant, elle a choisi de ne pas fixer de manière définitive les contours de la catégorie des PPAET dans ses normes techniques de réglementation, préférant se concerter avec la Commission européenne en vue d'élaborer des orientations à ce sujet, tout en reconnaissant que la clarification du champ d'application de l'obligation de prévention et de détection prévue à l'article 92 est cruciale pour la mise en œuvre efficace du règlement MiCA[245]. Effectivement, le temps que ces orientations soient adoptées, ce flou est de nature à entraver l'application concrète et utile du règlement. Cette insécurité juridique pourrait même conduire certains opérateurs à anticiper leur éventuelle qualification en tant que PPAET et à se conformer à ces obligations à titre préventif.

106. – Plusieurs dispositions de MiCA prévoient par ailleurs des obligations spécifiquement à destination des PSCA exploitant une plateforme de négociation (**§2**).

§2. Les obligations spécifiques aux prestataires exploitant une plateforme de négociation

107. Demande d'agrément en tant que PSCA. – A compter du 30 décembre 2024, le règlement oblige les acteurs qui souhaitent proposer des services sur crypto-actifs dans l'UE d'obtenir un agrément. Tout candidat à l'agrément de PSCA qui prévoit d'exploiter une plateforme de négociation de crypto-actifs doit fournir, dans sa demande, une description des règles de fonctionnement de la procédure et du système de détection des abus de marché à l'autorité compétente de son État d'origine[246], sauf si cette information a été déjà reçue dans le cadre des procédures d'agrément des directives DME[247],

[245] *Ibid*., p. 12.
[246] Règlement (UE) 2023/1114, art. 62, 2§, n.
[247] Directive 2009/110/CE.

MIFID II[248] ou DSP 2[249], ou encore conformément au droit national applicable aux services sur crypto-actifs avant le 29 juin 2023.

Ainsi, si la mise en place de systèmes et de procédures de prévention et de détection les abus de marché est obligatoire pour tout PPAET, dont le périmètre, bien qu'incertain, excède vraisemblablement celui des seuls prestataires exploitant une plateforme de négociation, l'obligation d'en fournir une description dans sa demande d'agrément n'incombe qu'à ces derniers.

Le règlement MiCA prévoit également une disposition spécifique à certaines entités financières qui voudraient fournir des services sur crypto-actifs, parmi lesquelles les établissements de crédit et les entreprises d'investissement. Ces entités ne sont pas soumises à l'obligation de demander un agrément spécifique, mais elles ne peuvent pas commencer à fournir le service d'exploitation d'une plateforme de négociation tant qu'elles n'ont pas notifié cette même description à leur autorité compétente, et ce, au moins 40 jours ouvrables avant de fournir ce service pour la première fois[250].

S'agissant plus particulièrement des entreprises d'investissement, elles ne peuvent fournir ce service que si elles sont déjà agréées pour fournir un service d'investissement équivalent, c'est-à-dire l'exploitation d'un système multilatéral de négociation et à l'exploitation d'un système organisé de négociation au sens de la directive MIFID II[251]. La reconnaissance d'une telle équivalence, qui vise à simplifier le cadre réglementaire, suppose que l'agrément relatif à l'exploitation d'un SMN ou d'un OTF offre des garanties équivalentes à celles exigées pour l'exploitation d'une plateforme de négociation de crypto-actifs.

108. Exploitation d'une plateforme de négociation de crypto-actifs. – Une fois agréés, les PSCA qui offrent un service d'exploitation d'une plateforme de négociation doivent garantir que leurs systèmes de négociation sont en mesure de prévenir et de détecter les abus de marché[252]. En outre, ils ont l'obligation d'informer leur autorité compétente lorsqu'ils constatent des cas d'abus de marché ou des tentatives d'abus de marché commis sur ou via leurs systèmes de négociation[253]. Ces dispositions constituent une réitération de l'obligation de prévention et de détection des abus de marché imposé par l'article 92 du règlement, et reprennent une terminologie plus proche de celle employée par MAR, se référant aux *« abus »* ou *« tentatives d'abus »*.

Ces mêmes prestataires doivent également veiller à ce que leurs structures tarifaires soient transparentes, équitables et non discriminatoires et à ce qu'elles ne créent pas d'incitations à passer,

[248] Directive 2014/65/UE.
[249] Directive (UE) 2015/2366.
[250] Règlement (UE) 2023/1114, art. 60, §1 à 7.
[251] Directive 2014/65/UE, Annexe I.
[252] Règlement (UE) 2023/1114, art. 76, §7, g.
[253] *Ibid*., art. 76, §8.

modifier ou annuler des ordres ou à exécuter des transactions d'une façon qui contribue à des conditions de négociation de nature à perturber le bon ordre du marché ou à des abus de marché[254].

109. – Des PSCA offrant d'autres types de services sont également visés par des dispositions spécifiques (**§3**).

§3. Les obligations spécifiques à d'autres prestataires de services sur crypto-actifs

110. Utilisation abusive des informations relatives aux ordres des clients. – Les prestataires qui exécutent des ordres pour le compte de tiers sont tenus d'établir une politique d'exécution des ordres qui empêche l'utilisation abusive de toute information relative aux ordres des clients par leurs salariés[255]. Une obligation analogue pèse sur les PSCA qui reçoivent et transmettent des ordres pour le compte de tiers[256].

Cette interdiction vise toute information, de sorte que MiCA ne se limite pas à prohiber l'utilisation abusive des seules informations privilégiées. Elle présente ainsi un champ d'application plus large que l'interdiction du *front running* au sens de l'article 87[257]. Dans cette perspective, un auteur s'est interrogé sur la possibilité de sanctionner, sur le fondement de cette disposition, l'exécution de transactions sur le fondement d'une information publique relative à une transaction future (*trading ahead*). Il a toutefois formulé des réserves quant à la nature *« abusive »* de cette utilisation, du fait du caractère librement accessible de l'information en cause[258]. C'est précisément la nature confidentielle des informations privilégiées qui fonde la répression de leur usage abusif. Toutefois, il serait possible de soutenir que même pour les informations publiquement accessibles dans la *mempool*, et selon le mécanisme de consensus retenu, seule une minorité d'utilisateurs disposant de compétences techniques avancées est en mesure d'agir rapidement et de manière rentable[259], ce qui engendre malgré tout une forme d'inégalité.

111. – Une fois les obligations de prévention et de détection des abus de marché analysées, il convient désormais de se pencher sur leur suite logique : la surveillance exercée par les autorités compétentes dans l'objectif de garantir la sanction efficace des infractions (**Chapitre 2**).

---

[254] *Ibid*., art. 76, §13 ; cons. 84.
[255] Règlement (UE) 2023/1114, art. 78, §2.
[256] *Ibid*., art. 80, §3.
[257] *Ibid*., art. 87, §1, b.
[258] M. BARCZENTEWICZ, A. DE GANDARA GOMES, "Crypto-Asset Market Abuse Under EU MiCA", *Cambridge University Press*, November 2024, p. 8.
[259] In Cyber News, « Le front running : duel invisible des transactions blockchain », février 2024 : https://incyber.org/article/le-front-running-duel-invisible-des-transactions-blockchain/

Chapitre 2. Une harmonisation incomplète des pouvoirs de sanction des autorités compétentes

112. Nécessité d'un système répressif efficace. – Le dernier aspect du dispositif relatif aux abus de marché à analyser peut sans doute être considéré comme l'un des plus importants. Dans tout dispositif de régulation financière, les sanctions représentent un élément fondamental, puisqu'elles assurent l'effectivité des règles dont elles sanctionnent la violation. Elles ont une visée punitive, puisqu'elles sanctionnent, mais également dissuasive, puisqu'elles découragent la récidive, et entretiennent ainsi un lien étroit avec le dispositif de prévention. La dissuasion repose en grande partie sur le montant des sanctions pécuniaires. Notamment, un principe économique bien établi postule que la dissuasion demeure inefficace tant que les gains escomptés d'une infraction dépassent les sanctions encourues ; et lorsque les sanctions de nature monétaire montrent leurs limites, il est essentiel d'avoir prévu des sanctions d'une nature différente[260]. En somme, un système répressif faible ou inadapté risque de fragiliser le dispositif en son intégralité.

Par ailleurs, la crédibilité du système de supervision européen, essentiel au maintien de l'intégrité et du bon fonctionnement des marchés financiers, repose sur des sanctions qui sont appliquées de manière cohérente[261], qu'il soit question d'instruments financiers ou de crypto-actifs. L'harmonisation des sanctions à travers l'Union empêche le recours aux pratiques de *forum shopping* en fonction des exigences variées des différentes autorités nationales, et contribue donc à la solidité du régime dans son ensemble.

113. Désignation d'une autorité compétente. – La répression des abus de marché sur crypto-actif prend la forme de la désignation, dans chaque État membre, d'une autorité compétente dotée d'une liste minimale de pouvoirs de surveillance, d'enquête et de sanction[262]. Aucune condition n'étant posée quant à la composition ou le mode de fonctionnement de ces autorités, les États membres sont libres dans leur choix[263].

La liste des autorités compétentes a été publié sur le site de l'ESMA[264]. La France a désigné l'AMF et l'ACPR, seule la première étant compétente pour le Titre VI de MiCA[265]. L'ordonnance du 15 octobre 2024 a précisé les compétences respectives des deux autorités[266], en attribuant à l'AMF la

---

[260] M. VENTUROZZO, S. MOCK, Market Abuse Regulation. Commentary and Annotated Guide, *Oxford University Press*, 2e édition, 2022, B.30.09.
[261] ESMA, *Actual use of sanctioning powers under MAD*, April 2012.
[262] Règlement (UE) 2023/1114, art. 93, §1.
[263] . VAN CLEYNENBREUGEL, "The New Regulatory Framework on Market Abuse Involving Crypto-Assets", *Les aspects juridiques de la blockchain et de ses applications, Volume 2 : Analyse du règlement MICA et autres questions choisies*, 2024, Anthemis, p. 199.
[264] Règlement (UE) 2023/1114, art. 93, §3.
[265] ESMA, *List of competent authorities designated under Article 93 of Regulation (EU) 2023/1114 Markets in Crypto-Assets Regulation (MiCA)*, mise à jour le 10 mars 2025 : https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2024-12/List_of_Competent_Authorities_notified_to_ESMA_under_MiCA.pdf.
[266] Ordonnance n°2024-936, art. 21 et 22.

compétence en matière de surveillance des abus de marché mentionnés aux articles 88 à 91 de MiCA, et ce même pour les établissements de crédit, entreprises d'investissement et établissements de monnaie électronique, sur lesquels l'ACPR exerce normalement son contrôle[267].

Lorsqu'un État membre désigne plusieurs autorités compétentes, il doit définir les missions de chacune et en déterminer celle qui servira de point de contact unique aux fins de la coopération administrative transfrontière avec les autres autorités nationales, l'EBA et l'ESMA.

114. Dispositif de coopération. – Le règlement déduit de la nature transfrontière des marchés de crypto-actifs la nécessité pour les autorités compétentes de coopérer entre elles pour détecter et décourager les abus de marché[268]. A cette fin, l'article concerné reprend presque à l'identique les dispositions équivalentes du règlement MAR[269], moyennant quelques différences rédactionnelles ainsi que quelques différences de fond, notamment la référence à l'ACER dans MAR et, dans MiCA, les renvois à l'EBA, du fait de sa compétence particulière en matière d'ART et d'e-MT. Cette coopération assure l'effectivité de la surveillance et des sanctions éventuellement prononcées. Elle permet d'éviter les chevauchements dans l'intervention de différentes autorités[270], et donc le risque de méconnaissance du principe *non bis in idem*.

Le dispositif de coopération pourrait s'avérer particulièrement utile, puisqu'il est question d'un domaine nouvellement régulé, et encore peu maitrisé par les autorités nationales. Si les raisonnements développés dans le cadre de la finance traditionnelle peuvent être partiellement transposés aux crypto-actifs, il n'en reste pas moins qu'ils présentent certaines spécificités qui, au fil du temps, révèleront sûrement les limites des pratiques actuellement connues des autorités de surveillance. Selon l'ESMA, les autorités nationales devraient s'informer mutuellement des mesures adoptées et échanger sur leurs expériences et sur les meilleures pratiques qu'elles auront identifiées[271].

115. Pouvoirs directement confiés à l'EBA. – Par exception, le règlement MiCA attribue à l'EBA une compétence spécifique s'agissant des jetons d'importance significative, qui revêtent une dimension systémique en raison des risques qu'ils posent pour la souveraineté monétaire et la stabilité financière. Plus précisément, les émetteurs de tels jetons sont soumis à la surveillance de l'EBA, qui dispose tant du pouvoir de prendre des mesures de surveillance que de celui d'imposer des amendes[272].

---

[267] C. mon. et fin., art. L. 612-1, I, A, 17° et L. 621-9, II, 21°.
[268] Règlement (UE) 2023/1114, cons. 100.
[269] Règlement (UE) 596/2014, art. 25.
[270] Règlement (UE) 2023/1114, art. 112, §2.
[271] ESMA, *Guidelines on supervisory practices for competent authorities to prevent and detect market abuse under the Markets in Crypto Assets Regulation (MiCA) – Final Report*, April 2025, p. 16, pt. 4.4 : https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2025-04/ESMA75-453128700-1408_Final_Report_MiCA_Guidelines_on_prevention_and_detection_of_market_abuse.pdf
[272] Règlement (UE) 2023/1114, cons., 106.

L'Annexe V du règlement MiCA, qui porte sur les infractions liées aux ART d'importance significative (sART), mentionne notamment la violation de l'article 88, c'est-à-dire le fait pour l'émetteur d'un tel jeton de ne pas rendre publiques dès que possible les informations privilégiées qui le concernent directement, d'une manière qui permette au public d'y accéder rapidement et de procéder à leur évaluation complète et correcte en temps voulu. La sanction de la violation des autres dispositions du Titre VI reste de la compétence des autorités nationales, même s'il est question de sART.

En revanche, si la violation des infractions liées aux e-MT d'importance significative (se-MT) permet également à l'EBA d'imposer des amendes administratives, les articles relatifs aux abus de marché ne figurent pas à l'Annexe VI, qui pose la liste des infractions concernées.

116. – Le cadre répressif mis en place par le règlement MiCA se déroule en deux phases. D'abord, les autorités compétentes se voient confier un pouvoir de surveillance (**Section 1**). Ensuite, elles ont été dotées du pouvoir de prononcer des sanctions dans les cas où l'exercice de cette surveillance révèlerait des infractions (**Section 2**). Ces deux volets ont fait l'objet d'un certain niveau d'harmonisation. Toutefois, la portée relativement limitée de cette harmonisation en matière pénale a pu susciter quelques préoccupations.

Section 1. Une harmonisation a minima des pouvoirs de surveillance

117. Surveillance et détection des abus de marché. – Dans son préambule, le règlement MiCA prévoit que les autorités compétentes devraient se voir accorder des pouvoirs suffisants pour surveiller l'émission, l'offre au public et l'admission à la négociation de crypto-actifs, mais aussi pour surveiller les prestataires de services sur crypto-actifs[273]. En effet, la surveillance du marché des crypto-actifs joue un rôle crucial dans la détection des abus de marché. Elle permet de contrôler les agissements des acteurs du marché en les plaçant sous la supervision d'une autorité compétente. Le suivi que celle-ci assure lui offre la possibilité d'identifier des anomalies ou des irrégularités révélatrices d'abus de marché et d'intervenir en conséquence.

La proximité rédactionnelle entre les deux règlements justifie que les autorités nationales puissent s'appuyer sur l'expérience acquise par l'application du règlement MAR. Toutefois, les particularités des marchés de crypto-actifs commandent une adaptation des pratiques de surveillance déjà connues par les autorités nationales. A cet égard, l'ESMA recommande de prêter une attention particulière aux abus qui découlent de la technologie DLT, notamment les pratiques abusives de MEV. Elle préconise également la surveillances active des réseaux sociaux, en raison du risque accru de diffusion de fausses informations qu'ils présentent en matière de crypto-actifs. Enfin, s'agissant des opérations d'initiés, elle souligne que les autorités nationales devraient surtout prendre en considération

[273] Règlement (UE) 2023/1114, cons. 98.

la possession d'informations privilégiées par des membres du réseau DLT, tels les mineurs et les validateurs[274].

118. – Pour exercer leur pouvoir de surveillance, les autorités nationales sont dotées d'une série de pouvoirs, certains généraux, d'autres spécifiques au Titre VI (**§1**). En outre, le règlement renforce l'harmonisation en précisant les pouvoirs de surveillance directs de l'EBA en matière de sART (**§2**).

§1. Le socle minimal de pouvoirs de surveillance dévolu aux autorités nationales

119. Pouvoirs de surveillance et d'enquête. – Le règlement MiCA prévoit une liste minimale de vingt-huit pouvoirs de surveillance et d'enquête dont devraient être dotées les autorités compétentes, conformément au droit national[275]. Parmi ceux-ci, il est possible de citer le pouvoir d'exiger de toute personne la fourniture d'information ou de documents que l'autorité estime susceptible d'être utiles[276], le pouvoir de procéder à des inspections sur place ou à des enquêtes sur des sites autres que les résidences privées de personnes physiques[277], ou encore le pouvoir d'exiger l'éviction d'une personne physique membre de l'organe de direction d'un émetteur d'ART ou d'un PSCA[278]. Les autorités devraient également pouvoir, lorsqu'elles ont des motifs raisonnables de soupçonner qu'il y aura violation du règlement MiCA, suspendre ou interdire la fourniture[279], l'offre au public ou l'admission à la négociation[280] de crypto-actifs.

120. Collaboration avec les autorités compétentes en matière de LCB-FT. – Tout comme dans le règlement MAR[281], le règlement MiCA prévoit des modalités d'exercice de ces pouvoirs : directement, en collaboration avec d'autres autorités, par délégation à ces autres autorités, ou par la saisine des juridictions compétentes.

La collaboration se déroule notamment avec les autorités compétentes en matière de lutte contre le blanchiment de capitaux et le financement du terrorisme, dans la mesure où les risques d'activités illicites liées au crypto-actifs sont relativement élevés[282]. Les crypto-actifs sont de plus en plus utilisés

[274] ESMA, *Guidelines on supervisory practices for competent authorities to prevent and detect market abuse under the Markets in Crypto Assets Regulation (MiCA) – Final Report*, April 2025, p. 16, pt. 4.3 : https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2025-04/ESMA75-453128700-1408_Final_Report_MiCA_Guidelines_on_prevention_and_detection_of_market_abuse.pdf
[275] Règlement (UE) 2023/1114, art. 94, §1.
[276] *Ibid*., §1, a.
[277] *Ibid*., §1, w.
[278] *Ibid*., §1, y.
[279] *Ibid*., §1, b ; c.
[280] *Ibid.*, §1, j ; m.
[281] Règlement (UE) 596/2014, art. 23, §1.
[282] ACPR-AMF, *Rapport du groupe de travail sur l'application des règles de LCB-FT au secteur des crypto-actifs,* Forum Fintech, mise à jour le 3 Janvier 2025 : https://acpr.banque-france.fr/fr/publications-et-statistiques/publications/forum-fintech-acpr-amf-publication-du-rapport-du-groupe-de-travail-sur-lapplication-des-regles-de

dans le cadre de cyberattaques[283] mais, en ce qu'ils permettent de conserver ou de transférer de la valeur, et ce dans un cadre numérique qui favorise le pseudonymat, voire l'anonymat[284], ils facilitent surtout la conversion de sommes issues d'activités criminelles et leur transfert à travers les frontières, sans qu'il soit possible d'identifier leurs bénéficiaires. Par ailleurs, le rapport annuel 2022 de TRACFIN les qualifiait de *« nouveau vecteur du financement du terrorisme djihadiste »*, en ce qu'ils permettaient la collecte de fonds pour le financement de ces organisations[285].

S'appuyant sur les recommandations du GAFI[286], l'UE a développé un véritable cadre règlementaire en matière de LCB-FT, qui a cependant pris une nouvelle dimension face à l'usage des crypto-actifs à des fins illicites. En 2019, l'ACPR considérait alors que cette menace était modérée[287], tant concernant le blanchiment que le financement du terrorisme, en raison de la volatilité et du manque de liquidité de certains crypto-actifs. Toutefois, face à l'augmentation significative de leur utilisation depuis cette date, elle a qualifié cette menace de *« très élevée »* en 2023[288], appelant à un suivi très rapproché.

Les risques présentés par les crypto-actifs en la matière ont d'abord été pris en considération par la directive AMLD 5[289]. Des exigences de traçabilité renforcée ont été imposées aux PSCA par la refonte du règlement TFR 2, adoptée le même jour que MiCA[290]. Enfin, le cadre européen de la LCB-FT a été renforcé par le règlement AMLA[291], établissant, à Francfort, l'Autorité de lutte contre le blanchiment de capitaux et le financement du terrorisme (AMLA).

L'augmentation significative de l'utilisation des crypto-actifs en l'espace de quatre ans appelle une réflexion sur la rapidité d'évolution de ces marchés et à l'éventualité d'une nouvelle intervention en matière d'abus de marché. Toutefois, il conviendrait sûrement que les acteurs concernés commencent

---

[283] Par exemple, les logiciels rançonneurs (*ransomware*), qui cryptent des fichiers et exigent le paiement d'une rançon pour leur décryptage.
[284] Interview de Denis BEAU, Premier sous-gouverneur de la Banque de France, « Les crypto-actifs restent particulièrement utilisés pour des activités illicites, tels les rançongiciels et le financement du terrorisme », *L'Opinion*, 28 janvier 2025.
[285] Tracfin, LCB-*FT : état de la menace 2022-2023, Rapport annuel 2022*, mise à jour le 10 octobre 2023 : https://www.economie.gouv.fr/tracfin/lcb-ft-etat-de-la-menace-2022-2023
[286] GAFI (2012-2025), *Recommandations du GAFI - Normes internationales sur la lutte contre le blanchiment de capitaux et le financement du terrorisme et de la prolifération*, mise à jour février 2025 : www.fatf-gafi.org/fr/publications/recommandationsgafi/documents/recommandations-gafi.html
[287] ACPR, *Analyse sectorielle des risques de blanchiment de capitaux et de financement du terrorisme en France*, décembre 2019, p. 59.
[288] ACPR, *Analyse sectorielle des risques de blanchiment de capitaux et de financement du terrorisme en France*, juin 2023, p. 90.
[289] Directive (UE) 2018/843 du 30 mai 2018 relative à la prévention de l'utilisation du système financier aux fins du blanchiment de capitaux ou du financement du terrorisme.
[290] Règlement (UE) 2023/1113 du 31 mai 2023 sur les informations accompagnant les transferts de fonds et de certains crypto-actifs.
[291] Règlement (UE) 2024/1620 du 31 mai 2024 instituant l'Autorité de lutte contre le blanchiment de capitaux et le financement du terrorisme.

d'abord par s'adapter pleinement au régime institué par MiCA avant d'envisager un éventuel renforcement de ses exigences.

121. Pouvoirs spécifiques à la mise en œuvre du Titre VI. – En plus de ces pouvoirs généraux, le règlement requiert que les autorités soient dotées de huit pouvoirs complémentaires, spécifiques à l'accomplissement de leurs missions en vertu du Titre VI[292]. De façon non exhaustive, il s'agit notamment de la possibilité de pénétrer dans les locaux de personnes physiques et morales afin de saisir des documents et des données lorsqu'il existe une suspicion raisonnable qu'ils pourraient se révéler importants pour apporter la preuve d'un cas d'opération d'initié ou de manipulation de marché[293], du pouvoir de renvoyer une affaire à des fins de poursuites pénales[294], ou encore du pouvoir d'interdire temporairement l'exercice de l'activité professionnelle[295].

Les autorités compétentes peuvent également se faire remettre, dans la mesure où le droit national l'autorise, les enregistrements existants d'échanges de données détenus par un opérateur de télécommunications, lorsqu'il existe une suspicion raisonnable d'infraction et que de tels enregistrements peuvent se révéler pertinents pour une enquête[296]. Cette prérogative, formulée de la même manière à l'article 23 du règlement MAR[297], a donné lieu à un contentieux fondé sur la protection de la vie privée et des données personnelles. Dans une affaire concernant une enquête diligentée par l'AMF, qui avait donné lieu à la transmission, au PNF, de données à caractère personnel[298], la CJUE a pu retenir que cette disposition devait être interprétée en ce sens qu'elle n'autorise pas *« une conservation généralisée et indifférenciée des données relatives au trafic et des données de localisation aux fins de la lutte contre des infractions d'abus de marché »*[299]. Les poursuites avaient été engagées sur le fondement de l'ancien article L. 621-10 du Code monétaire et financier, devenu L. 621-10-2 à la suite d'une loi de 2018[300]. L'ordonnance du 15 octobre 2024[301] a précisé que cet article est également applicable à la recherche des abus de marché définis par le règlement MiCA[302], ce qui laisse supposer que la jurisprudence de la CJUE s'étendra probablement aux demandes de communication de données personnelles effectuées dans ce cadre.

122. – Des règles spécifiques s'appliquent à la surveillance des émetteurs de sART (**§2**).

---

[292] Règlement (UE) 2023/1114, art. 94, §3.
[293] Règlement (UE) 2023/1114, §3, c.
[294] *Ibid*., §3, d.
[295] *Ibid*., §3, g.
[296] *Ibid*., §3, e.
[297] Règlement (UE) 596/2014, art. 23, §2, h.
[298] CJUE, 20 sept. 2022, aff. C-339/20 et C-397/20.
[299] P. VAN CLEYNENBREUGEL, "The New Regulatory Framework on Market Abuse Involving Crypto-Assets", *Les aspects juridiques de la blockchain et de ses applications, Volume 2 : Analyse du règlement MICA et autres questions choisies*, 2024, Anthemis, p. 200.
[300] Loi n° 2018-898 du 23 octobre 2018.
[301] Ordonnance n°2024-936.
[302] C. mon. et fin., art. L. 621-10-2, al. 1.

§2. Les pouvoirs spéciaux de surveillance de l'EBA quant aux émetteurs de stablecoins d'importance significative

123. Pouvoirs. – La commission d'une des infractions reprises à l'Annexe V de MiCA, dont notamment la violation de l'article 88 sur la publication des informations privilégiées, donne le droit à l'EBA de prendre un certain nombre de mesures de surveillance. Entre autres, elle peut exiger que l'émetteur de sART mette fin à l'infraction ou qu'il fournisse des informations supplémentaires. Elle peut interdire une offre au public, voire retirer l'agrément de l'émetteur en question[303].

Par ailleurs, le simple fait que l'EBA ait des soupçons quant à la commission d'une infraction figurant à l'Annexe V suffit à lui permettre de désigner un enquêteur indépendant, qui aura accès à tous les documents et informations recueillis par l'Autorité dans l'exercice de ses activités de surveillance, et qui établira un dossier sur la base duquel l'EBA décidera si une infraction a effectivement été commise[304].

Cette compétence directe reflète la volonté du législateur européen d'encadrer strictement certains acteurs en garantissant leur traitement homogène, ces acteurs étant considérés comme sensibles en raison de leur impact potentiel sur la stabilité financière.

124. – Une fois le dispositif de surveillance exposé, il convient désormais de s'intéresser aux pouvoirs de sanction dévolus aux autorités nationales (**Section 2**).

Section 2. Une harmonisation incomplète des pouvoirs de sanction

125. Sanctions administratives et pénales. – Les pouvoirs de surveillance s'accompagnent logiquement d'un dispositif de sanctions, permettant aux autorités nationales, ainsi qu'à l'EBA pour ce qui relève de sa compétence, d'imposer des sanctions aux émetteurs, aux offreurs et aux personnes qui demandent l'admission à la négociation de crypto-actifs, ainsi qu'aux PSCA[305].

À l'instar du régime applicable en matière d'instruments financiers, le règlement MiCA prévoit la coexistence de sanctions administratives et de sanctions pénales. Ce choix traduit, là encore, une reprise de la structure du cadre institué par le règlement MAR. Il en résulte que nombre des problématiques soulevées par l'application de ce dernier et les réponses qui y ont été apportées seront transposables dans le contexte des crypto-actifs. Les questions telles que le cumul des sanctions administratives et pénales et le respect du principe *non bis in idem* devront sûrement être abordées dans les mêmes termes.

[303] Règlement (UE) 2023/1114, art. 130, §1.
[304] Règlement (UE) 2023/1114, art. 134.
[305] Règlement (UE) 2023/1114, cons. 99.

126. – En premier lieu, le règlement prévoit la possibilité de prononcer un ensemble déterminé de sanctions administratives (**§1**). En second lieu, il reconnait aux États membres la faculté d'opter pour une répression exclusivement pénale des abus de marché, ou de la combiner avec le régime administratif (**§2**).

§1. L'harmonisation a minima des sanctions et mesures administratives

127. – Il convient tout d'abord d'exposer les sanctions et mesures administratives qui peuvent être prononcées par les autorités compétentes nationales (**A**), avant d'envisager brièvement les pouvoirs spéciaux de l'EBA (**B**).

A. Le socle minimal de sanctions et mesures administratives dévolu aux autorités nationales

128. Exigences minimales de sanctions et mesures administratives. – Les États membres sont tenus d'octroyer à leurs autorités nationales les pouvoirs nécessaires pour infliger des sanctions administratives et adopter d'autres mesures administratives en matière d'abus de marché. Cette obligation s'étend également aux situations de refus de coopération dans le cadre de l'exercice, par les autorités, de leurs pouvoirs d'enquête et de surveillance, lesquels leur sont conférés spécifiquement pour l'accomplissement de leurs missions en vertu du Titre VI[306].

Les États membres ne disposent pas d'une liberté totale dans le choix des sanctions et mesures administratives que peuvent adopter les autorités compétentes. À l'instar du règlement MAR, le règlement MiCA fixe un seuil minimal de sanctions et de mesures à prévoir. Il établit ainsi une liste de dix sanctions et mesures que les autorités doivent pouvoir mettre en place.

Les sanctions pécuniaires maximales sont plus ou moins les mêmes que celles prévues par le règlement MAR[307]. A titre d'exemple, pour les personnes physiques, il s'agit d'au moins 1 000 000 euros pour la publication des informations privilégiées, et de 5 000 000 euros en cas d'opérations d'initiés, de divulgation illicite d'informations privilégiées et de manipulation de marché. Contrairement à MAR, les obligations de prévention et de détection des abus de marché sont soumises au seuil de 5 000 000 euros au lieu de 1 000 000 euros. Les amendes prévues pour les listes d'initiés et les transactions des dirigeants sont absentes, puisque ces dispositions n'ont pas été reprises par MiCA.

Les autres sanctions sont également quasiment identiques, les principales différences étant dues à des reformulations. Pour en citer quelques-unes, il s'agit d'injonctions ordonnant de mettre fin au comportement constitutif de l'infraction, de la restitution des profits obtenus, et du retrait ou suspension de l'agrément.

[306] Règlement (UE) 2023/1114, art. 111, §1, e et f.
[307] Règlement (UE) 596/2014, art. 30, 2, i et j.

Le règlement n'offre qu'un seuil minimum de sanctions administratives. Les États membres peuvent doter leurs autorités de pouvoirs supplémentaires, et prévoir des niveaux de sanctions plus élevés[308].

129. Exercice des pouvoirs de sanction. – Pour encadrer le prononcé des sanctions, le règlement établit une liste de multiples facteurs que les autorités doivent prendre en compte au cas par cas pour déterminer la nature et le niveau des sanctions ou mesures administratives à appliquer[309]. La liste s'inspire fortement de celle prévue par le règlement MAR[310]. Les autorités sont tenues de considérer la gravité et la durée de l'infraction, la situation de la personne responsable, c'est-à-dire son degré de responsabilité, son assise financière ou encore sa coopération avec l'autorité compétente, ainsi que l'importance des gains qu'elle a obtenus ou des pertes qu'elle a évitées.

Par ailleurs, quelques nouveaux facteurs ont été intégrés. Les autorités doivent ainsi se préoccuper de la question de savoir si l'infraction a été commise délibérément ou par négligence, des pertes subies par des tiers, mais aussi de l'incidence de l'infraction sur les intérêts des détenteurs de crypto-actifs et des clients de prestataires de services sur crypto-actifs, en particulier les détenteurs de détail. Ce dernier critère traduit la prise en compte par le législateur européen du fait que le marché des crypto-actifs est de plus en plus intéressant pour les investisseurs particuliers[311]. Par exemple, l'avènement des *memecoins* – crypto-actifs inspirés par des mèmes[312], images humoristiques diffusées largement sur Internet[313] – a permis de démocratiser l'investissement en crypto-actifs en le rendant celui-ci plus *« amusant »* et accessible aux jeunes.

130. Dispositions complémentaires. – Enfin, les décisions prises par les autorités nationales doivent être motivées et susceptibles de recours[314]. Par ailleurs, celles qui infligent une sanction ou une mesure administrative doivent être publiées sur le site internet des autorités nationales[315]. Cette publication participe de l'effet dissuasif du dispositif, encourage la bonne conduire des acteurs, et contribue à informer le marché sur les comportements constitutifs d'une infraction[316]. Les modalités de publication et de différé ne changent pas par rapport à MAR. En outre, des informations agrégées sur toutes les sanctions et mesures prononcées doivent être communiquée à l'ESMA et l'EBA annuellement[317].

---

[308] Règlement (UE) 2023/1114, art. 111, §6.
[309] *Ibid*., cons. 99 et art. 112, §1.
[310] Règlement (UE) 596/2014, art. 31, §1.
[311] H. SHEIKH, "Retail investors will dominate the crypto markets", *Cointelegraph*, March 24, 2025 : https://cointelegraph.com/news/retail-investors-will-dominate-crypto
[312] D. LEGEAIS, *Blockchain et crypto-actifs*. LexisNexis, 3e édition, 2025, p. 108.
[313] *Le Robert Illustré*, Le Robert, 2024, p. 1247.
[314] Règlement (UE) 2023/1114, art. 113, §1.
[315] *Ibid*., art. 114.
[316] Règlement (UE) 596/2014, cons. 73.
[317] Règlement (UE) 2023/1114, art. 115.

131. – En dehors des pouvoirs reconnus aux autorités nationales, l'EBA dispose également de prérogatives spécifiques en matière de sanctions administratives en ce qui concerne les sART (**B**).

B. Les pouvoirs spéciaux de sanction de l'EBA quant aux émetteurs de stablecoins d'importance significative

132. Pouvoirs. – L'EBA peut infliger des amendes administratives à un émetteur de sART, lorsqu'elle constate que celui-ci a violé son obligation, imposée par l'article 88 de MiCA, de publier les informations privilégiées qui le concernent directement[318]. Ces amendes sont plafonnées à 12,5 % du chiffre d'affaires annuel réalisé au cours de l'exercice précédent, ou de deux fois le montant des profits obtenus du fait de l'infraction ou des pertes qu'elle a permis d'éviter, s'ils peuvent être déterminés.

Les critères d'appréciation de la nature et du montant des amendes sont essentiellement les mêmes que ceux prévus pour les autorités nationales, avec quelques spécificités. Entre autres, l'EBA doit vérifier si l'infraction a révélé des faiblesses sérieuses ou systémiques affectant les procédures, les politiques et les mesures de gestion des risques de l'émetteur du sART.

Le règlement délégué du 22 février 2024[319] est venu préciser les règles de procédure applicables à l'exercice de ce pouvoir de sanction.

133. – L'essentiel des incertitudes relatives à l'efficacité du système de sanction instauré par MiCA se rapporte à la marge d'appréciation reconnue aux États membres, consistant en la possibilité d'opter pour des sanctions pénales plutôt qu'administratives (**§2**).

§2. La faculté de substitution des sanctions administratives par des sanctions pénales

134. Distinction. – Selon un critère organique de distinction, les sanctions administratives relèvent du pouvoir de sanction d'une autorité administrative, tandis que les sanctions pénales sont prononcées par un juge dans le cadre d'une procédure pénale[320].

Il est impossible d'affirmer, de manière absolue, que l'une de ces voies de répression est plus efficace que l'autre. Les sanctions pénales présentent une portée symbolique et sociale plus marquée, car les peines d'emprisonnement ont un effet psychologique fort sur l'auteur de l'infraction et traduisent une désapprobation plus marquée de la part de la société. À l'inverse, les sanctions administratives apparaissent plus neutres et moins stigmatisantes[321]. Il est parfois souligné que le recours aux sanctions

[318] Règlement (UE) 2023/1114, art. 131, §1.
[319] Règlement délégué (UE) 2024/1504.
[320] E. ROSENFELD, J. VEIL, « Sanctions administratives, sanctions pénales », Pouvoirs (2009/1 n° 128).
[321] M. KÄRNER, "Interplay between European Union criminal law and administrative sanctions : Constituent elements of transposing punitive administrative sanctions into national law", *New Journal of European Criminal Law*, 2022, 13(1), 42-68 : https://doi.org/10.1177/20322844221085918

administratives permettrait de pallier certaines faiblesses des systèmes pénaux, notamment la lenteur des procédures et le manque, parfois observé, de spécialisation des juridictions en matière financière[322]. La doctrine souligne toutefois que, malgré leurs avantages, les sanctions administratives offrent un niveau de garanties procédurales généralement inférieur à celui des sanctions pénales, et ce même si elles relèvent également du champ d'application de l'article 6 de la CESDH[323]. Il est en effet admis que la protection de certaines normes jugées de moindre importance ne soit garantie qu'au stade des recours[324].

135. Existence d'une alternative. – Le règlement MiCA permet aux États membres de ne pas adopter les règles relatives aux sanctions administratives lorsque les abus de marché sont déjà réprimés par des sanctions pénales dans leur droit national au 30 juin 2024[325]. En conséquence, dans les États où ces abus ne faisaient pas l'objet de sanctions pénales à cette date, les sanctions administratives prévues par MiCA s'appliqueront ; les autres États membres pourront choisir d'écarter les sanctions administratives au profit des sanctions pénales existantes ou de maintenir les deux régimes cumulativement. Cette alternative n'est pas nouvelle, puisqu'elle figurait déjà dans le règlement MAR [326]. Elle reflétait une concession visant à prendre en considération la diversité des traditions juridiques, notamment en ce qui concerne la distinction entre sanctions administratives et sanctions pénales[327].

136. Cumul des sanctions pénales et administratives. – Les sanctions pénales nationales peuvent venir en complément des sanctions administratives prévues par le règlement. Ce cumul est de nature à renforcer l'efficacité de la lutte contre les abus de marché. Mais en matière de crypto-actifs comme en matière d'instruments financiers, l'application de sanctions pénales en plus de sanctions administratives ne doit pas entrainer une violation du principe *non bis in idem* tel qu'appliqué par la jurisprudence de la CJUE[328].

137. Application exclusive de sanctions pénales. – A la différence de MiCA, le règlement MAR était accompagné de la directive MAD, qui établissait précisément des sanctions pénales applicables aux abus de marché [329]. Il s'agissait d'un emploi par l'Union, dans les domaines ayant fait l'objet d'une harmonisation, de sa faculté d'imposer, par voie de directive, des règles minimales en matière de sanctions pénales lorsque *« le rapprochement des dispositions législatives et réglementaires*

[322] E. DEZEUZE, « Abus de marché : de la coexistence à la coordination des procédures répressives administrative et pénale ? », *RD bancaire et fin.*, mars-avril 2013, dossier 18.
[323] M. VENTUROZZO, S. MOCK, Market Abuse Regulation. Commentary and Annotated Guide, *Oxford University Press*, 2e édition, 2022, B.30.25.
[324] F. BOUAZIZ, E. DEZEUZE, M. FRANÇON, D. MARTIN, R. SALOMON, *Les abus de marché*, LexisNexis, 2e édition, 2021, p. 542.
[325] Règlement (UE) 2023/1114, art. 111, §1.
[326] Règlement (UE) 596/2014, art. 30, §1.
[327] . VENTUROZZO, S. MOCK, *ibid*.
[328] CJUE 20 mars 2018, *Menci*, aff. C-524/15 ; *Garlsson Real Estate*, aff. C-537/16 ; *Di Puma*, aff. C-596/16.
[329] Directive 2014/57/UE du 16 avril 2014 relative aux sanctions pénales applicables aux abus de marché (directive relative aux abus de marché).

des États membres en matière pénale s'avère indispensable pour assurer la mise en œuvre efficace d'une politique de l'Union »[330]. A cet effet, la directive venait compléter le règlement en érigeant en infractions pénales les violations jugées les plus graves, et en fixant des règles minimales pour leur répression.

A défaut d'une telle directive, l'option en faveur d'un régime répressif exclusivement pénal comporte le risque d'une harmonisation lacunaire des sanctions des abus de marché. La directive MAD avait précisément été adoptée du fait du constat de l'insuffisance de l'adoption de sanctions administratives par les États membres pour assurer le respect des règles relatives aux abus de marché[331]. Le législateur européen avait d'ailleurs relevé qu'en l'absence d'un socle commun de sanctions pénales dans l'UE, les auteurs d'abus de marché pourraient profiter de l'existence de régimes plus souples dans certains États membres[332]. En effet, en l'absence d'exigences minimales en matière pénale, rien ne permet d'assurer que les sanctions prévues par les différents États seront suffisamment efficaces, proportionnées et dissuasives, puisque leur portée restera à la discrétion de chacun d'eux. Certains considèrent ainsi que celle flexibilité risque d'affaiblir le dispositif répressif prévu par MiCA, en introduisant de potentielles divergences entre les États membres[333].

En outre, le maintien exclusif d'une voie pénale pourrait exposer le répression des abus de marché aux faiblesses précités de la justice pénale, telles les délais de procédure et la complexité technique de certaines affaires[334].

Toutefois, il convient de rappeler que le marché des crypto-actifs est loin d'atteindre le degré de maturité connu par le marché des instruments financiers. La réglementation des abus de marché en la matière est encore à ses prémices, comme le témoigne le fait qu'elle ne représente d'ailleurs que sept articles au sein du règlement MiCA, lequel a une vocation plus générale de règlementation des marchés sur crypto-actifs. A l'inverse, le couple MAR-MAD s'inscrivait dans le cadre d'une réforme d'un régime européen préexistant[335], reprenant les bases de la directive antérieure tout en élargissant son champ et renforçant son efficacité[336].

Il ne faut pas non plus perdre de vue que l'un des objectifs de MiCA était justement de mette en place un cadre règlementaire simplifié, pour ne pas surcharger les PME. Dès lors, l'absence d'une directive sur les sanctions pénales n'est pas si surprenante, et ne constituerait pas tant une lacune qu'une

---

[330] TFUE, art. 83, §2.
[331] Directive 2014/57/UE, cons. 5.
[332] *Ibid*., cons. 7.
[333] I. BARSAN, "Are MiCAR's Market Abuse Rules Useful? A critical analysis of the market abuse rules under MiCAR", December 2024, p. 3.
[334] E. DEZEUZE, « Abus de marché : de la coexistence à la coordination des procédures répressives administrative et pénale ? », *RD bancaire et fin.*, mars-avril 2013, dossier 18.
[335] Directive 2003/6/EC.
[336] European Commission, "Understanding... EU market abuse rules", July 2016 : https://ec.europa.eu/newsroom/fisma/items/33148/en

approche progressive dans la règlementation du monde des actifs numériques. Si elle s'avère nécessaire, celle-ci viendra sûrement dans l'avenir, une fois que le marché des crypto-actifs aura atteint un niveau de maturité suffisant et que ses acteurs auront acquis une connaissance adéquate de la règlementation financière, justifiant un renforcement du cadre applicable.

Enfin, le règlement MiCA ne reprend pas le considérant de MAR selon lequel le choix de maintenir des sanctions pénales plutôt qu'administratives ne saurait porter atteinte à la capacité des autorités compétentes à coopérer entre elles et à échanger des informations[337]. Mais il prévoit expressément que les États membres ayant opté pour des sanctions pénales doivent veiller à ce que leurs autorités compétentes disposent de tous les pouvoirs nécessaires pour échanger avec les autorités judiciaires de leur territoire, et impose la communication des informations relatives aux enquêtes et procédures en cours aux autorités compétentes des autres États membres[338]. La mise en place de sanctions pénales est également accompagnée d'une obligation de *reporting* annuelle qui nécessite de la part des autorités compétentes qu'elles fournissent à l'EBA et à l'ESMA des données anonymisées et agrégées concernant l'ensemble des enquêtes pénales menées et des sanctions pénales imposées[339].

L'option pour des sanctions pénales plutôt qu'administratives ne fragilise donc pas en pratique l'efficacité de l'architecture de la surveillance au niveau européen. Une continuité est assurée dans l'échange d'informations au sein de l'Union, indépendamment de la nature pénale ou administrative des sanctions retenues par les États membres.

138. Choix de la législation française. – La France a choisi d'étendre aux crypto-actifs les sanctions pénales applicables aux instruments financiers[340]. L'ordonnance du 15 octobre 2024[341] a procédé à l'ajout du terme *« crypto-actifs »* aux différentes dispositions de la section afférente aux atteintes à la transparence des marchés, étendant leur champ d'application. La section en question prévoit expressément son application aux *« crypto-actifs au sens du règlement (UE) 2023/114 du Parlement européen et du Conseil du 31 mai 2023 sur les marchés de crypto-actifs négociés sur une plate-forme de négociation ou pour lesquels une demande d'admission à la négociation sur une plate-forme de négociation a été présentée »*, réitérant l'article 86 de MiCA.

Entre autres, le fait, par toute personne qui dispose d'une information privilégiée en connaissance de cause, de faire usage de cette information privilégiée en réalisant des opérations sur les crypto-actifs concernés par cette information est puni de cinq ans d'emprisonnement et de 100 millions d'euros d'amende[342]. Les mêmes peines sont applicables aux personnes dont le comportement donne ou

[337] Règlement (UE) 596/2014, cons. 72.
[338] Règlement (UE) 2023/1114, art. 95, §1.
[339] *Ibid*., art. 115, §1.
[340] C. mon. et fin., Livre IV, Titre VI, Chapitre V, Section 1, art. L. 465-1 à L. 465-3-6.
[341] Ordonnance n°2024-936, art. 12.
[342] C. mon. et fin., art. L. 465-1, I, A.

est susceptible de donner des indications trompeuses sur la demande ou le prix d'un crypto-actif ou qui fixe ou est susceptible de fixer à un niveau anormal ou artificiel le prix d'un crypto-actif[343].

Quant aux sanctions administratives, elles sont maintenues. Bien que le règlement soit d'application directe[344], la liste des sanctions et mesures administratives susceptibles d'être prononcées en cas d'abus de marché sur crypto-actifs est reprises à l'article L. 621-15 du Code monétaire et financier[345]. Le texte rajoute l'avertissement et le blâme.

En apparence, cet article donne l'impression d'un traitement différencié des sanctions administratives et pénales par le législateur français. En effet, le Code monétaire et financier soumet les auteurs d'abus de marché à des sanctions pénales identiques, que l'objet de l'abus ait été un instrument financier ou un crypto-actif au sens de MiCA. Au contraire, les sanctions administratives spécifiquement applicables aux abus de marché sur crypto-actifs sont énoncées de manière distincte. En réalité, la différence n'est que formelle, puisque les sanctions prévues par MAR et par MiCA sont quasiment identiques, moyennant quelques changements dans la rédaction.

139. Conclusion. – *In fine*, s'il est vrai que le dispositif de prévention des abus de marché dans le cadre de MiCA reprend la trame générale du règlement MAR, il s'en distingue par de nombreuses simplifications et adaptations pensées pour répondre au mieux aux besoins et aux profils des acteurs du monde des crypto-actifs. Toutefois, la disparition de certaines obligations, motivée par la volonté d'alléger la charge règlementaire des acteurs visés, interroge sur la cohérence globale du système. Est-il réellement possible de retrancher certains éléments de MAR tout en maintenant son efficacité ? Il ne faut pas non plus perdre de vue les incertitudes relatives au champ d'application des obligations de prévention.

Quant à lui, le régime des sanctions des abus de marché sur les crypto-actifs s'éloigne peu de celui institué pour les instruments financiers. Aucune simplification majeure n'a été opérée, si ce n'est l'absence de norme européenne en matière de sanctions pénales. Par ailleurs, les adaptations aux particularités des crypto-actifs sont limitées, à l'exclusion de la prise en compte de la technologie DLT au stade de la surveillance, ainsi que des pouvoirs spéciaux de l'EBA pour les actifs significatifs. Cette proximité avec le règlement MAR pourrait traduire la volonté de maintenir un cadre répressif dont l'efficacité a déjà été prouvée. Il reste à déterminer si l'avenir verra un renforcement du dispositif répressif par l'introduction d'exigences minimales de sanctions pénales. Par ailleurs, l'expérience

[343] C. mon. et fin., art. L. 465-3-1, I, A.
[344] TFUE, art. 288.
[345] Ordonnance n°2024-936, art. 22.

permettra sans doute de clarifier les moyens de détection des personnes responsables, et des entités susceptibles d'être sanctionnées.

Conclusion

140. – Les différentes limites évoquées tout au long de cette étude semblent induire une réponse négative à la question soulevée en introduction. Une lecture plus fine révèle toutefois une réalité plus nuancée.

Toute la difficulté réside dans le fait que le règlement MiCA essaye d'appréhender des problématiques nouvelles, mais avec des moyens élaborés dans un cadre ancien. Il reprend la structure du règlement MAR et, pour une part importante de ses dispositions, se limite à une légère reformulation et à la substitution des termes *« instruments financiers »* par *« crypto-actifs »*, *« investisseur »* par *« détenteur »* et *« cours »* par *« prix »*. Cette proximité, à la fois structurelle et textuelle, justifie que le règlement MAR puisse servir de point d'appui, et que les solutions développées sur son fondement soient transposables en matière de crypto-actifs, sous réserve, bien entendu, des incompatibilités liées à la nature des actifs en question[346].

Cependant, le règlement MiCA ne renvoie pas expressément au règlement MAR comme point de référence pour l'interprétation d'éventuelles lacunes ; or, de nombreuses omissions traversent le Titre VI de MiCA. Faute d'indication dans les considérants, il n'est pas aisé de déduire quand une omission devrait être interprétée comme un oubli à combler, par analogie, avec MAR, et quand elle traduirait une volonté délibérée du législateur européen de s'écarter d'un point précis. D'ailleurs, le fait même d'avoir opté pour un texte spécifique semble suggérer qu'il ne suffirait pas de transposer telles quelles les solutions développées sur le fondement du règlement MAR.

Compte tenu de l'objectif d'allègement du régime pour les PME, la suppression de certaines obligations, notamment celles relatives au devoir de divulgation, comme la tenue de listes d'initiés, paraît cohérente, sauf à considérer que ces obligations font partie d'un ensemble cohérent, dont l'efficacité globale pourrait souffrir de tels retranchements. D'autres suppressions soulèvent davantage de difficultés d'interprétation, notamment celle des comportements légitimes ou encore des listes de pratiques de marché admises. L'absence de ces exemptions ou, du moins, de la certitude de ces exemptions, peut paraître difficilement conciliable avec la volonté d'avoir un régime plus proportionné à la taille des acteurs considérés[347].

Les difficultés provoquées par cette reprise partielle du règlement MAR poussent la doctrine à suggérer qu'il aurait été plus simple d'élargir son champ d'application pour inclure les crypto-actifs[348]. En effet, cette solution aurait offert le plus de sécurité juridique. Toutefois, une telle option n'aurait pas

[346] GALLAND Maxime, « Le projet de Règlement MiCA adopté en avril 2023 par le Parlement européen parachève le cadre dédié à la prévention et à la répression des abus de marché impliquant des crypto-actifs », *Banque et Droit*, mai-juin 2023, n°209.
[347] I. BARSAN, "Are MiCAR's Market Abuse Rules Useful? A critical analysis of the market abuse rules under MiCAR", December 2024.
[348] *Ibid*.

permis d'adapter les règles en question aux spécificités des acteurs, principalement des PME et des *start-up*[349], mais aussi aux particularités techniques des crypto-actifs et aux nouvelles formes d'abus spécifiques qu'elles peuvent engendrer.

Reste à savoir si les spécificités des crypto-actifs ont réellement été prises en compte par le règlement MiCA. Il a été mis en avant, au cours de ces développements que, si la prise en compte de ces particularités a été annoncée dans le texte[350], leurs implications concrètes ne semblent pas avoir été pleinement intégrées dans le Titre VI[351]. Ainsi, bien que les dispositions relatives aux opérations d'initiés tiennent compte des membres de la technologie DLT, les règles sur les manipulations de marché ne présentent, quant à elles, aucune adaptation notable. Cela peut surprendre, dans la mesure où ce champ constitue un terrain privilégié pour l'émergence de nouvelles formes d'abus[352]. Bien sûr, les rapports de l'ESMA et tout autre documentation à venir préciseront davantage les détails qu'un texte règlementaire général ne peut prévoir lui-même.

141. – Cela dit, il est possible de répondre à ces remarques que le but du législateur n'était pas, à ce stade quasi-embryonnaire de la règlementation des crypto-actifs, de prendre en compte leurs spécificités. A ce stade, le but a simplement été d'offrir un cadre minimum, inspiré de celui déjà connu par les marchés financiers. Le règlement MiCA offre, concrètement, un droit financier dilué, y compris en matière d'abus de marché.

L'ESMA affirme vouloir à la fois tirer parti de l'expérience acquise dans l'application du règlement MAR et adapter les règles aux spécificités du marché des crypto-actifs[353]. La reprise de MAR et les adaptations limitées sont sûrement le résultat de la mise en balance de ces deux objectifs. Le marché en question n'a pas atteint la maturité qui est celle du marché des instruments financiers. Ses acteurs ne seraient capables ni d'assumer la charge entière du règlement MAR, ni celle d'un régime totalement nouveau, sans aucun précédent pouvant servir de guide interprétatif. Les parallèles qui ont pu être dressés entre MAR et MiCA tout au long de cette analyse sont donc des sources de prévisibilité.

Une règlementation lourde à un stade précoce du développement d'un marché serait susceptible de freiner l'innovation et, *a fortiori*, de nuire au marché[354]. Même si l'incertitude créée par les nombreuses omissions de MiCA est discutable, une partie des dispositions supprimées résultent

[349] Règlement (UE) 2023/1114, cons. 95.
[350] Règlement (UE) 2023/1114, cons. 96.
[351] D. LEGEAIS, O. LYON LYNCH, « Règlement MiCA et réglementation des abus de marché », *RD bancaire et fin.*, septembre-octobre 2023, dossier 30.
[352] J. LEE, L. SCHU, "Market abuse in the crypto-assets market: same risks, same activities, and same regulatory outcomes ?", *A Research Agenda for Financial Law and Regulation*, 21 Jan 2025.
[353] ESMA, *Guidelines on supervisory practices for competent authorities to prevent and detect market abuse under the Markets in Crypto Assets Regulation (MiCA) – Final Report*, April 2025, p. 5 : https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2025-04/ESMA75-453128700-1408_Final_Report_MiCA_Guidelines_on_prevention_and_detection_of_market_abuse.pdf
[354] M. DRAGHI, *The future of European competitiveness, Part A | A competitiveness strategy for Europe*, p. 8.

sûrement de décisions conscientes, visant à ne pas surcharger un marché encore en développement. Il s'agit du premier texte règlementant de nombreux aspects du régime des crypto-actifs. Le législateur européen aura l'occasion de réintervenir dans le domaine et de renforcer ses exigences au fur et à mesure de la maturation du marché des crypto-actifs. Certes, pour l'instant, il demeure un marché de taille modeste, ne représentant que 1,6% de la capitalisation boursière mondiale, qui s'élevait à environ 110 000 milliards en fin d'année 2023[355]. Mais, selon la Banque centrale européenne, le pourcentage de la population de la zone euro possédant des crypto-actifs a plus que doublé entre 2022 et 2024, passant de 4 % à 9 %[356].

In fine, l'approche adoptée par le règlement MiCA, entre extension de principes déjà établis et adaptation marginale à de nouveaux enjeux, témoigne d'une prise en compte progressive mais encore incertaine des caractéristiques propres aux marchés de crypto-actifs. Il s'agit d'une première tentative ambitieuse de règlementation, mais il reste à voir si elle saura répondre pleinement aux enjeux en question, et si une nouvelle intervention ne sera pas nécessaire. À cet égard, Marie-Anne Barbat-Layani, Présidente de l'AMF, a annoncé le 26 mai 2025, lors d'une conférence de presse, que l'AMF rendrait publiques très prochainement des propositions de révision du règlement MICA[357]. Il conviendra d'observer, le moment venu, si ces propositions incluront des modifications relatives au régime des abus de marché, et dans quelle mesure elles viendront renforcer le dispositif actuellement en place.

[355] D. BEAU, « Quel avenir pour le monde des crypto-actifs ? », Conférence à la Burgundy School of Business, 17 oct. 2024 : https://www.banque-france.fr/fr/interventions-gouverneur/quel-avenir-pour-le-monde-des-crypto-actifs

[356] ECB, *Study on the payment attitudes of consumers in the euro area* (SPACE), December 19, 2024

[357] AMF, « Discours de Marie-Anne Barbat-Layani, Présidente de l'AMF - Conférence de presse du lundi 26 mai 2025 - Rapport annuel 2024 », 26 mai 2025 : https://www.amf-france.org/fr/actualites-publications/prises-de-parole/discours-de-marie-anne-barbat-layani-presidente-de-lamf-conference-de-presse-du-lundi-26-mai-2025

Bibliographie

I – Ouvrages

BONNEAU Thierry, *Régulation bancaire et financière européenne et internationale*, Bruylant, 2024

BONNEAU Thierry, ROUAUD Anne-Claire, PAILLER Pauline, VABRES Régis, TEHRANI Adrien, *Droit financier*, LGDJ, 2021

BOUAZIZ Florian, DEZEUZE Éric, FRANÇON Mathieu, MARTIN Didier, SALOMON Renaud, *Les abus de marché*, LexisNexis, 2e édition, 2021.

DRUMMOND France, *Droit financier*, Economica, 2020.

ERNOTTE Florian, *Blockchain et crypto-actifs : Opportunités et droit(s)*, 2023, Edi.Pro.

FLEURET Faustine, LOURIMI Alexandre, O'RORKE William, *Droit des crypto-actifs*, LexisNexis, 2e édition, 2024

LEGEAIS Dominique, *Blockchain et crypto-actifs*. LexisNexis, 3e édition, 2025

VENTUROZZO Marco, MOCK Sebastian, *Market Abuse Regulation. Commentary and Annotated Guide*, Oxford University Press, 2e édition, 2022.

II – Articles

ANNUNZIATA Filippo, " An Overview of the European Markets in Crypto-Assets Regulation (MiCAR)", *The International Lawyer*, Volume 58, Number 1, 2025.

ARANDA VASQUEZ Anthony, « Apports des ordonnances du 15 octobre 2024 sur la règlementation financière applicable aux crypto-actifs », *BJB*, Janvier-Février 2025.

Baker McKenzie, "MiCAR Compliance Toolkit – Market Abuse", October 2024 : https://www.bakermckenzie.com/-/media/files/insight/publications/resources/micar-compliance-toolkit/micar-compliance-toolkit--market-abuse.pdf

BARBAROUX Nicolas, BARON Richard, FAVREAU Amélie, « Blockchain et finance – approche pluridisciplinaire », juin 2020, *Répertoire IP/IT et Communication*, Dalloz.

BARCZENTEWICZ Mikołaj, "MEV on Ethereum: A Policy Analysis", *ICLE White Paper*, 23 January 2023.

BARCZENTEWICZ Mikołaj, DE GANDARA GOMES André, "Crypto-Asset Market Abuse Under EU MiCA", *Cambridge University Press*, November 2024.

BARSAN Iris, "Are MiCAR's Market Abuse Rules Useful? A critical analysis of the market abuse rules under MiCAR", December 2024.

BEAU Denis, « Quel avenir pour le monde des crypto-actifs ? », *Conférence à la Burgundy School of Business*, 17 oct. 2024.

BEHNKE Rob, "How to pause a smart contracts", *Halborn*, November 2022 : https://www.halborn.com/blog/post/how-to-pause-a-smart-contract

BONNEAU Thierry, « L'ordonnance n° 2024-936 du 15 octobre 2024 relative aux marchés de crypto-actifs », *RD bancaire et fin*., novembre-décembre 2024, étude 12.

BONNEAU Thierry, « Le règlement MiCA du 31 mai 2023 », *RD bancaire et fin*., juillet-août 2023, étude 14.

CAMPESTRIN Mathis, GIRARD-GAYMARD Tristan, « Le statut juridique des DAO : d'un objet à un sujet de droit ? », *Bruzzo Dubucq*, 20 octobre 2022.

CFTC, "Statement of Commissioner Christy Goldsmith Romero on CFTC's Digital Assets and Blockchain Technology Subcommittee Release of Decentralized Finance Report", *Public Statements & Remarks*, January 2024.

Chainalysis, "Dissecting the DAO : Web3 Ownership is Surprisingly Concentrated", 27 juin 2022.

Chainalysis, "The 2024 Crypto Crime Report", February 2024.

CHEVALIER Juliette, " Price Oracle Manipulation Attacks – The Full Guide", Cyfrin, February 2024.

DE VAUPLANE Hubert, BONNEAU Thierry, « Principes UNIDROIT sur les actifs numériques », *RD bancaire et fin*., juillet-août 2023, dossier 18.

DEZEUZE Éric, « Abus de marché : de la coexistence à la coordination des procédures répressives administrative et pénale ? », *RD bancaire et fin*., mars-avril 2013, dossier 18.

EIGELSHOVEN Felix, ULLRICH André, PARRY Douglas, "Cryptocurrency Market Manipulation : A Systematic Literature Review", *42nd International Conference on Information Systems, ICIS 2021*, 2021.

GALLAND Maxime, « Le projet de Règlement MiCA adopté en avril 2023 par le Parlement européen parachève le cadre dédié à la prévention et à la répression des abus de marché impliquant des crypto-actifs », *Banque et Droit*, mai-juin 2023, n°209.

GALLAND Maxime, « Le tiers initiateur », *BJB*, mai-juin 2022, p. 36.

GÜNDOGAR Ali, " Analyzing and Mitigating Smart Contract Attacks", *Medium*, 23 February 2025.

HENDERSON Andrew, MOILLE Céline, "Fighting Market Abuse in Crypto-Assets: ESMA Guidelines Under MiCA", *INSIGHT*, 6 May 2025.

HUGHES Eric, "A Cypherpunk's Manifesto", 1993

INCHAUSPÉ Irène, MOTTE Muriel, « Les crypto-actifs restent particulièrement utilisés pour des activités illicites », Interview de Denis BEAU, Premier sous-gouverneur de la Banque de France, *L'Opinion*, 28 janvier 2025.

KÄRNER Markus, "Interplay between European Union criminal law and administrative sanctions : Constituent elements of transposing punitive administrative sanctions into national law*", New Journal of European Criminal Law*, 2022, 13(1).

LEE Joseph, SCHU Lukas, "Market abuse in the crypto-assets market: same risks, same activities, and same regulatory outcomes ?", *A Research Agenda for Financial Law and Regulation*, 21 Jan 2025.

LEGEAIS Dominique, « Crypto-actifs : le rôle des autorités de supervision est précisé », *RTD Com*., 2024, p. 984

LEGEAIS Dominique, « MiCA : régulation européenne sur les marchés de crypto-actifs », *JCP E*, n° 30, 27 juillet 2023, 1233

LEGEAIS Dominique, LYON LYNCH Olivier, « Règlement MiCA et réglementation des abus de marché », *RD bancaire et fin.*, septembre-octobre 2023, dossier 30.

MAY Timothy C., "The Crypto Anarchist Manifesto", 1988.

MEKKI Mustapha, « Actifs numériques », *Répertoire de droit commercial*, Janvier 2024.

MURESIANU David, « L'information privilégiée « exogène » : toute information privilégiée doit-elle provenir d'un émetteur ? », *BJB*, nov. 2017, p. 411.

NEWSROOM, "The Retail Revolution : How Individual Investors Are Reshaping the Cryptocurrency Landscape", *Modern Diplomacy*, April 2025.

NGHIEM Huy, MURIC Goran, MORSTATTER Fred, FERRARA Eilio, "Detecting cryptocurrency pump-and-dump frauds using market and social signals", *Expert Systems with Applications*, Volume 182, 2021.

PORITZ Isaiah, " 'Anti-Money Laundering' Bitcoin CEO Guilty of Fraud Scheme", *Bloomberg Law*, March 2025.

QURESHI Khizar, ZAMAN Tauhid, "Social media engagement and cryptocurrency performance", *PLoS One*., 2023.

ROSENFELD Emmanuel, VEIL Jean, « Sanctions administratives, sanctions pénales », *Pouvoirs* (2009/1, n° 128).

SEC, "SEC Charges Crypto Entrepreneur Justin Sun and His Companies for Fraud and Other Securities Law Violations", *Press release*, March 2023.

SHEIKH Hatu, "Retail investors will dominate the crypto markets", *Cointelegraph*, March 24, 2025.

STEINERT Lars, HERFF Christian, "Predicting altcoin returns using social media", *PLoS One*., 2018.

TORELLI Marie, « "Tokenisation" de l'économie : quels enjeux juridiques ? », *RLDA*, Nº 175, 1er novembre 2021

TOUZANI Samir, « Cryptos : Elon Musk fait exploser le cours du Dogecoin en jouant avec le logo de Twitter », 4 avr. 2023, *Les Echos*.

U.S. Attorney's Office, District of Massachusetts, " Eighteen Individuals and Entities Charged in International Operation Targeting Widespread Fraud and Manipulation in the Cryptocurrency Markets", *Press release*, October 2024.

US Attorney's Office, Southern District of New York, "Celsius Founder And Former CEO Alexander Mashinsky Pleads Guilty To Multi-Billion Dollar Fraud And Market Manipulation Schemes", *Press Release*, December 2024.

US Attorney's Office, Southern District of New York, "Former Coinbase Insider Sentenced In First Ever Cryptocurrency Insider Trading Case", *Press Release*, May 2023.

US Attorney's Office, Southern District of New York, "Former Employee Of NFT Marketplace Sentenced To Prison In First-Ever Digital Asset Insider Trading Scheme", *Press Release*, August 2023.

US Department of Justice, "Man Convicted for $110M Cryptocurrency Scheme", *Press release*, April 2024.

VAN CLEYNENBREUGEL Pieter, “The New Regulatory Framework on Market Abuse Involving Crypto-Assets", *Les aspects juridiques de la blockchain et de ses applications, Volume 2 : Analyse du règlement MICA et autres questions choisies*, 2024, Anthemis.

VERGARA Ingrid, « Elon Musk : "Vous pouvez acheter une Tesla en bitcoins" », 24 mars 2021, *Le Figaro*.

VERSTEIN Andrew, “Crypto Assets and Insider Trading Law’s Domain”, *105 Iowa Law Review*, November 2019.

III – Encyclopédies, dictionnaires

CORNU Gérard, *Vocabulaire juridique*, P.U.F, 15e édition, 2024

Le Robert Illustré, Le Robert, 2024

IV – Rapports, avis

ACPR, Analy*se sectorielle des risques de blanchiment de capitaux et de financement du terrorisme en France*, décembre 2019.

ACPR, *Analyse sectorielle des risques de blanchiment de capitaux et de financement du terrorisme en France*, juin 2023.

AMF, *Analyse sur la qualification juridique des produits dérivés sur crypto-monnaies*, 22 février 2018.

CESR, *Level 3 – second set of CESR guidance on the common operation of the Market Abuse Directive on the market*, July 2007.

Cour des comptes, *Les crypto-actifs : une régulation à renforcer*, 18 oct. 2023, observations définitives au sens de l’article R. 143-11 du code des juridictions financières.

DRAGHI Mario, *The future of European competitiveness, Part A | A competitiveness strategy for Europe*, p. 8.

EBA, ESMA, EIOPA, *EU financial regulators warn consumers on the risks of crypto-assets*, March 2022.

EBA, ESMA, *Recent developments in crypto-assets (Article 142 of MiCAR) – Joint Report*, 16 January 2025.

EBA, *Report with advice for the European Commission on crypto-assets*, EBA Report, 9 January 2019.

ECB, *Study on the payment attitudes of consumers in the euro area (SPACE)*, December 19, 2024.

ESMA, *Actual use of sanctioning powers under MAD*, April 2012.

ESMA, *Consultation paper, Guidelines on systems and controls in a highly automated trading environment for trading platforms, investment firms and competent authorities*, 2011.

ESMA, "Decentralised Finance in the EU : Developments and risks", *TRV Article*, October 2023.

ESMA, *Draft technical standards and guidelines specifying certain requirements of the Markets in Crypto Assets Regulation (MiCA) on detection and prevention of market abuse, investor protection and operational resilience – Third consultation paper*, March 2023.

ESMA, *Draft technical Standards specifying certain requirements in relation to the detection and prevention of market abuse under the Markets in Crypto Assets Regulation (MiCA) – Final Report*, December 2024.

ESMA, *Draft Technical Standards specifying certain requirements of the Markets in Crypto Assets Regulation (MiCA) – Second package – Final Report*, July 2024.

ESMA, *Draft technical standards specifying requirements for cooperation, exchange of information, and notification between competent authorities, European Supervisory Authorities (ESAs), and third countries under the Markets in Crypto Assets Regulation (MiCA) – Final Report*, March 2024.

ESMA, *Guidelines on supervisory practices for competent authorities to prevent and detect market abuse under the Markets in Crypto Assets Regulation (MiCA) – Final Report*, April 2025.

ESMA, *Guidelines on the conditions and criteria for the qualification of crypto-assets as financial instruments – Final Report*, December 2024.

ESMA, *List of competent authorities designated under Article 93 of Regulation (EU) 2023/1114 Markets in Crypto-Assets Regulation (MiCA)*, mise à jour le 10 mars 2025.

ESMA, *Orientations relatives au règlement sur les abus de marché (« MAR »)*, Retard de la publication d'informations privilégiées, 20 octrobre 2016.

ESMA, *Technical Standards specifying certain requirements of Markets in Crypto Assets Regulation (MiCA) – Second Consultation Paper*, October 2023.

GAFI (2012-2025), *Recommandations du GAFI – Normes internationales sur la lutte contre le blanchiment de capitaux et le financement du terrorisme et de la prolifération*, mise à jour février 2025.

HCJP, *La réception des organisations autonomes décentralisées (ou « DAO ») en droit français*, 31 mai 2024.

Tracfin, *LCB-FT : état de la menace 2022-2023, Rapport annuel 2022*, mise à jour le 10 octobre 2023.

ZETZSCHE Dirk A, BUCKLEY Ross P., D. ARNER Douglas W., VAN EK Maurits C., *Remaining regulatory challenges in digital finance and crypto- assets after MiCA*, Study of the Policy Department for Economic, Scientific and Quality of Life Policies at the request of the Committee on Economic and Monetary Affairs (ECON), UNSW Law Research Paper, May 2023.

ACPR-AMF, *Rapport du groupe de travail sur l'application des règles de LCB-FT au secteur des crypto-actifs*, Forum Fintech, Janvier 2025.

V – Sites internet

ACPR, « Les enseignements du rapport EBA-ESMA sur la DeFi et les activités de prêt-emprunt sur crypto-actifs », mise en ligne le 3 avril 2025 : https://acpr.banque-france.fr/fr/actualites/les-enseignements-du-rapport-eba-esma-sur-la-defi-et-les-activites-de-pret-emprunt-sur-crypto-actifs

ADAN, « Web3 et Crypto en France et en Europe : Adoption par le grand public et applications par les industries », 14 avril 2023 : https://www.adan.eu/publication/etude-adan-kpmg-crypto-web3-france-europe/#:~:text=Cela%20représente%20une%20hausse%20notable,le%20secteur%20des%20crypto%2Dactifs

ADAN, « Web 3 et Crypto en France et en Europe : Vers une adoption durable et institutionnelle (édition 2025) », 10 avril 2025 : https://www.adan.eu/publication/web-3-et-crypto-en-france-et-en-europe-vers-une-adoption-durable-et-institutionnelle-edition-2025/

AMF, « Discours de Marie-Anne Barbat-Layani, Présidente de l'AMF - Conférence de presse du lundi 26 mai 2025 - Rapport annuel 2024 », 26 mai 2025 : https://www.amf-france.org/fr/actualites-publications/prises-de-parole/discours-de-marie-anne-barbat-layani-presidente-de-lamf-conference-de-presse-du-lundi-26-mai-2025

AMF, « Le règlement européen Markets in Crypto-Assets (MiCA) », 2 août 2024 : https://www.amf-france.org/fr/actualites-publications/dossiers-thematiques/mica

Banque de France, « Crypto-actifs et Stable coins », mise en ligne le 26 février 2024 : https://www.banque-france.fr/fr/publications-et-statistiques/publications/crypto-actifs-et-stable-coins

Banque de France, « La monnaie numérique de banque centrale interbancaire », mise à jour le 13 décembre 2024 : https://www.banque-france.fr/fr/stabilite-financiere/mandat-stabilite-financiere/accompagner-transformation-numerique-secteur-financier/mnbc-wholesale#:~:text=La%20monnaie%20numérique%20de%20banque%20centrale%20(MNBC)%20interbancaire%20(ou,le%20règlement%20entre%20elles%20de

BINANCE, « Trump's $TRUMP Crypto Scandal – Investors Lose Billions, Insider Trading Suspected », version au 2 juin 2025 : https://www.binance.com/fr-AF/square/post/24365181899322

Conseil européen, Conseil de l'Union européenne, « Finance numérique », dernier réexamen le 4 février 2025 : https://www.consilium.europa.eu/fr/policies/digital-finance/

Deloitte, "Emerging trends ingital assets manipulationand surveillance", April 2024 : https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/us/Documents/Advisory/us-emerging-trends-in-digital-assets-manipulation-and-surveillance.pdf

Deloitte, "Market manipulation in digital assets", March 2021 : https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/global/Documents/Financial-Services/gx-design-market-manipulation-in-digital-assets-whitepaper-v2-1.pdf

Ethereum White Paper, 2013 : https://ethereum.org/en/whitepaper/

European Commission, "Understanding... EU market abuse rules", July 2016 : https://ec.europa.eu/newsroom/fisma/items/33148/en

In Cyber News, « Le *front running* : duel invisible des transactions blockchain », février 2024 : https://incyber.org/article/le-front-running-duel-invisible-des-transactions-blockchain/

LATKA Natalia, "Is DeFi Truly Exempt from MiCA Regulations ?", June 2024, *Merkle Science* : https://www.merklescience.com/blog/is-defi-truly-exempt-from-mica-regulations

Osborne Clarke, "What are the EU's white paper requirements in MiCAR and do they apply to Bitcoin?", 4th October 2023 : https://www.osborneclarke.com/insights/what-are-eus-white-paper-requirements-micar-and-do-they-apply-bitcoin

Solidus Labs, "56% of Crypto Token Listings Since 2021 Show Signs of Insider Trading": https://www.soliduslabs.com/reports/crypto-insider-trading

“Squid Game Saison 2 : Une fenêtre sur la culture populaire et les arnaques aux cryptomonnaies”, *Blog TRM*, Perspectives, 9 janvier 2025 : https://www.trmlabs.com/fr/resources/blog/squid-game-season-2-a-window-into-popular-culture-and-crypto-scams

Vie publique, « Quelles sont les formes et les fonctions de la monnaie ? » : https://www.vie-publique.fr/fiches/270056-quelles-sont-les-formes-et-les-fonctions-de-la-monnaie

21ANALYTICS, "The Ultimate Guide to MiCA's Asset-referenced Tokens", 21 March 2024 : https://www.21analytics.ch/blog/micas-asset-referenced-tokens-1/