



Haut Comité Juridique  
de la Place financière de Paris

***RAPPORT SUR LA  
DÉTERMINATION DE LA LOI  
APPLICABLE AUX ACTIFS  
INSCRITS EN REGISTRES  
DISTRIBUÉS***

*du Haut Comité Juridique  
de la Place Financière de Paris*

***31 mai 2024***

## Table des matières

<b>CONTEXTE ET OBJET DU RAPPORT</b> .....	<b>2</b>
<b>I. LES RESERVES RELATIVES A UNE QUALIFICATION INDIFFERENCIEE DES ACTIFS INSCRITS EN REGISTRES DISTRIBUES.</b> .....	<b>5</b>
<b>1.1. LE CHOIX D’UNE QUALIFICATION DIFFERENCIEE DES TITRES FINANCIERS ET DES AUTRES ACTIFS EN DROIT SUBSTANTIEL.</b> .....	<b>6</b>
<b>1.2. LA NECESSITE D’UNE APPROCHE DISSOCIEE DES TITRES FINANCIERS ET DES AUTRES ACTIFS EN DROIT INTERNATIONAL PRIVE.</b> .....	<b>7</b>
<b>1.3. OBSERVATIONS SUR L’APPROCHE INDIFFERENCIEE PROPOSEE DANS LES PRINCIPES UNIDROIT.</b> .....	<b>8</b>
<b>II. DETERMINATION DU DROIT APPLICABLE AUX TITRES FINANCIERS INSCRITS EN REGISTRES DISTRIBUES.</b> .....	<b>11</b>
<b>2.1. LES REGLES DE CONFLIT EN MATIERE DE TITRES FINANCIERS INSCRITS EN COMPTE.</b> .....	<b>11</b>
<b>2.1.1. Droit positif.</b> .....	<b>12</b>
<b>2.1.2. Evolutions envisagées.</b> .....	<b>14</b>
<b>2.2. ADAPTATION DU CRITERE DE RATTACHEMENT POUR LES TITRES FINANCIERS INSCRITS EN REGISTRES DISTRIBUES.</b> .....	<b>14</b>
<b>2.2.1. Nécessité de différencier les titres nominatifs et les titres soumis au régime pilote.</b> <b>15</b>	
<b>2.2.2. Rattachement des titres nominatifs à la loi de l’émetteur.</b> .....	<b>16</b>
<b>2.2.3. Détermination du rattachement pour les titres soumis au régime pilote : Lieu de situation de l’infrastructure d’enregistrement - SR ou SNR DLT.</b> .....	<b>17</b>
<b>2.3. PORTEE DU RATTACHEMENT – INCLUSION DES QUESTIONS RELATIVES A LA CONSTITUTION ET A L’OPPOSABILITE DES SURETES CONSTITUEES.</b> .....	<b>20</b>
<b>III. DETERMINATION DU DROIT APPLICABLE AUX AUTRES ACTIFS INSCRITS EN REGISTRES DISTRIBUES.</b> .....	<b>21</b>
<b>3.1. DELIMITATION DE LA CATEGORIE DE RATTACHEMENT.</b> .....	<b>23</b>
<b>3.1.1. Actifs exclus.</b> .....	<b>23</b>
<b>3.1.2. Données générales sur la qualification des « crypto-actifs ».</b> .....	<b>25</b>
<b>3.1.3. Alternatives et enjeux méthodologiques.</b> .....	<b>29</b>
<b>3.2. DETERMINATION DU RATTACHEMENT.</b> .....	<b>33</b>
<b>3.2.1. Rattachements exclus.</b> .....	<b>33</b>
<b>3.2.2. Rattachements considérés : loi de l’émetteur et loi du conservateur.</b> .....	<b>37</b>
<b>3.3. PORTEE DU RATTACHEMENT :</b> .....	<b>41</b>
<b>3.3.1. Articulation avec la loi applicable au rapport de conservation.</b> .....	<b>42</b>
<b>3.3.2. La question de la constitution et de l’opposabilité des sûretés.</b> .....	<b>42</b>
<b>3.3.3. Les règles d’ordre public monétaire pour les stablecoins.</b> .....	<b>45</b>
<b>ANNEXE I : COMPOSITION DU GROUPE DE TRAVAIL</b> .....	<b>47</b>

## Contexte et objet du rapport

A l'occasion de l'adaptation du droit français à l'entrée en vigueur d'un cadre européen concernant les technologies de registres distribués<sup>1</sup>, l'AMF a sollicité le Haut Comité Juridique de la Place Financière de Paris (HCJP) aux fins de l'élaboration d'un rapport sur l'état des solutions en droit international privé français aux conflits de lois relatifs aux effets patrimoniaux des actifs inscrits sur un registre distribué.

La réflexion à mener du point de vue du droit français s'inscrit dans un contexte en rapide évolution. Plusieurs Etats se sont dotés d'un cadre de droit substantiel et de règles de conflits spécifiques dont, en particulier, les Etats-Unis, la Suisse, l'Allemagne, Monaco ou encore le Liechtenstein, concernant certains types d'actifs inscrits dans des registres « distribués » ou « décentralisés »<sup>2</sup>.

Un projet de Principes *sur les actifs digitaux et le droit privé* a été adopté en mai 2023 par l'Assemblée générale d'Unidroit<sup>3</sup>, composé de principes de droit matériel et d'une règle de conflit spécifique (ci-après, les « Principes Unidroit »). Les travaux réalisés par Unidroit ont été envisagés comme un possible point de départ aux fins de l'élaboration d'une Convention internationale en la matière par la Conférence de droit international de la Haye, dans le cadre d'une « initiative conjointe » entre les deux organisations<sup>4</sup>. Cette initiative conjointe a cependant été interrompue compte tenu des réserves émises par la France sur ses prémisses et partagées par d'autres membres du HCCH<sup>5</sup>.

En France, l'entrée en vigueur du règlement dit « régime pilote »<sup>6</sup> a entraîné diverses adaptations au droit des titres<sup>7</sup>, tandis que l'adoption du règlement « MiCA »<sup>8</sup> a récemment fait l'objet d'autres travaux de place. Le présent rapport s'est efforcé d'intégrer ce cadre évolutif à sa présentation et à ses propositions, en distinguant bien les éléments *de lege lata* et *de lege ferenda*, en particulier

---

<sup>1</sup> V. la définition donnée par l'article 2 du RÈGLEMENT (UE) 2022/858 DU PARLEMENT EUROPÉEN ET DU CONSEIL du 30 mai 2022 sur un régime pilote pour les infrastructures de marché reposant sur la technologie des registres distribués, et modifiant les règlements (UE) no 600/2014 et (UE) no 909/2014 et la directive 2014/65/UE : « Aux fins du présent règlement, on entend par : 1) « technologie des registres distribués » ou « DLT », une technologie qui permet l'exploitation et l'utilisation de registres distribués ; 2) « registre distribué », un répertoire d'informations qui conserve un enregistrement des transactions et qui est partagé et synchronisé au sein d'un ensemble de nœuds de réseau DLT, au moyen d'un mécanisme de consensus », reprise à l'article 3, 1) et 2) du RÈGLEMENT (UE) 2023/1114 DU PARLEMENT EUROPÉEN ET DU CONSEIL du 31 mai 2023 sur les marchés de crypto-actifs, et modifiant les règlements (UE) no 1093/2010 et (UE) no 1095/2010 et les directives 2013/36/UE et (UE) 2019/1937.

<sup>2</sup> Sur l'adoption de la notion européenne de technologie des registres distribués dans le présent rapport, v. *infra*, les explications sur l'expression « actifs inscrits en registres distribués ».

<sup>3</sup> Governing Council, Item n° 4 on the agenda : Adoption of Draft UNIDROIT Instruments (C) Principles on Digital Assets and Private Law : UNIDROIT 2023, C.D. (102) 6, April 2023, 102nd session, Rome, 10-12 May 2023 (ci-après, les Principes UNIDROIT 2023 - C.D. (102) 6).

<sup>4</sup> CGAP, Proposal for Joint Work: HCCH-UNIDROIT Project on Law Applicable to Cross-Border Holdings and Transfers of Digital Assets and Tokens, Prel. Doc. No 3C of January 2023: <https://assets.hcch.net/docs/a91fd233-ocf7-4c42-9aad-a426c4565068.pdf>, spec. pts. 17 et 18, p. 6.

<sup>5</sup> PB, HCCH-UNIDROIT Digital Assets and Tokens Joint Project: Report, MARCH 2024 PREL. DOC. NO 3, p. 7, n° 28; CGAP Conclusions & Decisions (C&D), March 2024, p. 2, n° 8.

<sup>6</sup> RÈGLEMENT (UE) 2022/858 préc.

<sup>7</sup> Opérées par la Loi n° 2023-171 du 9 mars 2023 portant diverses dispositions d'adaptation au droit de l'Union européenne dans les domaines de l'économie, de la santé, du travail, des transports et de l'agriculture et le Décret n° 2023-421 du 31 mai 2023 portant adaptation du droit des titres au règlement européen dit « régime pilote ».

<sup>8</sup> RÈGLEMENT (UE) 2023/1114, préc.

concernant les pistes d'adaptation du droit français au règlement MiCA préconisées dans un rapport du HCJP publié au cours de son élaboration<sup>9</sup>.

C'est dans ce cadre qu'il a été demandé aux soussignés de constituer un groupe de travail pour identifier les éventuelles lacunes ou insuffisances des règles de conflits de lois françaises, et réfléchir aux rattachements pertinents aux fins de l'élaboration d'éventuelles règles de conflit particulières. Le groupe de travail<sup>10</sup> s'est réuni à six reprises, entre le mois de novembre 2023 et le mois de mai 2024, pour arrêter des choix de méthode, puis examiner la détermination du rattachement pertinent pour les titres financiers inscrits dans une technologie de registre distribué, avant d'envisager la qualification et les rattachements possibles pour les actifs autres que les titres financiers.

Le présent rapport porte ainsi sur la détermination de la loi applicable aux effets patrimoniaux des actifs inscrits en registres distribués.

\*

Ainsi formulé, l'objet de ce rapport appelle plusieurs explications.

L'expression « actifs inscrits en registres distribués » suppose deux précisions :

- Le terme **actif inscrit** sans autre qualificatif permet d'englober tant les instruments de financement ou d'investissement déjà connus susceptibles d'être inscrits en registres distribués, tels les titres financiers<sup>11</sup>, que de nouveaux types d'actifs sans préjuger de leur qualification ou de leur classification. Un certain nombre d'instruments ont toutefois été exclus du champ des propositions du présent rapport compte tenu de la réflexion spécifique qu'ils appellent<sup>12</sup>. Plus généralement, le terme « actif » suppose la patrimonialité de l'inscription ce dont il résulte une double exclusion : toute donnée « extrapatrimoniale » se trouve exclue de la réflexion ; tout élément patrimonial insusceptible d'être transmis par modification de l'inscription ne constitue pas un actif inscrit en tant que tel.
- La notion de **registre distribué** ne renvoie à aucun texte ni aucune définition spécifique en vigueur. Elle est toutefois plus proche de la notion européenne de « technologie de registres distribués »<sup>13</sup> que de la notion utilisée en droit français de « dispositif d'enregistrement électronique partagé » à laquelle il a été préconisé de substituer la notion européenne dans le rapport déjà cité sur le règlement MiCA<sup>14</sup>. Elle souligne également la difficulté essentielle en termes de localisation constituée par l'absence de tenue du registre sur un serveur central.

Ainsi qu'il a été précisé en introduction, la réflexion du groupe de travail s'est limitée, en outre, à la détermination de la loi applicable aux **effets patrimoniaux** des actifs, dont la délimitation a été

---

<sup>9</sup> Rapport sur le règlement MiCA du Haut Comité Juridique de la Place Financière de Paris 27 janvier 2024 : [https://www.banque-france.fr/fr/system/files/2024-03/Rapport\\_61\\_F.pdf](https://www.banque-france.fr/fr/system/files/2024-03/Rapport_61_F.pdf).

<sup>10</sup> V. la composition du groupe de travail, en Annexe au présent rapport.

<sup>11</sup> Selon la nomenclature interne des instruments financiers qui résulte de l'article L.211-1 du Code monétaire et financier.

<sup>12</sup> V. *infra*, 3.1.1.

<sup>13</sup> V. note 1.

<sup>14</sup> Rapport sur le règlement MiCA, *préc.*, p. 14.

arrêtée<sup>15</sup>. La catégorie a été entendue comme incluant les principales questions relatives à la détermination des droits réels et de leurs modalités d'exercice et de transfert sur les actifs.

En relèvent en particulier l'identification, ou non, de l'actif comme bien<sup>16</sup>, la détermination des droits dont il peut faire l'objet – propriété et démembrements – pour le titulaire et au bénéfice de tiers, les conditions d'exercice de ces droits, en particulier par l'exercice d'une action en revendication et la protection du titulaire de bonne foi régulièrement inscrit, et les modalités et effets du transfert de propriété – sous réserve des lois de police applicables en la matière<sup>17</sup>. Par souci de cohérence, la réflexion a été étendue **à la constitution et à l'opposabilité des sûretés légales ou conventionnelles**. L'inclusion des sûretés dans le champ de la réflexion s'est imposée essentiellement dans un souci de détermination de la portée des rattachements choisis.

A l'issue d'une réflexion méthodologique, le groupe de travail a choisi de traiter distinctement de la détermination de la loi applicable aux titres financiers inscrits dans un registre distribué et aux autres actifs inscrits en registres distribués<sup>18</sup>.

Au terme de ses travaux, il est apparu possible de déterminer la loi applicable aux titres financiers inscrits en registres distribués (II) en opérant une distinction entre :

- *Les titres nominatifs, non soumis au règlement régime pilote et inscrits dans un DLT*, régis, en application des principes du droit international privé français, par la loi de l'émetteur ;
- *Les titres soumis au régime pilote*, enregistrés sur une infrastructure de marché DLT, et régis, selon une règle de conflit spécifique, par la loi applicable à l'infrastructure de marché réalisant le service de conservation soit, selon les cas, au système de règlement ou au système de négociation et de règlement DLT.

Concernant les autres actifs inscrits en registres distribués (III), le groupe de travail a conclu à la nécessité d'édicter une nouvelle règle de conflit spécifique, articulant sous forme hiérarchisée, des rattachements objectifs prenant en compte la diversité des crypto-actifs. Certains crypto-actifs ne font pas l'objet d'une émission et le recours à un service de conservation n'est pas une nécessité.

Dans l'impossibilité d'ériger l'un ou l'autre de ces critères en rattachement unique, le groupe de travail s'est unanimement accordé sur la pertinence de deux critères constitués par la loi de l'émetteur et celle du conservateur, complétés de manière très subsidiaire par un rattachement fondé sur le lieu de résidence habituelle du détenteur.

---

<sup>15</sup> Retenant en cela la méthode déjà suivie dans un précédent rapport, sollicité par la Direction générale du Trésor et de la politique économique : *Rapport sur un projet de règle de conflit de lois en matière de titres financiers*, 1<sup>er</sup> juillet 2008, Prés. H. Synvet, n° 15, p. 6. V. En particulier, la proposition d'introduire un article L.211-17 ayant vocation à déterminer la loi applicable en présence d'un intermédiaire et dont le domaine est précisé à l'alinéa second : « Sont soumis à la loi ainsi désignée, notamment, la détermination des droits attachés à l'inscription en compte, l'opposabilité de ces droits aux tiers, le régime de leur transmission, les conditions de la revendication des titres financiers, la constitution et les effets des garanties conventionnelles sur titres financiers, les sûretés légales susceptibles de les grever, le conflit de droits concurrents portant sur les mêmes titres financiers ». Comp. art. 2 de la Convention du 5 juillet 2006 sur la loi applicable à certains droits sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire.

<sup>16</sup> Compte tenu, en particulier, du développement des « Soulbound tokens », également appelés “social, community and reputation tokens”, dont la qualification comme « actif » dans un sens patrimonial est inexacte compte tenu de l'impossibilité d'en disposer. V. CGAP, *Proposal for Joint Work: HCCH-UNIDROIT Project on Law Applicable to Cross-Border Holdings and Transfers of Digital Assets and Tokens*, préc., pts. 13-15.

<sup>17</sup> Anticipant, par exemple, de futurs délais imposés au règlement des crypto-actifs transférés, par analogie avec le droit des titres.

<sup>18</sup> Il n'est pas rigoureux de parler d'emblée de « crypto-actifs », l'un des problèmes soulevés consistant précisément à préciser la catégorie de rattachement. Du fait de sa coïncidence avec le règlement « MiCA », le terme crypto-actifs suggérerait la nécessité d'aligner le champ de la règle de conflit sur les actifs couverts par le règlement. Sur cette question, *infra*, 3.1.3.

En revanche, le groupe ne s'est pas unanimement accordé sur l'ordre de ces critères. La majorité de membres composant le groupe a souhaité émettre comme proposition<sup>19</sup> l'énoncé d'une règle soumettant les actifs inscrits en registres distribués autres que les titres financiers à la loi désignée par :

- Un rattachement de principe fondé sur la conservation de l'instrument ;
- Un rattachement subsidiaire fondé sur l'émission à défaut de rapport de conservation ;
- Un rattachement de dernier rang fondé sur la résidence habituelle du détenteur.

Avant de rendre compte des analyses conduites sur ces deux questions, il convient d'exposer les raisons de cette approche dissociée. Celle-ci repose sur les réserves émises à l'encontre d'une qualification trop large appliquée aux actifs inscrits en registres distribués, qui conduirait à privilégier en droit international privé une approche fondée sur la forme d'actifs de nature profondément différente en droit substantiel (I).

\*

## I. Les réserves relatives à une qualification indifférenciée des actifs inscrits en registres distribués.

Dans une perspective française et européenne, la réflexion de droit international privé relative à l'introduction de règles de conflits de lois doit être inscrite dans le contexte d'élaboration du droit substantiel.

**Le droit français et le droit de l'Union européenne adoptent ainsi chacun une approche dissociée de la qualification comme de la réglementation** des actifs inscrits en registres distribués selon qu'il s'agit de titres financiers ou d'autres types d'actifs<sup>20</sup> (1.1.). Cet état du droit positif justifie d'explorer une approche dissociée de ces différents actifs en droit international privé (1.2.). Cette démarche est confortée par les réserves que l'on peut formuler face aux prémisses des Principes Unidroit qui reposent sur une qualification unique et indifférenciée de l'ensemble des « actifs numériques »<sup>21</sup> (1.3.).

---

<sup>19</sup> V. *infra*, 3.2.2. ii), la proposition émise et l'alternative discutée par une partie des membres du groupe de travail.

<sup>20</sup> Aux fins d'une réflexion de droit international privé, cet état du droit positif n'a pas été questionné par le groupe de travail, dont les discussions se sont simplement nourries du dernier état des réflexions relatives aux difficultés de distinction entre les instruments financiers et les crypto-actifs. En dernier lieu, ESMA, Consultation paper On the draft Guidelines on the conditions and criteria for the qualification of crypto-assets as financial instruments, 29 January 2024 ESMA75-453128700-52.

<sup>21</sup> Traduction littérale de digital assets qui ne coïncide pas avec le concept français d'actifs numériques qui va être rappelé

## 1.1. Le choix d'une qualification différenciée des titres financiers et des autres actifs en droit substantiel.

**En droit français**, l'ordonnance dite « *blockchain* »<sup>22</sup> - précisée par son décret d'application<sup>23</sup> également applicable à l'émission et à la cession de mini-bons<sup>24</sup> -, a posé un principe d'équivalence des inscriptions au sein d'un dispositif d'enregistrement électronique partagé (DEEP) avec les inscriptions en compte et de leur portée<sup>25</sup>, pour les titres financiers non cotés<sup>26</sup>. La loi du 9 mars 2023<sup>27</sup>, est ensuite venue étendre la possibilité d'inscription dans un DEEP des titres cotés, en application du Règlement régime pilote. Ce dispositif coexiste avec celui de la Loi Pacte<sup>28</sup>, reconnaissant la catégorie des actifs numériques<sup>29</sup> et posant un principe de distinction entre ceux-ci et les titres financiers et bons de caisse, et décomposée en deux catégories :

- La première catégorie est constituée par des jetons, qualifiés de biens incorporels<sup>30</sup> aux fins de l'application du statut d'émetteurs de jetons et, par renvoi, de celui de prestataire de services sur actifs numériques (PSAN) ; et
- La seconde catégorie est constituée par des actifs numériques, représentant une valeur, et répondant à une fonction « d'échange » apparentée à celle de la monnaie, mais qui s'en distingue formellement aux termes de l'article L.54-10-1, 2° du code monétaire et financier.

Cet état du droit positif marque le choix d'un dualisme de qualifications et de régimes applicables. Si la ligne de partage est appelée à évoluer conformément au droit de l'Union<sup>31</sup>, un dualisme de qualifications et de régimes en découle nécessairement et va ainsi perdurer.

**En droit de l'Union européenne**, la dissociation du traitement des instruments financiers et des autres actifs inscrits en registre distribué résulte des règlements régime pilote et MiCA. Ainsi, dans une perspective de régulation, contrairement à la démarche du régulateur américain consistant à étendre aux actifs inscrits en registres distribués les contraintes du droit fédéral des valeurs mobilières<sup>32</sup>, un cadre spécifique a été élaboré pour les marchés de crypto-actifs, dont sont formellement exclus les instruments financiers.

---

<sup>22</sup> Ordonnance n° 2017-1674 du 8 décembre 2017 relative à l'utilisation d'un dispositif d'enregistrement électronique partagé pour la représentation et la transmission de titres financiers

<sup>23</sup> Décret n° 2018-1226 du 24 décembre 2018 relatif à l'utilisation d'un dispositif d'enregistrement électronique partagé pour la représentation et la transmission de titres financiers et pour l'émission et la cession de minibons

<sup>24</sup> Le régime institué par l'Ordonnance n° 2016-520 du 28 avril 2016 relative aux bons de caisse a été supprimé par l'ordonnance n° 2021-1735 du 22 décembre 2021 modernisant le cadre relatif au financement participatif.

<sup>25</sup> L.211-3, alinéa 2 du Code monétaire et financier.

<sup>26</sup> Par renvoi initial aux seules dispositions de l'article L.211-7, alinéa 2, visant les titres non admis aux opérations d'un dépositaire central.

<sup>27</sup> LOI n° 2023-171 du 9 mars 2023, préc.

<sup>28</sup> Loi n° 2019-486 du 22 mai 2019 relative à la croissance et la transformation des entreprises

<sup>29</sup> L.54-10-1 du Code monétaire et financier.

<sup>30</sup> L.552-1 du Code monétaire et financier.

<sup>31</sup> Sur l'articulation des concepts d'actifs numériques et de crypto-actifs, v. les analyses et propositions du RAPPORT SUR LE RÈGLEMENT MiCA, préc., pp. 14-16. V. infra, 3.1.2.

<sup>32</sup> Selon la position adoptée par la SEC, faisant application du « *Howey test* » aux fins de la qualification de securities d'après la législation fédérale, établie par la Cour Suprême dans *SEC v. W. J. Howey Co.* 328 U.S. 293 (1946) : U.S. Securities and Exchange Commission (SEC), « Report of Investigation Pursuant to Section 21(a) of the Securities Exchange Act of 1934: The DAO », n° 81207 (2017), accessible à l'adresse suivante : <https://www.sec.gov/litigation/investreport/34-81207.pdf> (consulté en dernier lieu le 28/03/2024).

Le régime pilote, ayant entraîné l'adaptation du droit français opérée par la loi déjà citée du 9 mars 2023, a étendu les modalités d'inscription des instruments financiers en registre distribué dans le cadre d'opérations conclues sur infrastructures DLT. Par son objet, il concerne l'admission à la négociation dans des infrastructures DLT des seuls instruments financiers, au sens de l'article 4, paragraphe 1, point 15), de la directive 2014/65/UE (par renvoi de l'article 2.12) du règlement), qui reçoivent alors la qualification d'« instruments financiers DLT » (art. 2.11 du règlement).

Au sens de son article premier §1, le règlement MiCA a pour objet d'établir « *des exigences uniformes pour l'offre au public et l'admission à la négociation sur une plate-forme de négociation de crypto-actifs autres que les jetons se référant à un ou des actifs et les jetons de monnaie électronique, de jetons se référant à un ou des actifs et de jetons de monnaie électronique, ainsi que des exigences applicables aux prestataires de services sur crypto-actifs* ». Ce texte est ainsi d'abord un texte de régulation par son objet – *regulatory law* selon l'acception des Principes Unidroit exposée ci-après<sup>33</sup> – établissant des exigences relatives à des statuts professionnels, à la réalisation de certaines opérations et à la sanction des abus de marché. Il n'en repose pas moins sur certaines définitions des éléments de droit substantiel permettant d'identifier les crypto-actifs, et une exclusion hors de son champ d'application des crypto-actifs répondant à la qualification d'instruments financiers<sup>34</sup>.

## 1.2. La nécessité d'une approche dissociée des titres financiers et des autres actifs en droit international privé.

Cette approche française et européenne se distingue ainsi en particulier de celle suivie par les Principes Unidroit, selon une double inspiration :

- **Sur le terrain substantiel, les Principes souscrivent à une approche des instruments fondée sur leur forme**, fortement inspirée du droit uniforme américain<sup>35</sup>, soumettant indistinctement tous types de valeurs à un corpus de règles matérielles, par référence au concept de *digital asset*. L'unité de la catégorie provient de la possibilité d'exercice d'un contrôle<sup>36</sup> sur le droit ou la valeur renfermée dans l'inscription électronique, le critère du contrôle reprenant lui-même au Principe 6 les principaux éléments de définition qu'il a reçus dans les récentes modifications opérées du *Uniform Commercial Code*<sup>37</sup> ;
- **Sur le terrain de la règle de conflit, le Principe 5 suit une approche délocalisée de l'instrument**. Dans les pas des premières réflexions académiques sur le sujet, certains travaux de place<sup>38</sup> ont mis en évidence la difficulté générale de *localisation* des actifs inscrits sur un registre distribué et l'intérêt d'y apporter une réponse par des règles transnationales. Cette approche emporte une double conséquence :

---

<sup>33</sup> V. I.3.

<sup>34</sup> V. Art. 2.4, a).

<sup>35</sup> Article 12 du *Uniform Commercial Code* consacré aux *Controllable Electronic Records*.

<sup>36</sup> Principe 2(2): '*Digital asset*' means an electronic record which is capable of being subject to control'.

<sup>37</sup> Section 12-105.

<sup>38</sup> *Financial Markets Law Committee, Distributed Ledger Technology and Governing Law : Issues of Legal Uncertainty, March 2018* (ci-après, "FMLC", March 2018).

- Les rattachements proposés, conçus en cascade – *waterfall structure* –, donnent priorité à la loi d'autonomie en érigeant en premier rattachement la loi désignée dans l'actif et en deuxième rattachement, celle désignée dans le « système ». Le recours à un rattachement objectif fondé sur la loi de l'émetteur n'intervient que de manière très subsidiaire ;
- La portée du rattachement est plus étendue que les questions de droit matériel traitées par les autres Principes. Au sens de la note explicative, la loi désignée selon les rattachements du Principe 5 couvre nombre de questions de fond formellement exclues du champ d'application des Principes<sup>39</sup>, en particulier toutes celles écartées par son principe 3 concernant la qualification des actifs, les droits dont ils peuvent faire l'objet ainsi que les modalités de transfert desdits droits.

La détermination d'une catégorie de rattachement indifférenciée comme celle d'actifs numériques, telle que définie par les Principes Unidroit, conduit à soumettre à une même règle de conflit tant les crypto-actifs usuellement distingués – crypto-monnaies, actifs se référant à d'autres actifs ou jetons de monnaie électronique – que les titres financiers, ou encore les droits de propriété intellectuelle.

Or ces qualifications n'induisent pas simplement des conséquences en termes de régulation. Elles ont également une dimension propre sur le terrain du droit privé.

La démarche de qualification suivie par les Principes Unidroit conduit ainsi à méconnaître la spécificité des titres financiers au sein des actifs inscrits en registres distribués et en décalage avec le droit substantiel, privilégiant ainsi la forme de l'instrument sur la substance des droits qu'ils renferment. Plus spécifiquement, en droit international privé, les titres financiers relèvent déjà d'un cadre en matière de conflits de lois<sup>40</sup>, dont l'adéquation et les évolutions possibles par voie d'adaptation peuvent être envisagées distinctement.

En outre, la qualification de digital asset se concentre sur l'enregistrement lui-même et conduit ainsi à considérer nombre d'instruments dématérialisés de longue date en France, comme les titres financiers, comme des actifs liés – *linked assets* – au sens du Principe 4. Ce principe soumet à une loi différente de la loi d'autonomie deux questions essentielles relatives à l'existence du lien entre l'enregistrement et l'actif qu'il représente, ainsi que la portée en termes de transfert de propriété de l'actif représenté d'un transfert de l'enregistrement. Ces questions sont déterminées par la loi applicable à l'actif représenté.

Cette dissociation entre l'enregistrement électronique et l'actif représenté ne coïncide pas conceptuellement avec la distinction de l'instrumentum et du negotium et postule une autonomie patrimoniale de la représentation électronique elle-même, qui est fort éloignée de l'analyse traditionnelle des titres négociables en droit français.

### **1.3. Observations sur l'approche indifférenciée proposée dans les Principes Unidroit.**

---

<sup>39</sup> Pt. 5.2, de la note explicative.

<sup>40</sup> V. *infra*, 2.1.

Le choix opéré par les Principes Unidroit en faveur d'un rattachement de principe à la loi d'autonomie est cohérent avec la prémisse d'une qualification fondée sur la forme de l'instrument. La diversité des instruments est telle que des éléments objectifs communs de rattachement ne peuvent en effet être déterminés pour l'ensemble des instruments visés.

En termes de méthode, c'est donc l'adoption d'une qualification et d'un régime unifié pour l'ensemble des actifs inscrits en registres distribués qui justifie le recours à la loi d'autonomie. Cette approche repose sur différentes justifications, exposées dans leur commentaire, dont les principales appellent des réserves :

- La loi d'autonomie comme rattachement de principe permet la soumission de tous les actifs numériques à un rattachement unique, venant ainsi conforter sur le terrain des conflits de lois le principe de neutralité technologique que permet une approche indifférenciée de tous les actifs numériques<sup>41</sup>.

A l'examen, cet argument est réversible. La création de règles originales, tant de fond qu'en matière de conflits de lois entérine une singularité de certains supports et procédés numériques. Elle modifie l'approche d'instruments d'investissements usuels, tels les instruments financiers, qui se trouvent assimilés pour une large part de leur régime à d'autres instruments fort différents.

A cet égard, l'observation évidente selon laquelle le droit international privé se concentre sur les questions de droit privé ne suffit pas à légitimer absolument la généralisation d'un raisonnement en termes de qualification exclusivement fondé sur la forme, dès lors que des actifs et instruments présentant la même forme peuvent faire l'objet d'une analyse en droit substantiel profondément différente. En droit privé, des distinctions sont naturellement à faire dans le régime juridique applicable en fonction de la qualité des parties, de la nature de l'engagement ou des modalités de protection de leurs droits<sup>42</sup>. Selon une approche fonctionnelle, les règles de conflit de lois doivent en rendre compte. En droit privé, le régime des instruments négociables a été forgé d'après leur usage, afin d'en favoriser le développement. Et c'est compte tenu de leurs caractéristiques comme instruments négociables qu'un certain type de règles de conflits peut leur être appliqués. La forme d'un instrument n'est qu'une manière d'en aborder la qualification, susceptible d'être combinée avec d'autres considérations<sup>43</sup>. C'est également compte tenu de trop fortes divergences d'analyse faites sur le terrain substantiel que les qualifications et règles de conflits peuvent ou non être adaptées et généralisées<sup>44</sup>.

- La loi d'autonomie serait intrinsèquement adaptée à la détermination de la loi applicable pour les *actifs numériques*<sup>45</sup>, compte tenu de leur absence de *situs* et de l'incitation ainsi faite aux opérateurs de déterminer eux-mêmes la loi applicable.

---

<sup>41</sup> V. Pt. 0.5 et s., de la note explicative.

<sup>42</sup> En songeant en particulier au régime des titres négociables.

<sup>43</sup> Selon une simple analogie, le développement des titres papiers dans le commerce international n'a pas historiquement conduit à l'érection en droit international privé d'une catégorie des « actifs papiers » soumis à un rattachement unique. Il ne s'agit bien que d'une analogie une fois observé que le papier se prête à l'exercice de prérogatives matériellement plus étendues qu'un enregistrement électronique.

<sup>44</sup> L'exemple le plus net est donné par l'état des ratifications de la Convention du 5 juillet 2006 sur la loi applicable à certains droits sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire, qui s'explique par les divergences d'analyses relatives à l'admission du concept de titre intermédiaire. Adaptées aux systèmes juridiques admettant le concept de titres intermédiaires, les règles de conflit qu'elles renferment ont paru inadéquates dans les systèmes en récusant la pertinence.

<sup>45</sup> Pt. 5.4, de la note explicative.

L'analyse peut être doublement discutée. En pratique d'abord, la loi d'autonomie n'est pas nécessairement le rattachement le plus adapté en termes de sécurité juridique et de prévisibilité. Elle peut, abstraitement, conduire à une succession de changements dans la loi applicable à un même actif sur la base de la seule décision unilatérale du disposant et ainsi susciter des complexités pour en déterminer la portée, tout spécialement en termes d'opposabilité à l'égard des tiers<sup>46</sup>. Sociologiquement, ensuite, l'affirmation de son effet d'incitation suppose que la loi d'autonomie puisse efficacement correspondre au contexte de sa mise en œuvre et aux attentes des acteurs de la crypto-économie. Ce n'est pour l'instant qu'hypothétique. La sensibilité des opérateurs aux différences de tradition juridique en matière de droit des biens n'est pas encore avérée et l'effet d'incitation de la loi d'autonomie n'est qu'espéré<sup>47</sup>.

A défaut de tout élément empirique démontrant une quelconque recherche d'autonomie par les opérateurs sur le terrain des conditions et effets patrimoniaux des actifs détenus, il paraît ainsi largement hypothétique que la loi d'autonomie réponde à un besoin ressenti et compris par les détenteurs d'actifs inscrits en registres distribués.

Cette observation appelle une précision dans le contexte du règlement MiCA, dont les annexes imposent la mention, dans le Livre Blanc, de la loi applicable à l'offre et du droit applicable aux crypto-actifs<sup>48</sup>. Une difficulté d'interprétation peut apparaître pour identifier dans ces exigences un choix implicite en faveur de la loi d'autonomie. Il faut cependant souligner que dans le contexte de MiCA, ces mentions constituent des exigences règlementaires aux fins de transparence sur les conditions de l'offre de crypto-actifs. Le règlement MiCA étant un texte de régulation, il n'a pas pour objet l'introduction des règles de droit international privé. En l'état, la pratique des opérateurs procède d'une liberté de choix, fréquemment portée sur la loi de l'émetteur, qui s'explique par l'absence de toute règle de conflit de lois spécifique. On ne saurait donc absolument conclure du règlement MiCA que la loi d'autonomie a été implicitement consacrée par une règle de conflit cachée. Il n'est pas impossible d'admettre qu'une loi étatique retienne de manière objective dans ses règles de conflits un rattachement, par exemple à la loi de l'émetteur, pour identifier le droit applicable aux actifs, sans que cela soit en contradiction avec le règlement MiCA, qui n'est pas un texte de droit international privé.

- La loi d'autonomie, limitée aux questions de droit privé, maintient intacte la séparation entre les questions de droit public – *regulatory law* – qui n'en relèvent pas, et les questions de droit privé relatives au statut réel, qui y sont soumises<sup>49</sup>.

La séparation ainsi affirmée entre les questions de droit privé et de droit public paraît toutefois schématique<sup>50</sup>. Si elle ne l'impose pas, elle n'exclut pas la recherche de prévisibilité sous l'angle de

---

<sup>46</sup> V. *infra*, 3.2.1.

<sup>47</sup> La note explicative des Principes avait elle-même souligné, lors de leur adoption, la très faible expression pratique, en l'état, de la loi d'autonomie : « although many digital assets, or systems, currently do not include a specification of applicable law, the rules in Principle 5(1)(a) and Principle 5(1)(b) provide an incentive for such a specification to be included » (pt. 5.5). En ce sens, les discussions intervenues lors des travaux préparatoires : Study LXXXII – W.G.6 – Doc. 4, nov. 2022, spéc., n° 37, p. 8 et 41, p. 9

<sup>48</sup> Le règlement MiCA inscrit parmi les éléments figurant au livre blanc la détermination de la loi applicable à l'offre et le droit applicable aux crypto-actifs (respectivement, pour les crypto-actifs autres que référant à des actifs ou jetons de monnaie électronique, Annexe I, E, §19 et Annexe I, G, §10 ; pour les crypto-actifs se référant à un ou des actifs, Annexe II, C, §15 et Annexe II, D, §17 et pour les jetons de monnaie électronique, Annexe III, C, §4 et Annexe III, D, §8).

<sup>49</sup> V. Pt. 0.9 et, sous le principe 1, pt. 1.1, de la note explicative.

<sup>50</sup> En s'en tenant à des observations générales, on peut souligner, d'une part, les règles de droit public fixant des statuts professionnels ont aussi en vue la protection de certains intérêts catégoriels, dont en particulier la protection des investisseurs, protection tenant compte des droits et prérogatives de droit privé reconnus à ces derniers ; d'autre part, les règles de droit privé ne sont pas, dans le

la loi applicable par une éventuelle convergence des rattachements, le cas échéant. En outre, la mise en œuvre de la loi d'autonomie dans un contexte désormais largement réglementé soulève nombre d'incertitudes pratiques<sup>51</sup>.

Les avantages offerts par la loi d'autonomie ne sont ainsi pas indiscutables et ne parviennent pas à justifier la nécessité d'une approche indifférenciée des actifs.

Ces observations ont ainsi conduit le groupe à entreprendre une réflexion spécifique relative aux titres financiers, en raison de l'extension du support d'inscription aux registres distribués.

\*

## II. Détermination du droit applicable aux titres financiers inscrits en registres distribués<sup>52</sup>.

Compte tenu du double dispositif déjà rappelé, dont font l'objet les titres inscrits en registres distribués sur le terrain substantiel, une réflexion spécifique doit y être consacrée aux fins de détermination d'un critère rattachement. Cette réflexion doit avoir pour point de départ les règles de conflits en matière de titres financiers inscrits en compte (2.1.) pour en déterminer par analogie la pertinence et les nécessités d'adaptation (2.2.). La portée des rattachements peut enfin être précisée pour inclure la constitution et l'opposabilité des sûretés dans le champ de la loi désignée (2.3.).

### 2.1. Les règles de conflit en matière de titres financiers inscrits en compte.

Les solutions aux conflits lois relatifs aux titres inscrits en compte reposent sur une série de règles et principes d'inégale portée, qui explique la diversité des présentations qui en sont habituellement proposées en doctrine. Elles paraissent toutefois marquées par une relative stabilité, compte tenu de la présentation qui en avait été faite dans un rapport il y a une quinzaine d'années<sup>53</sup>, régulièrement évoqué par le groupe de travail au cours de ses discussions.

---

*champ du droit des biens en particulier, dépourvues de toute prise en compte de questions d'intérêt général. Aux conditions de protection du droit de propriété s'ajoute la détermination essentielle des choses dans et hors du commerce (v. art. 1128, anc. C.civ.).*

<sup>51</sup> V. *infra*, 3.2.1.

<sup>52</sup> Cette périphrase a été privilégiée pour ne soulever aucune ambiguïté, en dépit des autres appellations envisageables, comme celle de « titre financier numérique », ou « digital », ou, encore « tokénisé » : v. le Rapport sur les titres financiers digitaux ("Security Tokens"), du 27 novembre 2020 et le Rapport sur la réforme des titres financiers numériques, du 20 mai 2022, du Haut Comité Juridique de la Place Financière de Paris.

<sup>53</sup> Rapport sur un projet de règle de conflit de lois en matière de titres financiers, 1<sup>er</sup> juillet 2008, Prés. H. Synvet.

A cet égard, le rappel ainsi réalisé souligne la nécessaire continuité des réflexions à mener en droit des titres, en exposant les principes et règles qui forment le droit positif (2.1.1.) et en évoquant les pistes d'évolutions déjà envisagées (2.1.2.).

### 2.1.1. Droit positif.

Le droit international des titres financiers repose sur la combinaison de plusieurs rattachements dont l'articulation demeure difficile à systématiser, compte tenu de leur portée et de leurs sources, autrement qu'en suivant la chronologie des opérations relatives à la création et à la circulation du titre.

**1° Les principes généraux de délimitation de la loi de l'émetteur** lui conférant compétence relativement aux conditions d'émission, à la validité et à la forme – par exemple nominative ou au porteur – des titres émis, aux relations entre l'entité émettrice et les détenteurs, ainsi qu'aux conditions de fond du transfert de propriété et d'opposabilité à cette dernière<sup>54</sup>.

**2° Les dispositions relatives aux conditions de détention et au support du titre** avec en particulier, l'article L.211-3, alinéa 1<sup>er</sup>, du Code monétaire et financier<sup>55</sup> : « *Les titres financiers, émis en territoire français et soumis à la législation française, sont inscrits soit dans un compte-titres tenu par l'émetteur ou par l'un des intermédiaires mentionnés aux 2° à 7° de l'article L. 542-1, soit, dans les cas prévus à l'article L. 211-7, dans un dispositif d'enregistrement électronique partagé* »<sup>56</sup>.

**3° Les règles relatives à l'exercice du droit de propriété**, déterminées par référence à la *lex rei sitae*, d'après la localisation du registre tenu par l'émetteur ou du compte-titres tenu par l'intermédiaire, selon que le titre est nominatif ou au porteur.

Plus spécifiquement, le rattachement au compte résout trois difficultés envisagées par les textes qui forment l'acquis européen constitué par les dispositions des trois directives *Finalité*<sup>57</sup>, *Assainissement*<sup>58</sup> et *Collatéral*<sup>59</sup>, transposées en droit interne :

- Dans le champ de la directive *Finalité*, les droits sur les titres constitués en garantie au bénéfice de participants à un système ou de banques centrales – y compris la BCE – sont soumis à la loi de l'Etat dans lequel est situé le registre, compte ou système de dépôt centralisé dans lequel leurs droits sont inscrits<sup>60</sup> ;
- Dans celui de la directive *Assainissement*, l'exercice du droit de propriété sur les titres inscrits dans un registre, compte ou système de dépôt centralisé dans un Etat membre est régi par le droit de cet Etat<sup>61</sup> ;

---

<sup>54</sup> On observe également de manière juste et courante que le périmètre de la loi de l'émetteur est entendu plus largement concernant les titres de capital, les titres de créances ouvrant un plus large espace à la loi d'autonomie pour régir le contrat d'émission.

<sup>55</sup> Auquel renvoie l'article L.228-1, al. 6 C.com. au sujet des valeurs mobilières émises par les sociétés par actions.

<sup>56</sup> Y font exception les certificats représentatifs : R.211-7 COMOFI : « Un dépositaire central peut créer des certificats représentatifs de titres financiers français ne pouvant circuler qu'à l'étranger.

Il peut déléguer ce droit à un adhérent pour une émission déterminée ».

<sup>57</sup> Directive 98/26/CE du Parlement européen et du Conseil du 19 mai 1998 concernant le caractère définitif du règlement dans les systèmes de paiement et de règlement des opérations sur titres (JOCE, n° L 166, 11 juin 1998, p. 45–50)

<sup>58</sup> Directive n° 2001/24/CE du Parlement européen et du Conseil du 4 avril 2001 concernant l'assainissement et la liquidation des établissements de crédit (JOCE, n° L 125, 5 mai 2001)

<sup>59</sup> Directive 2002/47/CE du Parlement européen et du Conseil du 6 juin 2002 concernant les contrats de garantie financière (JOCE, n° L 168, 27 juin 2002, p. 43–50)

<sup>60</sup> Directive finalité, art. 9 (L. 330-2 IV, du Code monétaire et financier).

<sup>61</sup> Directive Assainissement, art. 24 (L. 613-31-8, du Code monétaire et financier).

- Enfin, dans le champ de la directive *Collateral* relative au régime applicable aux contrats de garantie financière, la nature juridique et les effets patrimoniaux de la garantie sous forme d'instruments financiers transmissibles par inscription en compte sont soumis à la loi du pays où le compte pertinent est situé<sup>62</sup>.

Le critère commun sur lequel repose l'acquis européen impose l'identification du compte pertinent. Il exclut ainsi tout choix dans la détermination de l'intermédiaire pertinent, à la différence de celui adopté par la *Convention du 5 juillet 2006 sur la loi applicable à certains droits sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire*.

Il soulève ainsi en lui-même des difficultés de mise en œuvre dans la détermination du compte pertinent. Le compte présentant en lui-même une dimension immatérielle, plusieurs modes de raisonnement sont possibles pour déterminer l'intermédiaire teneur de compte. La Commission européenne soutient la nécessité d'une interprétation commune des rattachements des trois directives et retient pour valables les éventuelles différences d'approche de la question dans les différents droits nationaux<sup>63</sup> dont, en particulier, celles déterminant le rattachement au lieu de prestation du service de conservation ou au lieu de tenue de compte tel qu'identifié dans la convention de tenue de compte<sup>64</sup>.

4° Enfin, l'article L.211-41 du Code monétaire pose **un principe d'assimilation des titres émis sur le fondement d'un droit étranger** aux fins des articles L. 211-3 à L. 211-40-1 du Code monétaire et financier, qui donne peu lieu à contentieux<sup>65</sup> et dont la portée n'a guère été fouillée en doctrine<sup>66</sup>.

<sup>62</sup> Directive collatéral, art. 9 (art. L.211-39, du Code monétaire et financier).

<sup>63</sup> Commission européenne – Fiche d'information, *Obligations garanties, distribution transfrontière des fonds d'investissement et transactions transfrontières sur des créances ou des titres (europa.eu)*, spec. §4. Sur la Communication de la Commission sur la loi applicable aux titres: "Cette communication expose le point de vue de la Commission sur la manière dont les dispositions concernées de la DCDR, de la directive concernant la liquidation et de la DCGF peuvent actuellement être appliquées. La Commission est d'avis que la différence de formulation entre les trois directives n'implique aucune différence quant au fond. En outre, sans préjudice d'éventuelles décisions futures de la Cour de justice de l'Union européenne, la Commission est d'avis que toutes les différentes façons de déterminer où un compte est «situé» ou «tenu» en vertu de la loi nationale sont valables. La Commission pourrait être amenée à l'avenir à examiner, en fonction des évolutions internationales, de la technologie ou des marchés, si une autre solution permettrait d'obtenir de meilleurs résultats ».

<sup>64</sup> Communication de la Commission au Parlement européen, au Conseil, au Comité économique et social européen et au comité des régions sur la loi applicable aux effets patrimoniaux des transactions sur titres, COM(2018) 89, 12 mars 2018 (<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/FR/TXT/PDF/?uri=CELEX:52018DC0089&from=FR>), spéc., point 3.2., p. 6.

v. le Rapport sur le nantissement de titres financiers dans l'Union européenne du Haut Comité Juridique de la Place Financière de Paris Octobre 2021, pp. 12-13.

<sup>65</sup> Visé par ex., en faveur de l'assimilation, par AMF, CDS, 12 oct. 2016, SAN-2016-13, p. 6, au sujet d'actions d'une société anonyme de droit panaméen aux fins de la qualification de l'activité de CIF ; à l'encontre de l'assimilation, AMF, CDS, 1<sup>er</sup> juill. 2019, SAN-2019-09, n° 109, écartant l'assimilation des parts d'une Limited Liability Company américaine aux fins d'investissement immobiliers de la qualification de titre de capital émis par une société par actions, confirmé par CE, 6<sup>ème</sup> - 5<sup>ème</sup> ch., réunies, 24 nov. 2021, n° 434011.

<sup>66</sup> Ce texte soulève essentiellement deux problèmes d'interprétation. Le premier est lié à la portée de l'assimilation, compte tenu des dispositions relatives au régime des titres financiers. Cette assimilation induit-elle le respect de la dématérialisation ? des règles relatives au transfert de propriété et à la négociabilité ? de celles relatives au nantissement ? Ces questions sont-elles dissociables ? Le second est lié aux qualifications utilisées, qui supposent de déterminer les instruments équivalents et droits représentatifs par référence à la notion de « placement financier » qui tend logiquement à englober les distinctions du droit français entre titres de capital, de créances et d'actions ou parts d'OPC, et à la notion d'entité. Si l'acte d'émission fonde l'assimilation, la mise en œuvre de l'assimilation suppose une identification et une reconnaissance d'entité distinctes de celles visées à l'article L.211-2 du Code monétaire et financier.

### 2.1.2. Evolutions envisagées.

A titre liminaire, les règles et principes qui viennent d'être rappelés ont été maintenus à défaut de ratification par l'Union européenne de la Convention de La Haye sur la loi applicable aux titres intermédiés.

Plusieurs propositions ont néanmoins été faites pour préciser ou simplifier l'état du droit existant.

**Au plan interne**, les principales résultent d'un rapport déjà évoqué, tendant à préciser l'étendue des questions relevant de la loi de l'émetteur, la soumission des titres nominatifs à la loi de l'émetteur ou à la loi désignée sur renvoi par celle-ci et à déterminer un rattachement spécifique pour les titres intermédiés.

Le groupe de travail a relevé en particulier l'intérêt et l'actualité de la proposition faite d'une inscription dans la loi d'une règle de conflit déterminant le champ d'application de la loi de l'émetteur<sup>67</sup>.

Les discussions ont en outre souligné l'intérêt de la méthode adoptée dans la détermination de la portée de la règle de conflit, par référence aux effets patrimoniaux, ainsi que le précisait la disposition relative aux titres intermédiés<sup>68</sup>.

**Au niveau de l'Union**, une initiative à ce jour non suivie d'effet tendait, entre autres, à préciser le critère du rattachement au compte<sup>69</sup>. La réflexion à ce sujet a été repoussée<sup>70</sup>.

## 2.2. Adaptation du critère de rattachement pour les titres financiers inscrits en registres distribués.

Différents travaux de place réalisés à l'étranger<sup>71</sup> ont mis en évidence la difficulté générale de *localisation* des actifs inscrits sur un registre distribué. C'est en réponse à cette difficulté que les Principes Unidroit souscrivent à un rattachement de principe fondé sur la loi d'autonomie.

Dans le contexte du droit français, un problème de détermination du rattachement est également observable compte tenu du rattachement au compte en usage pour les titres inscrits en compte. Enoncé sous forme de principe à l'article L.211-3, alinéa 2 du Code monétaire et financier, le principe

---

<sup>67</sup> Rapport sur un projet de règle de conflit de lois en matière de titres financiers, 1<sup>er</sup> juillet 2008, préc., dans lequel figure un futur article L.211-15 identifiant les questions relevant de la loi de l'émetteur. Initialement inscrite dans le projet de réforme du droit des titres, elle a été retirée du texte final de l'Ordonnance n° 2009-15 du 8 janvier 2009 relative aux instruments financiers. Cette proposition s'inscrit en cohérence avec d'autres propositions ultérieurement formulées tendant à préciser parallèlement le domaine de la *lex societatis* : Rapport sur le rattachement des sociétés, Haut Comité Juridique de la Place Financière de Paris, 31 mars 2021. Règle propre au droit des sociétés, elle n'en présente pas moins un intérêt pour déterminer ce qui relève de la loi de l'émetteur et ce qui relève de la loi applicable au titre comme objet de propriété, pour compléter la modification proposée du rattachement au siège réel en faveur du siège statutaire. Le même rapport propose ainsi en complément d'identifier par énumération non limitative les questions relevant de la *lex societatis* dans un futur article 1837-1 du Code civil disposant, entre autres que « La loi applicable à la société en vertu de l'article précédent régit notamment : (...) k) les droits et obligations des associés ; l) la preuve, l'acquisition et la perte de la qualité d'associé ; m) la détermination des titres susceptibles d'être émis par la société (...) ».

<sup>68</sup> V. note 15.

<sup>69</sup> Communication de la Commission au Parlement européen, au Conseil, au Comité économique et social européen et au comité des régions sur la loi applicable aux effets patrimoniaux des transactions sur titres, préc.

<sup>70</sup> Ibid. et Commission européenne – Fiche d'informations préc. note 53.

<sup>71</sup> FMLC, *Distributed Ledger Technology and Governing Law : Issues of Legal Uncertainty*, préc.

d'équivalence commande de manière générale l'extension des dispositions de droit substantiel applicables aux titres inscrits en compte à ceux inscrits dans un registre distribué.

Il n'apparaît toutefois pas possible, en droit international privé, d'identifier un équivalent au compte-titres dans le contexte des registres distribués. Reposant sur une succession d'inscriptions horodatées qui relatent des transactions, le registre distribué opère à l'image d'un livre-journal davantage qu'un compte-titres.

Le groupe de travail a relevé à cet égard que le recours à un registre distribué ne change pas fondamentalement la pratique des émetteurs concernant les titres nominatifs, en termes de comptabilité, compte tenu des nécessités de mise à jour périodique des comptes-titres individuels en correspondances avec le registre de mouvements des titres. Le support n'en est pas moins mentionné en termes différents.

Le principe d'équivalence invite ainsi à individualiser l'instrument et à opérer son transfert par l'inscription dans le registre distribué. Les éventuels relevés d'opérations communiqués aux titulaires par l'accès à leurs *wallets* demeurent ainsi extérieurs à cette inscription et soustraits à la mise en œuvre du principe d'équivalence.

Il en résulte que l'identification de la loi applicable par référence à la localisation du compte pertinent, propre au droit des titres, ne saurait être mise en œuvre, dans sa double acception.

Le critère de rattachement constitué par la localisation de l'intermédiaire pertinent résultant de la **Convention de La Haye relative à la loi applicable à certains droits sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire** est en décalage pratique avec l'absence de détention intermédiée, le titre n'étant inscrit que dans le registre distribué.

Ensuite, **selon l'acquis européen**, l'absence de compte exclut logiquement toute possibilité de rattachement au compte. Les exemptions du régime pilote suggèrent que la DLT offre la possibilité de s'affranchir du concept de compte-titres, permettant ainsi de se passer d'un TCC (teneur de compte conservateur) pour réaliser une centralisation par le biais de la DLT<sup>72</sup>. Par conséquent, il apparaît inadapté d'établir une règle de droit international privé reposant sur un rattachement au compte.

Il est ainsi impossible de réaliser une application du critère du compte sans méconnaître la difficulté, compte tenu des différentes modalités de tenue du registre (2.2.1) respectivement applicables aux titres nominatifs (2.2.2.) et aux titres soumis au régime pilote (2.2.3.).

### **2.2.1. Nécessité de différencier les titres nominatifs et les titres soumis au régime pilote.**

A l'examen, le droit substantiel des titres financiers permet de surmonter la difficulté. On peut en effet observer au sujet des titres inscrits en compte que, par le biais du rattachement au compte, l'élément déterminant en pratique est l'identification de l'intermédiaire pertinent, plutôt que le

---

<sup>72</sup> *Considérant 30. Il faut ainsi souligner que l'atout majeur de la DLT réside dans sa capacité à fusionner conservation (y compris la conservation au niveau de l'investisseur), négociation et règlement en une opération unique.*

compte en lui-même<sup>73</sup>. Le raisonnement s'articule autour du critère de l'entité garantissant l'intégrité juridique du titulaire du droit.

Or le droit positif repose sur deux systèmes alternatifs de tenue de registre permettant l'identification d'un conservateur :

- Pour les titres nominatifs soumis au dispositif de l'ordonnance « Blockchain » du 8 décembre 2017, le registre est tenu par l'émetteur<sup>74</sup> - ou son mandataire<sup>75</sup> ;
- Pour les titres soumis au régime pilote, l'enregistrement et/ou l'inscription sont assurés par une infrastructure DLT. Il convient ainsi d'identifier l'activité de tenue de registre constituant le rattachement le plus pertinent entre l'enregistrement ou l'inscription.

### **2.2.2. Rattachement des titres nominatifs à la loi de l'émetteur.**

Le cas des titres nominatifs est apparu faiblement problématique aux fins de détermination de la loi applicable. Leur inscription dans un registre tenu par l'émetteur permet une déclinaison commode des principes de droit international privé applicables aux titres nominatifs. La loi de l'émetteur offre une fixité et une sécurité pour les tiers et trouve à s'appliquer comme loi de tenue de registre par simple adaptation du critère de la tenue de compte.

La présence éventuelle d'un mandataire chargé par l'émetteur de l'administration des inscriptions ne modifie pas davantage l'analyse au sujet d'un registre distribué qu'au sujet d'un compte-titres, à défaut de toute disposition particulière relative au statut de ce mandataire, la responsabilité de tenue de l'inscription reposant en toute hypothèse sur l'émetteur<sup>76</sup>.

S'agissant ainsi d'une simple déclinaison de la règle en usage dans le contexte de la réalisation des inscriptions sur registre distribué, il ne semble pas nécessaire au groupe de la formuler dans une disposition spécifique.

La formulation d'une telle disposition de manière expresse pourrait toutefois être l'occasion de proclamer la solution tant pour les titres inscrits en compte qu'au sein d'un registre distribué<sup>77</sup>.

**Proposition N° 1 : Les titres nominatifs inscrits dans un registre distribué devraient être soumis, pour leurs conditions et effets patrimoniaux, à la loi de l'émetteur.**

<sup>73</sup> En ce sens, *Rapport sur un projet de règle de conflit de lois en matière de titres financiers*, 1<sup>er</sup> juillet 2008, Prés. H. Synvet, n° 13, p. 5.

<sup>74</sup> L.211-7, al. 2, CMF. Adde, R.211-2, CMF et 322-2, II, RG AMF.

<sup>75</sup> Art. R. 211-3, CMF.

<sup>76</sup> Cf., C. mon. fin., art. L. 211-8 et R. 211-3.

<sup>77</sup> En ce sens, la proposition du *Rapport sur un projet de règle de conflit de lois en matière de titres financiers*, 1<sup>er</sup> juillet 2008, Prés. H. Synvet, p. 6, la proposition d'un nouvel article sous le numéro L.211-16.

Compte tenu de l'absence de toute responsabilité propre reconnue au mandataire à l'égard des investisseurs inscrits, le groupe de travail n'a pas souhaité se prononcer, lors des discussions, sur l'opportunité de l'admission du renvoi en la matière.

### 2.2.3. Détermination du rattachement pour les titres soumis au régime pilote : Lieu de situation de l'infrastructure d'enregistrement<sup>78</sup> - SR ou SNR DLT.

Dans la détermination du rattachement pour les titres soumis au régime pilote, le groupe de travail a été animé par une double préoccupation. Il convient d'adopter une solution cohérente avec le contenu du règlement dans son ensemble, en vue d'une éventuelle généralisation à l'échelle européenne par adaptation des solutions composant l'actuel acquis européen, d'une part, et qui tienne compte de la double réalité représentée par la réalisation d'actes de disposition réalisés directement sur le registre distribué ou en dehors (« on/chain v. off/chain transactions »<sup>79</sup>), d'autre part<sup>80</sup>.

A cet égard, il est apparu par analogie avec les titres inscrits en compte qu'un rattachement objectif présentait l'avantage indiscutable de la sécurité juridique par l'unification de la loi applicable à l'exécution de la transaction et à l'inscription dans le registre susceptible d'en résulter<sup>81</sup>.

Sur ces bases, la réflexion a mis en lumière la pertinence d'un rattachement à l'infrastructure de marché, en charge de l'enregistrement du titre lui-même ou de sa conservation<sup>82</sup>. Il s'agira selon les cas d'un système de règlement DLT (ci-après, « SR DLT ») ou d'un système de négociation et de règlement DLT (ci-après, « SNR DLT »)<sup>83</sup>.

**Ce choix a d'abord paru préférable à d'autres rattachements objectifs.** Il a en particulier paru plus adapté à l'objet de la règle de conflit que le rattachement à l'autorité de surveillance. Il a été observé que ce dernier rattachement présente différents intérêts. Il fait coïncider le traitement des questions de droit privé avec l'application d'un dispositif de régulation<sup>84</sup>. Il permet en outre de limiter incertitudes pouvant affecter l'infrastructure en cas de changement de son siège social.

---

<sup>78</sup> Ce critère rejoint, parmi ceux identifiables, à celui de l'opérateur du système désigné dans les travaux du FMLC (p. 18-19, n° 6.16-6.19) comme « PROPA - Place of the Relevant Operating Authority/Administrator ». Dans le champ du règlement régime pilote, il apparaît préférable de s'en tenir à une présentation suivant les définitions et concepts de celui-ci.

<sup>79</sup> En général, sur la distinction et les modalités des transferts on-chain et off-chain, UK Jurisdiction Taskforce Legal Statement (n 19) paras 45 and 48.

<sup>80</sup> V. Questions and Answers On the implementation of Regulation (EU) 2022/858 of the European Parliament and of the Council of 30 May 2022 on a pilot regime for market infrastructures based on distributed ledger technology, 2 June 2023 ESMA70-460-189, dans lequel l'ESMA précise que la tokenisation partielle est possible. Il revient à l'infrastructure de se charger de la réconciliation entre les deux émissions.

<sup>81</sup> Comp. Rapport sur un projet de règle de conflit de lois en matière de titres financiers, 1<sup>er</sup> juillet 2008, Prés. H. Synvet, n° 13, p. 5.

<sup>82</sup> Selon la définition qu'en donne l'article 2, 7), constitue un « système de règlement DLT » ou « SR DLT », « un système de règlement qui règle des transactions sur des instruments financiers DLT contre paiement ou contre livraison, indépendamment du fait que ce système de règlement ait été conçu et notifié conformément à la directive 98/26/CE, et qui permet l'enregistrement initial d'instruments financiers DLT ou permet la fourniture de services de conservation d'instruments financiers DLT ».

<sup>83</sup> Au sens de l'article 2, 10), est « système de négociation et de règlement DLT » ou « SNR DLT », « un MTF DLT ou un SR DLT qui combine les services proposés par un MTF DLT et un SR DLT ».

<sup>84</sup> Comp. le choix opéré par le §32 de la Loi allemande sur les titres électroniques (Gesetz über elektronische Wertpapiere – eWpG), Journal officiel fédéral allemand (BGBl.), 3 juin 2021, partie I, p. 1423 : « § 32 Anwendbares Recht (1) Soweit nicht § 17a des Depotgesetzes anzuwenden ist, unterliegen Rechte an einem elektronischen Wertpapier und Verfügungen über ein elektronisches Wertpapier dem Recht des Staates, unter dessen Aufsicht diejenige registerführende Stelle steht, in deren elektronischem Wertpapierregister das Wertpapier eingetragen ist. (2) Steht die registerführende Stelle nicht unter Aufsicht, so ist der Sitz der registerführenden Stelle maßgebend. Ist der Sitz der registerführenden Stelle nicht bestimmbar, so ist der Sitz des Emittenten des elektronischen Wertpapiers maßgebend ». « Sec. 32 – Applicable Law (1) Unless Sec. 17a of the German Securities Deposit Act (Depotgesetz) applies, rights in an electronic security and dispositions of an electronic security shall be governed by the law of the country under whose supervision the registrar in whose electronic securities register the security is entered is located. (2) If the registrar

Le rattachement à l'autorité de surveillance a paru toutefois non pertinent pour un certain nombre de raisons.

- Si leurs résultats pratiques sont proches, les rattachements énoncés à l'article 12 du règlement régime pilote ont l'inconvénient de déterminer l'autorité compétente de manière différente en fonction de l'exploitant et du type d'infrastructure<sup>85</sup>.
- De plus, ce rattachement est fondé sur une analyse de l'infrastructure comme entité régulée qui n'a pas été retenue pour déterminer le rattachement au compte de l'intermédiaire pertinent en droit des titres. Les droits dont ils font l'objet et les modalités de circulation des titres ne relèvent pas du régime pilote. Dans une perspective française et européenne, ce critère est ainsi étranger à la réflexion relative au critère de rattachement relative aux conditions et effets patrimoniaux des titres inscrits en compte.
- En outre, le rattachement à l'autorité compétente ne dispense pas, dans le contexte du régime pilote, de la réflexion à mener pour déterminer quelle infrastructure doit être prise en compte.

Il a ensuite été observé que dans le régime pilote, **deux rattachements distincts peuvent être identifiés en fonction des activités conduites par les infrastructures DLT, selon qu'elles opèrent une inscription des titres par admission aux négociations ou procèdent à leur enregistrement initial**<sup>86</sup>.

Le rattachement à l'infrastructure d'inscription - « système multilatéral de négociation DLT » ou «MTF DLT»<sup>87</sup> présente en effet une faiblesse importante. Contingent, il impose d'adopter un rattachement subsidiaire peu évident à déterminer et à mettre en œuvre, rendant plus complexe le maniement de la règle de conflit.

Un tel critère subsidiaire est délicat à identifier autrement qu'au lieu depuis lequel opère l'investisseur. Ce rattachement subsidiaire est doublement problématique<sup>88</sup>.

Il suggère une analyse en droit substantiel qui autorise l'investisseur à se connecter directement à la DLT et à accomplir les activités de conservation de ses propres titres. L'approche de la question n'est pas harmonisée au niveau européen. En l'état des dispositions du Code monétaire et financier, l'activité d'intermédiation<sup>89</sup> est en effet limitée à l'administration d'instruments financiers. Le service

---

*is not under supervision, the registered office of the registrar shall be decisive. If the registered office of the registrar cannot be determined, the registered office of the issuer of the electronic security shall be decisive" (English Convenience Translation by Prof. Dr. Christoph H. Seibt, accessible au lien suivant: <https://www.degruyter.com/document/doi/10.9785/9783504388010-009/html>, consulté pour la dernière fois le 18 mars 2024).*

<sup>85</sup> Cet article est ainsi conçu aux fins de coordination avec le dispositif de régulation dont relève l'exploitant. Ainsi, pour les MTF DLT et SNR DLT, si l'exploitant est une entreprise d'investissement, le rattachement s'effectue à l'autorité de l'Etat d'origine, soit l'état du siège (art. 4, paragraphe 1, point 55) a) ii) et iii), de la directive 2014/65/UE Directive MIF). Décliné par analogie, c'est là encore l'autorité de surveillance de l'état du siège qui serait compétente lorsque l'exploitant est un opérateur. Pour les SR ou SNR DLT, l'autorité compétente sera déterminée selon l'article 2, paragraphe 1, point 23), du règlement (UE) no 909/2014 définissant comme Etat membre d'origine l'Etat d'établissement du dépositaire central de titres exploitant l'infrastructure.

<sup>86</sup> Art. 2, 7), préc.

<sup>87</sup> Art. 2, 6).

<sup>88</sup> Outre la réflexion traditionnelle à mener quant à l'identification du rattachement lui-même selon que l'investisseur est une personne morale ou une personne physique, et, en ce dernier cas, entre le domicile et la résidence habituelle, ce dernier paraissant plus adapté pour les personnes physiques.

<sup>89</sup> R.211-4, al. 2, COMOFI : « Un propriétaire de titres financiers au porteur inscrits dans un dispositif d'enregistrement électronique partagé en application du règlement (UE) 2022/858 du Parlement européen et du Conseil du 30 mai 2022 sur un régime pilote pour les infrastructures de marché reposant sur la technologie des registres distribués, et modifiant les règlements (UE) n° 600/2014 et (UE) n° 909/2014 et la directive 2014/65/UE peut charger un intermédiaire mentionné à l'article L. 211-3 ou une "infrastructure de marché DLT " au sens de ce même règlement de détenir les moyens d'accès à ses titres, y compris sous la forme de clés cryptographiques

porte sur la « détention des moyens d'accès aux titres » et non sur les titres eux-mêmes de sorte qu'il est exclu d'y voir un véritable élément permettant de les localiser. Même en présence d'un intermédiaire, les titres restent inscrits et situés au niveau de l'infrastructure de marché SR/ SNR DLT.

Il conduit en outre, en pratique, à un morcellement de la loi applicable à des titres identiques, inscrits dans un même système de règlement.

Le rattachement fondé sur l'infrastructure d'enregistrement offrant le service de conservation ne présente aucun de ces inconvénients.

**Enfin, le rattachement fondé sur l'infrastructure d'enregistrement présente plusieurs avantages intrinsèques.**

Il assure l'unité de la loi applicable à la transaction et à l'inscription. La fixité du critère ne remet pas en cause la possibilité de réalisation de transactions « off-chain » soumises à la loi d'autonomie pour la détermination des obligations des parties à l'acte de cession, non plus que l'intervention, comme lois de police<sup>90</sup>, de dispositions déterminant les délais de négociation et de règlement, susceptibles d'être complétées par des règles de marché.

Le rattachement à la loi du siège social de l'infrastructure procède d'une analyse de la localisation des titres sur le terrain substantiel. Il est cohérent avec les choix opérés par la loi n° 2023-171 du 29 mars 2023 et du son décret d'application n° 2023-421 du 31 mai 2023, permettant la possibilité pour les titres financiers numériques de revêtir la forme au porteur aux fins d'une admission aux opérations d'une infrastructure de marché DLT<sup>91</sup>. L'option ainsi choisie permet de considérer la localisation des titres au niveau de l'infrastructure de marché qui opère la DLT. Le choix d'un semblable rattachement s'attache à la forme au porteur du titre tel qu'il est analysé sur le terrain substantiel.

Le rattachement au siège de l'infrastructure d'enregistrement (SR/SNR DLT) assure la prévisibilité de la loi applicable et la sécurité juridique à deux égards. L'infrastructure devra être agréée dans le cadre du Régime pilote par l'Autorité compétente de son lieu d'établissement. Aussi, l'infrastructure sera réputée être là où elle a été agréée<sup>92</sup>. En outre, ce rattachement conduit à déterminer le droit applicable, indépendamment de la présence d'un intermédiaire réalisant des activités d'administration<sup>93</sup>.

---

*privées, et de traiter les événements concernant ces titres, dans les conditions fixées par le règlement général de l'Autorité des marchés financiers ».*

<sup>90</sup> *Lois de police telles que définies de manière générale à l'article 9 du règlement Rome I et trouvant à s'appliquer indépendamment de la recherche et de l'analyse du contenu de la loi par ailleurs éventuellement choisie entre les parties pour régir leurs obligations respectives.*

<sup>91</sup> Art. L.211-7, al. 3 et R. 211-2, al. 2, COMOFI. Option préconisée par le rapport du HCJP sur la réforme des titres financiers numériques, 20 mai 2022, p. 5 et pp. 9-13 : [https://www.banque-france.fr/fr/system/files/2023-10/rapport\\_49\\_f.pdf](https://www.banque-france.fr/fr/system/files/2023-10/rapport_49_f.pdf).

<sup>92</sup> *La logique d'exercice de l'activité selon un mécanisme de passeports sera identique à celle des dispositifs MIF ou DCT auxquels renvoie l'article 12. Le règlement permettra en toute hypothèse de localiser l'infrastructure via son agrément et son autorisation dans le cadre du régime pilote.*

<sup>93</sup> R.211-4, alinéa 2 du Code monétaire et financier.

### 2.3. Portée du rattachement – inclusion des questions relatives à la constitution et à l’opposabilité des sûretés constituées.

Une brève analyse de la pertinence du rattachement doit être réalisée pour envisager l’inclusion dans le champ de la loi désignée de la constitution et l’opposabilité des sûretés légales ou conventionnelles susceptibles de grever les titres financiers.

Le lieu de situation du système de règlement et de négociation est un rattachement qu’il est pertinent et opportun d’étendre en la matière.

La soumission de la constitution et de l’opposabilité à une loi identique à celle commandant les autres effets patrimoniaux est un facteur important de simplification dont il convient d’évaluer la pertinence.

Outre la simplification qu’elle apporte par l’unification des questions relevant de la loi applicable, il faut observer que l’inclusion des sûretés est conforme à la logique de l’acquis européen et, en particulier, de la Directive *Finalité*<sup>94</sup>. Tant pour les sûretés constituées au sein d’un système<sup>95</sup> que pour les droits et obligations résultant de son fonctionnement, la loi du système est applicable. Le rattachement suit ainsi une logique d’unification de la loi applicable au sein du système et suggère l’intérêt de son extension pour les droits et obligations hors système, en particulier à l’égard du créancier muni de sûreté.

Le groupe de travail n’a ainsi relevé aucune objection à l’encontre d’une soumission de la constitution et de l’opposabilité des sûretés conventionnelles à la loi applicable aux autres effets patrimoniaux.

**Proposition n° 2** : le groupe de travail préconise l’inclusion, dans la sous-section du Code monétaire et financier relative à l’inscription des titres financiers, d’une règle de conflit spécifique soumettant, quant à leurs conditions et effets patrimoniaux, les titres financiers relevant du régime pilote à la loi du système de règlement ou du système de négociation et de règlement DLT.

*« L. XXX Code monétaire et financier : Les conditions et effets patrimoniaux des opérations sur des titres financiers inscrits au moyen d’une technologie des registres distribués dans les conditions fixées par le règlement (UE) 2022/858 du Parlement européen et du Conseil du 30 mai 2022 sur un régime pilote pour les infrastructures de marché reposant sur la technologie des registres distribués, et modifiant les règlements (UE) n° 600/2014 et (UE) n° 909/2014 et la directive 2014/65/UE sont déterminés par la loi de l’Etat où est située l’entité autorisée pour opérer le système de règlement DLT ou le système de négociation et de règlement DLT, le cas échéant ».*

Selon la méthode rappelée en introduction, en faveur de l’identification de la portée du rattachement, le groupe de travail s’est également accordé pour suggérer une formulation possible

<sup>94</sup> Directive finalité, art. 9.2 (L. 330-2 IV, du Code monétaire et financier).

<sup>95</sup> V. art. L.330-1, I du Code monétaire et financier.

d'un complément à la règle de conflit ainsi formulée, par un énoncé indicatif de la portée du rattachement choisi.

*« Sont soumis à la loi ainsi désignée, notamment, la nature des droits dont ces titres sont l'objet, l'opposabilité de ces droits aux tiers, le régime de leur transmission, les conditions de la revendication des titres financiers, la constitution et les effets des garanties conventionnelles sur titres financiers, les sûretés légales susceptibles de les grever, le conflit de droits concurrents portant sur les mêmes titres financiers »<sup>96</sup>.*

\*

### III. Détermination du droit applicable aux autres actifs inscrits en registres distribués.

Le groupe de travail a envisagé distinctement les conditions d'élaboration d'une règle de conflit consacrée aux actifs inscrits en registres distribués autres que les titres financiers. La réflexion relative à la nécessité d'introduire une règle de conflit s'inscrit dans un triple contexte :

- **Au niveau interne**, il n'existe aucune règle de conflit spécifiquement consacrée à ces actifs nouveaux. Le projet de Code de droit international privé établi sous l'égide de la Chancellerie ne comporte d'une manière générale, aucune disposition relative aux instruments dématérialisés et aux titres représentatifs.

Les seules dispositions relatives aux propriétés incorporelles concernent les droits de propriété intellectuelle (art. 105 et s.). Pour l'hypothèse où cet instrument serait adopté, sa seule portée systématique susceptible d'être mentionnée tient à la délimitation générale du droit applicable en matière de droits réels entendue, au sens de son article 97 comme *« le droit de propriété, les droits sur la chose d'autrui et les sûretés réelles »*.

- **Au niveau européen**, la réflexion relative aux rattachements des instruments inscrits sur un registre distribué avait été incidemment repoussée dans un document de travail, la jugeant prématurée<sup>97</sup>. Elle a toutefois été introduite dans le cadre des travaux relatifs à la proposition de règlement sur la loi applicable à la cession de créances<sup>98</sup>, dans un document établi par le Conseil<sup>99</sup>.

---

<sup>96</sup> *Comp. Rapport sur un projet de règle de conflit de lois en matière de titres financiers, préc., n° 15, p. 6., en particulier, la proposition d'introduire un article L.211-17, déjà cité.*

<sup>97</sup> *Commission européenne, « Capital Markets Union : covered bonds, cross-border distribution of investment funds and cross-border transactions in claims and securities », préc.*

<sup>98</sup> *Proposition de RÈGLEMENT DU PARLEMENT EUROPÉEN ET DU CONSEIL sur la loi applicable à l'opposabilité des cessions de créances : COM/2018/096 final - 2018/044.*

<sup>99</sup> *Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on the law applicable to the third-party effects of assignments of claims - 4 column table", du 3 décembre 2021.*

- C'est ainsi essentiellement à **l'échelle internationale** que de très nombreuses réflexions ont été conduites. D'étendue et de portée plus ou moins larges, les travaux conduits paraissent déjà trop nombreux pour faire l'objet d'une présentation exhaustive dans le cadre du présent rapport<sup>100</sup>.

Elles ont connu leur principal aboutissement avec l'inscription d'une règle de conflit de lois au sein des Principes Unidroit sur les actifs numériques et le droit privé déjà évoquée<sup>101</sup>. Ces Principes sont conçus comme un instrument non-contraignant destiné à orienter le développement de la pratique, tant des opérateurs que des législateurs nationaux<sup>102</sup>, dont l'influence sur le développement d'un futur cadre conventionnel demeure incertaine.

### **L'initiative conjointe Unidroit-Conférence de La Haye.**

Dans le prolongement de l'adoption des Principes Unidroit, une initiative conjointe a en effet été entreprise avec la Conférence de droit international de La Haye en vue de l'édiction d'un instrument conventionnel, inspiré de l'approche des « actifs numériques » proposée par les Principes Unidroit et de la règle de conflit qu'ils renferment.

Ainsi qu'il a été rappelé en introduction, cette initiative a été interrompue au début de l'année 2024, compte tenu des réserves émises notamment par la France et partagées par d'autres membres du HCCH<sup>103</sup>.

### **Loi type de la CNUDCI sur les documents transférables électroniques (2017).**

Il faut rapprocher des principes Unidroit, qui ont en vue l'univers des registres distribués, d'une Loi type de la CNUDCI concernant d'autres représentations électroniques d'actifs et instruments du commerce international, jusqu'ici exclus des textes d'harmonisation conventionnels<sup>104</sup>. L'articulation du principe de reconnaissance internationale des documents transférables électroniques qui en forment l'objet avec les règles de droit international privé relatives aux actifs inscrits en registres distribués suscite d'importantes réflexions de place à l'étranger<sup>105</sup> et appelle un questionnement spécifique dans le contexte de la transposition en cours de la Loi type en droit français, par création d'un régime propre aux titres transférables électroniques dans la *Proposition de loi n°2623 visant à accroître le financement des entreprises et l'attractivité de la France*.

\*

Dans ce contexte dense et instable, le groupe de travail n'a pas souhaité formuler de proposition sur chacune des difficultés qui vont être exposées. Il a été jugé préférable de s'en tenir à l'identification

---

<sup>100</sup> Outre les travaux déjà cités, on mentionnera sans être exhaustif les différents travaux, abordant de manière plus ou moins étroite la question des actifs représentés électroniquement, dans le champ du droit des sûretés, la Loi type de la CNUDCI sur les sûretés mobilières (2016), à articuler sur le terrain des conflits de lois avec les travaux de l'European Law Institute, *ELI Principles on the Use of Digital Assets as Security - Report of the European Law Institute, 2022*, qui seront évoqués ci-après (3.3.2.) et, en relation à la circulation des créances, les dispositions de la Loi type d'Unidroit sur l'affacturage adoptée lors de la même session que les Principes Unidroit, et articulant des dispositions de droit substantiel et un riche chapitre VIII consacré aux conflits de lois.

<sup>101</sup> V. *supra*, 1.2.

<sup>102</sup> Principes UNIDROIT 2023 - C.D. (102) 6, Introduction des Principes, § 0.3, p. 11.

<sup>103</sup> V. *supra*, l'introduction à ce rapport.

<sup>104</sup> Ainsi la Convention des Nations Unies du 23 novembre 2005 sur l'utilisation des communications électroniques dans les contrats internationaux excluait-elle les lettres de change, billets à ordre, aux lettres de transport ou autres instruments transférables donnant le droit au porteur ou au bénéficiaire de demander la livraison de marchandises ou le paiement d'une somme d'argent.

<sup>105</sup> V. au Royaume-Uni, la consultation lancée par la Law Commission, *Digital assets and ETDs in private international law: which court, which law? Call for evidence*, Février 2024.

des principaux choix à opérer, en fonction d'évolutions du droit substantiel en cours et dont le sens n'est pas toujours déjà connu, compte tenu des adaptations en discussion du droit français résultant de l'adoption du règlement MiCA.

Pour ce faire, le groupe de travail a entrepris de réfléchir à l'élaboration d'une règle de conflit en déterminant la catégorie de rattachement (3.1), avant l'identification du critère de rattachement (3.2.). La réflexion a été complétée par des précisions relatives à la détermination de la portée de la règle de conflit (3.3.).

### **3.1. Délimitation de la catégorie de rattachement.**

La diversité des actifs et instruments inscrits en registres distribués est considérable. La technologie de registres distribués a eu comme double effet de donner une forme nouvelle à des instruments connus et de permettre l'avènement de nouveaux types d'actifs. En raison de cette diversité, la réflexion de droit international privé peut être très étendue. De manière non nécessairement exhaustive<sup>106</sup>, le groupe de travail a considéré qu'un certain nombre d'instruments devaient, compte tenu de leur particularisme, être exclus du champ de la réflexion (3.1.1.).

Au bénéfice de ces exclusions, il est nécessaire de déterminer les éléments de droit substantiel permettant d'identifier en première intention une catégorie de rattachement (3.1.2.) et préciser les alternatives méthodologiques ouvertes par celle-ci (3.1.3.).

On soulignera ici que les analyses et alternatives mentionnées dans la délimitation de la catégorie de rattachement ne préjugent en rien de l'adéquation ou de l'inadéquation des règles applicables en droit substantiel, telle qu'elles ont pu être envisagées dans d'autres travaux de place.

#### **3.1.1. Actifs exclus.**

L'identification des catégories de rattachement a également conduit le groupe à restreindre le champ de sa réflexion en opérant une triple exclusion hors du champ de la réflexion des monnaies numériques émises par les banques centrales (« MNBC ») (i), les « non-fungible tokens » (ii) et les documents transférables électroniques (iii).

##### *i. MNBC*

Compte tenu des questionnements concernant leur nature juridique et l'opportunité de leur émission, ainsi que des travaux en cours au niveau européen sur le sujet et des différentes formes que pourraient recouvrir les MNBC (MNBC de détail et MNBC de gros), les monnaies numériques de banque centrale ont été maintenues hors du champ de la réflexion.

---

<sup>106</sup> Par exemple, le groupe de travail n'a ainsi pas conduit d'analyse de la pertinence d'inclure ou d'exclure les crédits carbone. Les échanges inventoriant la diversité des situations ont conduit à privilégier l'analyse de certains instruments et les justifications de leur exclusion, susceptibles d'être étendues à d'autres instruments, au bénéfice d'analyses ultérieures et particulières.

Au-delà des questionnements relatifs à leur admission sous l'angle de la politique et du droit monétaire<sup>107</sup>, celles-ci soulèvent des difficultés spécifiques de rattachement mais aussi de portée de la loi désignée par la règle de conflit compte tenu de son articulation avec la loi de l'Etat émetteur (*lex monetae*) qui en détermine les modalités technologiques et juridiques.

Il faut souligner d'abord que les réflexions en cours conduites au HCCH reconnaissent le particularisme des MNBC sur le terrain du droit international privé<sup>108</sup>. On observera ensuite que, théoriquement inclus dans la catégorie des actifs numériques définis par les Principes Unidroit, il résulte du commentaire à ces Principes la nécessité d'une articulation entre la loi applicable au MNBC en tant qu'actif et la *lex monetae* conférant un large champ d'application à cette dernière au point de rendre incertain le périmètre de la loi applicable aux MNBC comme objets de propriété<sup>109</sup>.

Le groupe de travail a ainsi conclu qu'un travail dédié s'imposait, excédant le périmètre de sa réflexion.

## ii. NFT

Ont été exclus les NFT compte tenu d'un certain nombre de difficultés excédant le seul périmètre d'une réflexion concernant le droit des biens. Les NFT peuvent en particulier être saisis, au-delà de leur dimension patrimoniale, sur le terrain du droit de la preuve. En outre, même dans leur dimension patrimoniale, la détermination de la règle de conflit suppose d'examiner leur similarité avec un objet de propriété intellectuelle. Il a ainsi paru excéder le périmètre du groupe de travail de conduire une réflexion sur les NFT en eux-mêmes.

## iii. Documents transférables électroniques

Ont enfin été exclus les instruments concernés par la Loi-Modèle de la CNUDCI sur les documents transférables électroniques. La loi-type est un instrument de droit matériel dont les dispositions essentielles tiennent en un principe de reconnaissance de l'efficacité et de la validité des documents transférables électroniques d'un point de vue substantiel (article 7) et dans un contexte international (article 19), assorti d'un principe général d'équivalence fonctionnelle entre l'écrit papier et l'écrit électronique (chapitre II).

Son champ d'application est toutefois très largement à la main des Etats, seules quelques exclusions expresses résultant de l'article 1§3. C'est ainsi aux Etats qu'il appartient de déterminer leurs propres exclusions compte tenu de la conception qu'ils se font de certains, instruments, ainsi que les rédacteurs l'admettent en particulier concernant le droit cambiaire<sup>110</sup>.

En vertu du principe de neutralité technologique qui leur est commun, cette loi-type et les Principes Unidroit appellent une coordination dans d'hypothétiques textes de transposition.

---

<sup>107</sup> IMF Working Paper, *Legal Aspects of Central Bank Digital Currency: Central Bank and Monetary Law Considerations*, WP/20/254, November 2020.

<sup>108</sup> Travaux exploratoires : *Aspects de droit international privé des monnaies numériques de banques centrales (MNBC) – Document Doc. pré. No 4 de janvier 2024*

<sup>109</sup> Principes UNIDROIT 2023 - C.D. (102) 6, note explicative, n° 2.12. En marge de la loi applicable à l'actif comme objet de propriété, la *Lex monetae* a vocation à régir, entre autres les relations du détenteur avec la Banque centrale émettrice, le statut de la monnaie, entendu comme sa convertibilité en monnaie fiduciaire, son cours légal...

<sup>110</sup> v. n°s 30 à 33 de la note explicative

Les raisons à leur exclusion du champ de la réflexion du présent rapport sont essentiellement de deux ordres.

D'une part, la loi-modèle n'entend pas affecter les règles de conflits de lois existantes relatives aux différents types d'instruments répondant à la qualification de documents transférables électroniques. L'article 19.2 énonce ainsi qu' « aucune disposition de la présente Loi n'a d'incidence sur l'application aux documents transférables électroniques de règles du droit international privé régissant les documents ou instruments transférables papier ». La réflexion relative à la détermination d'une règle de conflit supposerait ainsi sa confrontation avec le cadre préexistant qui est extrêmement étendu et répond à ses impératifs propres, en matière cambiaire ou en matière de transport, par exemple<sup>111</sup>.

Ainsi qu'il a été mentionné plus haut, la réflexion de droit international privé à mener implique de considérer les choix de transposition actuellement en discussion au Parlement concernant la proposition de loi n° 2623 visant à accroître le financement des entreprises et l'attractivité de la France, instituant dans son actuel titre II un régime propre aux titres transférables électroniques, à ses articles 7 et 8, identifiant son porteur à celui qui dispose de son contrôle exclusif.

D'autre part, dans la mesure où les registres distribués ne sont qu'une modalité de numérisation d'instruments de droit privé, la difficulté consiste à déterminer si les documents et instruments visés par la Loi-type peuvent également recevoir la qualification d'actifs numériques au sens des Principes Unidroit. La difficulté a été vue par les rédacteurs des principes Unidroit. S'ils peuvent être qualifiés comme « actifs numériques » selon les Principes Unidroit, les documents transférables électroniques demeurent soumis aux règles substantielles et de conflit qui leur sont propres, compte tenu de leurs particularités. Dans la note explicative, il est en effet proposé de surmonter cette difficulté d'articulation en conférant une priorité d'application aux lois de transpositions propres aux documents transférables électroniques sur les règles relatives aux actifs numériques<sup>112</sup>.

### 3.1.2. Données générales sur la qualification des « crypto-actifs ».

La qualification des actifs en registres distribués en droit substantiel est essentielle à la bonne identification de la catégorie de rattachement. Une difficulté résulte ainsi de l'analyse des actifs autres que les titres financiers en droit substantiel, qui demeure largement à construire. Les réponses très diverses apportées en droit comparé soulignent la difficulté de l'entreprise. Plusieurs systèmes juridiques ont élaboré des qualifications originales, d'étendue variable en fonction de la tradition juridique et de l'objet de la législation en la matière :

- Le droit des Etats-Unis a déjà été mentionné<sup>113</sup> et se singularise. Il propose désormais une qualification unitaire, fondée sur le critère du contrôle avec les *Controllable Electronic Records* (CER) objet de l'article 12 du *Uniform Commercial Code*<sup>114</sup>, tandis qu'en termes de

---

<sup>111</sup> Il y a donc lieu, d'un point de vue français, de continuer à raisonner par exemple avec le système de Genève (7 juin 1930) pour les lettres de change ou les règles de « La Haye-Visby » pour le connaissance (la Convention de Bruxelles du 25 août 1924 pour l'unification de certaines règles en matière de connaissance a fait l'objet de deux protocoles modificatifs des 23 février 1968 et 21 décembre 1979 (« Règles de La Haye-Visby »).

<sup>112</sup> Sur la prévalence des dispositions étatiques reprenant la Loi-modèle, préc., sur les « Principes », V. Principes UNIDROIT 2023 - C.D. (102) 6, Commentaire des Principes, n° 3.6, p. 24.

<sup>113</sup> V. supra, I.

<sup>114</sup> Une dizaine d'Etats a déjà introduit dans sa législation étatique l'article 12 du UCC dont, entre autres, la Californie (Cal. Com. Code § 12101 et seq.) et le Delaware (Del. Code Ann. tit. 6, § 12-101 et seq.).

- régulation, la SEC fait application du *Howey* test issu de la jurisprudence de la Cour suprême pour déterminer les actifs soumis au droit fédéral des valeurs mobilières<sup>115</sup> ;
- Dans l'univers plus général de Common Law d'inspiration anglaise, une décision de la Cour suprême de Singapour<sup>116</sup> a fait application de la qualification de « *choses [ou things] in action* » pour identifier parmi les biens<sup>117</sup> le *stablecoin Tether* ayant le dollar comme valeur de référence, pour déterminer la possibilité d'en assurer la détention comme objet d'un *trust*<sup>118</sup> ;
  - Des réflexions d'ampleur ont été menées sous l'égide de la *Law Commission* au Royaume-Uni pour identifier le concept permettant d'analyser les actifs comme des objets de propriété<sup>119</sup>. Dans un récent document soumis à consultation jusqu'en mars 2024<sup>120</sup> dont les résultats ne sont pas connus, une proposition législative retient une qualification générique des choses « digital in nature » comme objet de propriété<sup>121</sup>, au-delà de la distinction en usage entre *things in action* et *things in possession*, issue de la jurisprudence<sup>122</sup>. L'objectif de la proposition n'est ainsi pas de définir conceptuellement une troisième catégorie d'objet de *personal property* mais d'en admettre l'existence de manière subsidiaire pour les choses ne rentrant pas dans la distinction usuelle<sup>123</sup>.
  - Le droit suisse s'est enrichi du concept de droits-valeurs inscrits, prolongeant celui de « droits-valeurs », avec la Loi fédérale sur l'adaptation du droit fédéral aux développements de la technologie des registres électroniques distribués (FF 2020 7559) ayant introduit les articles 973d ss Code suisse des obligations, ci-après « CO »). La qualification concerne toutes les inscriptions dans des registres présentant les attributs des registres électroniques distribués<sup>124</sup>, et qui incorporent des droits vis-à-vis des émetteurs de façon analogue aux papiers-valeurs.
  - Le Liechtenstein a également forgé une qualification originale de droit civil avec les « jetons »<sup>125</sup> ;

<sup>115</sup> La règle de conflit se trouve à la Section 12–107 dont le c), qui suit la méthode des rattachements en cascade. De manière très simplifiée, celle-ci donne d'abord application à la loi désignée dans le CER, puis à la loi du système dans lequel le CER est enregistré et, enfin, à la loi du District de Columbia.

<sup>116</sup> [2023] SGHC 199, *Originating Claim No 320 of 2022 (Summonses Nos 910 and 1526 of 2023)*, *ByBit Fintech Limited v. Ho Kai Xin and others*, spéc. §§ 29-39, spéc., §34.

<sup>117</sup> §§. 29-33, sur la qualification préalable comme “property”, spéc., §33 : “This description of crypto assets shows that they can be defined and identified by modern humans, such that they can be traded and valued as holdings. They certainly meet Lord Wilberforce’s oft-quoted dictum in *National Provincial Bank v Ainsworth* [1965] 1 AC 1175 at 1248: Before a right or an interest can be admitted into the category of property, or of a right affecting property, it must be definable, identifiable by third parties, capable in its nature of assumption by third parties, and have some degree of permanence or stability”.

<sup>118</sup> Plus précisément, d'un « institutional constructive trust », déterminé même en l'absence de manifestation volonté expresse du constituant.

<sup>119</sup> V. *Digital Assets: Final Report (2023) Law Com No 412*, de la *Law Commission*, dans le prolongement de la consultation lancée en juillet 2022 : *Digital Assets: Consultation paper, Law Com No 256*, 28 juillet 2022. On mentionnera en parallèle l'unification du régime des documents électroniques récemment opérée par le *Electronic Trade Documents Act 2023* [20th July 2023], 2023.c.38.

<sup>120</sup> *Law Commission, Digital assets as personal property Short consultation on draft clauses*, Février 2024.

<sup>121</sup> *Personal property s’opposant à real property (interest in land)*.

<sup>122</sup> *Colonial Bank v Whinney (1885) 30 Ch D 261 at 285*, by Fry LJ.

<sup>123</sup> V. *Digital assets as personal property*, préc., pt. 2.24, pp. 8-9: “We have therefore concluded that a thing is not, and should not be, deprived of legal status as an object of personal property rights merely by reason of the fact that it is neither a thing in action nor a thing in possession. We recommended the explicit recognition, in statute, of a third category of personal property, to encourage a more nuanced consideration of new, emergent things. A distinct, third category will better allow the law to focus on attributes or characteristics of the things in question, without being fettered by analysis or principles applicable to other traditional objects of personal property rights. As discussed below, we consider that such things include, but are not necessarily limited to, crypto-tokens such as bitcoin”.

<sup>124</sup> V. art. 973d, al. 2. CO.

<sup>125</sup> *Gesetz vom 3. Oktober 2019, über Token und VT-Dienstleister (Token- und VT-Dienstleister-Gesetz; TVTG) (loi sur les tokens et technologies de confiance) — TVTG, Art. 2 : Definitions and designations - 1) For the purposes of this law: a) "trusted technologies*

- On mentionnera enfin, la loi de Monaco, qui a adopté un dispositif assez proche de celui issu de la loi Pacte, excluant de la catégorie des actifs numériques les jetons financiers, les deux étant rassemblés sous la qualification générique de crypto-actifs<sup>126</sup>.

En droit français, le dispositif issu de la Loi Pacte<sup>127</sup> reconnaissant la catégorie des actifs numériques<sup>128</sup>, a déjà été rappelé<sup>129</sup>. L'entrée en vigueur du règlement MiCA est appelée à produire d'importants effets sur celui-ci dont les directions ont été suggérées dans un récent rapport du HCJP, tout spécialement sur le terrain de la nomenclature des actifs rentrant dans le champ d'application du dispositif<sup>130</sup>.

Il n'a donc pas semblé utile au groupe de travail de partir des qualifications actuelles du droit interne distinguant les jetons, qualifiés de biens incorporels<sup>131</sup> et les autres actifs numériques, constituant une représentation d'une valeur et réalisant une fonction « d'échange », mais formellement distincts de la monnaie. Les données de droit substantiel procèdent ainsi davantage des choix opérés par les dispositions du règlement MiCA.

Le rappel des éléments que l'on peut trouver dans le règlement MiCA (i) ouvre la voie à plusieurs adaptations du droit français susceptible d'influer sur la qualification (ii).

#### *i. Les données issues du règlement MiCA*

Ce texte, d'application directe en droit interne, est ainsi d'abord un texte de régulation – *regulatory law* – établissant des exigences relatives à des statuts professionnels et à la réalisation de certaines opérations<sup>132</sup>. On s'en tiendra ici au rappel des définitions et dispositions pertinentes du règlement pour souligner que l'adéquation de la règle de conflit procédera de manière nécessaire, pour les combler, des choix opérés sur le terrain substantiel. Ces éléments ont fait l'objet d'une analyse de détail dans un rapport déjà cité préconisant les voies d'adaptation du droit français au règlement MiCA<sup>133</sup>.

---

(VT)": technologies that ensure the integrity of tokens, the clear assignment of tokens to VT identifiers and the disposal of tokens; b) "VT systems": transaction systems that enable the secure transfer and storage of tokens and the provision of services based on them using trustworthy technologies; c) "Token": an information on a VT system that: 1. may represent claims or membership rights against a person, rights to property or other absolute or relative rights; and 2. is assigned to one or more VT identifiers (Traduction officielle consultable au lien suivant: <https://www.gesetze.li/konso/2019301000>)

<sup>126</sup> n°1528 – Loi du 7 juillet 2022 portant modification de diverses dispositions en matière de numérique et réglementation des activités des prestataires de services sur actifs numériques ou sur crypto-actifs : « ARTICLE PREMIER. Le premier tiret de l'article premier de la loi n° 1.383 du 2 août 2011 pour une Principauté numérique, modifiée, est modifié comme suit : « - « actif numérique », la représentation sous une forme numérique d'une valeur, d'un bien ou d'un droit de nature patrimoniale. Les actifs numériques comprennent notamment les actifs financiers virtuels, les jetons non fongibles et les jetons d'usage, à l'exclusion des jetons financiers ; ». (...)

Est inséré, après le vingt-troisième tiret de l'article premier de la loi n° 1.383 du 2 août 2011 pour une Principauté numérique, modifiée, et avant le vingt-quatrième tiret, un nouveau tiret rédigé comme suit : « - « crypto-actif », la représentation sous une forme numérique d'une valeur, d'un bien ou d'un droit de nature patrimoniale, comprenant notamment les actifs numériques et les jetons financiers ; ».

<sup>127</sup> Loi n° 2019-486 du 22 mai 2019 relative à la croissance et la transformation des entreprises

<sup>128</sup> L.54-10-1 du Code monétaire et financier.

<sup>129</sup> 1.1.

<sup>130</sup> Rapport sur le règlement MiCA, préc., pp. 14-16.

<sup>131</sup> L.552-1 du Code monétaire et financier.

<sup>132</sup> V. en particulier, son article premier, paragraphe 1.

<sup>133</sup> Rapport sur le règlement MiCA, préc., pp. 33 et s.

Le Règlement « MiCA » modifie les conceptions françaises issues de la loi Pacte relative aux actifs numériques, par une nouvelle nomenclature au sein de la catégorie générale des « crypto-actifs », définis comme « *une représentation numérique d'une valeur ou d'un droit pouvant être transférée et stockée de manière électronique, au moyen de la technologie des registres distribués ou d'une technologie similaire* » (art. 3.1, 5)).

A titre liminaire, on rappellera qu'en marge de la définition elle-même, la délimitation du champ d'application du règlement exclut certains actifs, en considération de leurs caractéristiques<sup>134</sup> ou de l'autorité émettrice<sup>135</sup>.

Au-delà, cette définition a une double portée sur le terrain substantiel.

Elle fonde d'abord une série de définitions dans laquelle sont identifiées trois catégories de jetons<sup>136</sup> : les « jetons se référant à un ou des actifs » ; les « jetons de monnaie électronique », et les « jetons utilitaires » (article 3.1.6, 7) et 9)). Il s'agit toutefois d'une classification « secondaire » dans la mesure où les jetons utilitaires ne sont pas dotés d'un régime juridique propre. Ils ne conduisent qu'à une adaptation circonscrite des règles relatives aux jetons « autres » que se référant à des actifs ou de monnaie électronique (v. l'Annexe I du Règlement sur le contenu du Livre blanc pour ce type de jetons). Le plan du règlement propose plus généralement une nomenclature fondée sur une catégorie résiduelle de définition purement négative, celle des crypto-actifs « autres » que les jetons se référant à un ou des actifs ou les jetons de monnaie électronique, objet du Titre II, puis les jetons se référant à un ou des actifs (Titre III) et de monnaie électronique (Titre IV).

Ensuite, des éléments de texte déterminant le régime réglementaire de la conservation confortent, sans la commander, une analyse des crypto-actifs comme objets de propriété et ainsi, la possibilité de conduire une analyse sous l'angle du droit des biens. Il en va ainsi de la référence faite à la propriété et aux droits de propriété par le considérant 82 et par l'article 70 comme de la terminologie utilisée à l'article 75, relative aux obligations concernant les activités de conservation et d'administration. Le paragraphe 1 inscrit parmi les éléments de la convention conclue entre le prestataire de services et le client le droit applicable (g), dont relève en particulier la mise en œuvre d'une obligation de ségrégation, qui analyse la conservation des crypto-actifs en termes de séparation juridique et « fonctionnelle » des patrimoines, au paragraphe 7<sup>137</sup>.

Il résulte de l'ensemble de ces éléments que les crypto-actifs sont incidemment évoqués dans le règlement MiCA comme des objets de propriété, sans que la qualification ou le régime en soient déterminés en droit substantiel.

## *ii. Les pistes d'adaptation du droit français.*

Les conceptions françaises en droit des biens permettent sans difficulté la soumission de valeurs immatérielles au régime juridique des biens, à travers la qualification de **biens meubles incorporels**.

---

<sup>134</sup> art. 2.3. v. *supra*, pt. 3.1.1, sur l'exclusion des NFT du champ du présent rapport.

<sup>135</sup> Sont concernés les actifs numériques émis par les banques centrales agissant en leur qualité d'autorité monétaire, y compris la monnaie de banque centrale sous forme numérique (cons. 13 ; adde art. art.2.2.c)). Sur l'exclusion des MNBC du champ du rapport, v. pt. 3.1.1.

<sup>136</sup> Par reproduction du considérant 18 du Règlement.

<sup>137</sup> On relèvera toutefois que, de façon plus descriptive, la qualification d'« échange » de crypto-actifs contre des fonds ou d'autres crypto-actifs (art. 77) évoque de manière générique une « transaction » dans sa signification d'opération, qu'une qualification de droit privée. Comp. art. 1702 C.civ. : « L'échange est un contrat par lequel les parties se donnent respectivement une chose pour une autre ».

A la différence d'autres systèmes juridiques<sup>138</sup>, le droit français offre ainsi une qualification ouverte permettant d'envisager les actifs en registres distribués comme des choses appropriables<sup>139</sup>.

Sans rentrer dans les difficultés liées à la détermination des critères d'identification des biens en droit civil, les travaux du groupe de travail ont conduit à soulever plusieurs interrogations susceptibles d'avoir une influence sur la catégorie de rattachement :

- D'autres actifs en registres distribués sont-ils concevables au-delà des crypto-actifs du règlement MiCA ?
- Des distinctions sont-elles à opérer au sein des crypto-actifs régis par le règlement MiCA ?
- Est-il concevable d'envisager une qualification originale, susceptible de s'appliquer à l'ensemble des actifs en raison de leur inscription sur support numérique, à la manière dont ont opéré certains législateurs étrangers ?

### 3.1.3. Alternatives et enjeux méthodologiques.

Dans le contexte de l'entrée en vigueur du règlement MiCA, plusieurs méthodes de délimitation de la catégorie de rattachement et d'édition de la règle de conflit sont possibles (i), alternatives auxquelles il faut ajouter celles relatives à l'emplacement de la règle de conflit à bâtir en fonction des choix de qualification opérés en droit substantiel (ii).

Il a semblé utile de les rappeler pour pouvoir maîtriser le niveau de complexité du dispositif susceptible d'en résulter.

#### *i. Les alternatives dans l'édition de la règle de conflit.*

La simplicité peut soit résulter du très faible nombre de règles de conflit, soit de la hiérarchisation des critères.

En fonction de l'unicité ou de la pluralité des qualifications et régimes élaborés par le législateur, essentiellement deux voies sont concevables :

- L'édition d'une règle de conflit unique, articulée selon des rattachements alternatifs ou en cascade, à la manière du Principe 5 des Principes Unidroit, pour répondre à la difficulté d'identifier un rattachement unique ;
- L'édition de plusieurs règles de conflits en fonction de différents actifs compte tenu de leurs caractéristiques.

L'édition d'une règle de conflit unique n'est pas en soi exclue par le champ d'application du règlement MiCA. Celui-ci conduit à distinguer trois situations possibles, entre les crypto-actifs rentrant dans son champ d'application, les NFT qui sont exemptés de son application quoi qu'ils répondent à sa définition et d'autres actifs ne relevant pas de la définition de crypto-actifs. Ces distinctions ne valent toutefois qu'aux fins de son application comme dispositif de régulation.

---

<sup>138</sup> *V. supra*, en particulier le droit anglais.

<sup>139</sup> AVANT-PROJET DE RÉFORME DU DROIT DES BIENS, dir. H. Perinet-Marquet, 2008 : « Article 520 – Sont des biens, au sens de l'article précédent, les choses corporelles ou incorporelles faisant l'objet d'une appropriation, ainsi que les droits réels et personnels tels que définis aux articles 522 et 523 ».

Il demeure toutefois possible d'envisager des distinctions dans la qualification à donner aux différents actifs. Une pluralité de qualifications est concevable tant pour distinguer les actifs entrant dans le champ d'application du règlement MiCA de ceux qui n'y entreraient pas qu'au sein même des différents crypto-actifs concernés par le règlement MiCA.

Pour appréhender la diversité de ces situations, on peut distinguer les alternatives ouvertes sur le terrain des qualifications de droit commun et celles résultant de la détermination d'un régime spécifique propre à certains actifs.

### **1° Les qualifications de droit commun**

La qualification comme biens incorporels ne contredit pas la lettre du règlement MiCA mais soulève la difficulté générale d'identification du critère de rattachement, qui sera envisagée plus loin, à défaut de localisation évidente. Elle ne suffit pas, en outre, à rendre compte en toute hypothèse du contenu d'un crypto-actif qui selon le règlement MiCA, représente des « droits ou valeurs »<sup>140</sup>.

En effet, les crypto-actifs identifiés comme la représentation de « droits » à l'encontre d'une entité émettrice constituent des créances, pouvant ainsi conduire à identifier la loi applicable par référence à celle appliquée en matière de cession de créances. En fonction de la présence d'un émetteur, la qualification de créances ne trouverait à s'appliquer qu'aux seuls crypto-actifs émis, représentatifs d'un droit, la qualification générique de biens meubles incorporels trouvant alors à s'appliquer aux crypto-actifs non émis, représentatifs d'une valeur, appelant à déterminer un lieu de situation fictive,

Or l'identification de certains crypto-actifs comme des créances pour déterminer le champ de la règle de conflit paraît inopportune<sup>141</sup>. En effet, l'analyse conduirait à faire application aux crypto-actifs simplement qualifiés des créances de l'article 14 du règlement Rome I, laissant en dehors de la règle de conflit l'importante question de l'opposabilité aux tiers<sup>142</sup>.

Selon le droit commun, la soumission des crypto-actifs représentatifs d'un droit à la qualification de créances conduit à l'application des dispositions de l'article 14 du règlement Rome I qui demeure faiblement adapté en l'absence de principe clair de solutions sur le terrain de la loi applicable à l'opposabilité aux tiers<sup>143</sup>.

### **2° Les qualifications originales**

**Des qualifications originales de portée plus ou moins étendue peuvent se présenter, en l'état des réflexions menées.** Le groupe de travail a relevé, à titre liminaire, le risque d'une démultiplication des problèmes d'interprétation des règles de conflit à la mesure du nombre de qualifications et de distinctions proposées entre les actifs.

---

<sup>140</sup> Règlement MiCA, article 3.1(5).

<sup>141</sup> Comp. constatant l'inadéquation en droit substantiel de l'application du régime de la circulation des créances du Code civil et les incertitudes entourant les modalités du transfert de propriété, le Rapport sur le règlement MiCA, préc., pp. 26-30.

<sup>142</sup> Lecture confortée par la CJUE : BGL BNP Paribas c/ TeamBank AG Nürnberg, aff. C-548/18, 1<sup>er</sup> ch., 9 oct. 2019 : « L'article 14 du règlement (CE) n° 593/2008 du Parlement européen et du Conseil, du 17 juin 2008, sur la loi applicable aux obligations contractuelles (Rome I) doit être interprété en ce sens qu'il ne désigne pas, de manière directe ou par analogie, la loi applicable concernant l'opposabilité aux tiers d'une cession de créance en cas de cessions multiples d'une créance par le même créancier à des cessionnaires successifs ». L'opposabilité aux tiers se prête, en droit comparé, aux rattachements les plus variés : loi applicable au contrat de cession, à la créance cédée, au domicile du cédant ou du cédé.

<sup>143</sup> En réservant les travaux en cours sur la Proposition de règlement sur la loi applicable à l'opposabilité des cessions de créances, préc.

- Dans les pas de certains droits étrangers, elles peuvent résulter d'une qualification originale de droit civil ou de droit des biens, à la manière du droit suisse.

Il est alors concevable d'adopter une règle de conflit propre à la qualification envisagée, allant au-delà de la typologie et du champ d'application du règlement MiCA, pour inclure par exemple les NFT, prenant en compte la diversité des actifs ainsi visés en termes de rattachement.

- Dans le contexte du règlement MiCA, la qualification de crypto-actifs pourrait elle-même constituer une catégorie de rattachement. Leur soumission à un régime unique en droit substantiel appellerait ainsi une règle de conflit unique. Cette approche aurait pour avantage sa conformité au droit de l'Union, jusque dans le respect des exclusions du règlement MiCA lui-même. Elle maintient ainsi l'intérêt de conduire une réflexion spécifique sur les monnaies numériques émises par les banques centrales (MNCB), exclues de la notion de crypto-actifs dans le règlement MiCA, aux fins de l'élaboration d'un instrument international dédié<sup>144</sup>.

Ce choix aurait une double incidence. Il conduirait, d'une part, à envisager dans deux règles de conflit distinctes, la détermination de la loi applicable aux crypto-actifs couverts par le règlement MiCA et aux crypto-actifs exemptés ou autres « crypto-actifs » ne relevant pas de la définition du règlement. Ce choix emporterait, d'autre part, la détermination de rattachements permettant d'appréhender la diversité des crypto-actifs couverts par le règlement MiCA. Ainsi qu'il sera évoqué, les crypto-actifs du règlement MiCA n'offrent pas tous les mêmes critères de rattachement objectifs. Ce dernier inconvénient peut être réduit si l'on parvient à simplifier l'architecture pour s'en tenir à une distinction unique entre deux catégories de jetons, un exemple étant constitué par le critère de l'émission.

Comme variante de cette voie fondée sur les qualifications du règlement MiCA, un récent rapport déjà mentionné suggère une qualification plus fine déduite de la soumission de certains actifs à un régime de propriété particulier<sup>145</sup>. Ainsi en irait-il des crypto-actifs soumis à un régime *ad hoc* inspiré de celui des titres financiers négociables dans le cas précis où ceux-ci ont été soumis à la garde ou au contrôle d'un conservateur<sup>146</sup>. Il y aurait donc lieu, jusque dans le contexte du règlement MiCA, de distinguer deux régimes applicables aux crypto-actifs : un régime *ad hoc* en présence d'un conservateur et un régime reposant sur des qualifications de droit commun.

A l'instar du rapport mentionné, le groupe de travail observe que la proposition implique « un choix de politique juridique »<sup>147</sup> qui n'est pas neutre en droit substantiel. Il suppose l'identification d'une modalité de transfert de propriété associée au contrôle susceptible d'être exercé par un tiers de confiance, marquant ainsi une volonté de réintermédiation de la matière<sup>148</sup> comme condition au bénéfice d'un régime de protection pour les investisseurs. De la sorte, l'élément essentiel du règlement MiCA, conditionnant la détermination du régime de droit privé applicable aux crypto-

---

<sup>144</sup> CGAP 2024 MARCH 2024 PREL. DOC. NO 4, *Exploratory Work: Private International Law Aspects of Central Bank Digital Currencies (CBDCs)*, spec., §8-16, p. 3-7.

<sup>145</sup> Rapport sur le règlement MiCA, préc., pp. 30-33.

<sup>146</sup> Ibid. Il s'agit de remédier ainsi aux incertitudes entourant l'application du droit commun des biens incorporels conduisant à des incertitudes en termes de modalités du transfert de propriété, d'étendue de la protection du possesseur du bonne foi ou encore de saisissabilité des crypto-actifs à défaut d'entiercement.

<sup>147</sup> Rapport sur le règlement MiCA, préc., p. 32.

<sup>148</sup> Pour l'heure, les modalités du transfert sont renvoyées à un choix à effectuer par le RG AMF entre inscription dans le registre distribué ou dans le registre de position tenu par l'intermédiaire : Rapport sur le règlement MiCA, préc., p. 31.

actifs tient à la présence d'un intermédiaire en particulier parmi tous les professionnels concernés qui serait le conservateur.

Les conséquences induites paraissent être les suivantes.

En premier lieu, ce choix rompt sur le terrain substantiel l'unité de la catégorie des crypto-actifs. Leur régime se trouverait divisé formellement entre les règles d'un régime emprunté aux titres négociables, anticipé dans un Code spécial, le Code monétaire et financier, et celui à déduire des qualifications de droit commun du Code civil.

En second lieu, cette distinction peut avoir une influence sur le critère de rattachement. Des distinctions demeurent concevables entre les crypto-actifs selon, par exemple, qu'ils sont émis ou non<sup>149</sup>. Cependant, dès lors que la déclinaison du régime des titres négociables, commandant les modalités du transfert de propriété ou la protection du détenteur inscrit, repose sur la présence d'un intermédiaire, ce régime *ad hoc* invite à adopter comme critère de rattachement pour les crypto-actifs qui en relèvent la loi régissant l'activité du conservateur. Ce critère invite donc formellement à l'édiction d'un autre critère pour les crypto-actifs qui ne font pas l'objet d'un service de conservation.

Il en résulte que l'édiction d'une règle de conflit unique n'est pas forcément adaptée. Il en résulte également que le choix effectué sur le terrain substantiel, d'associer des règles protectrices sur le terrain du droit des biens à la présence d'un conservateur peut être exprimé de différentes manières :

- Il est possible d'en faire un critère de rattachement dans une règle bilatérale, en déterminant l'application de la loi du conservateur ;
- Il est également possible, dans le souci de déterminer l'application d'un dispositif français d'aspiration protectrice, d'en faire une règle unilatérale, déterminant l'application du droit français aux crypto-actifs gardés ou contrôlés par les conservateurs situés en France.

Enfin, de manière encore plus étroite, il est concevable de soumettre à une règle de conflit spéciale certains actifs identifiés selon une qualification particulière, compte tenu de leur objet particulier. Tel pourrait être le cas, par exemple, d'une règle de conflit spécifiquement établie pour tenir compte des règles de droit monétaire applicable à la monnaie étatique prise par référence par un *stablecoin*, qu'il s'agisse d'un « jeton se référant à un ou des actifs », pouvant combiner plusieurs valeurs de référence, ou d'un « jeton de monnaie électronique » prenant exclusivement pour référence une monnaie étatique, au sens du règlement MiCA.

Envisageant la situation des *stablecoins* en particulier, il a semblé au groupe de travail qu'elle pouvait plus opportunément être envisagée au stade de la détermination de la portée de la loi applicable aux actifs, qui sera considérée ci-après<sup>150</sup>.

---

<sup>149</sup> Sur le critère de l'émission, v. *infra*, 3.2.2.

<sup>150</sup> V. *infra*, 3.3.

ii. *Les alternatives relatives à l'emplacement de la règle de conflit*

L'analyse conduite des actifs sur le terrain substantiel est susceptible d'influer sur la réflexion relative à l'emplacement de la règle de conflit de lois. En l'attente des choix d'adaptation à opérer, seules les principales alternatives sont ici rapidement évoquées.

Selon un raisonnement par analogie avec le droit des titres, les règles de conflit applicables aux crypto-actifs pourraient se trouver dans le code spécial déterminant les règles relatives à leur régime de propriété. Cela n'est toutefois pas une nécessité et dépendra d'une réflexion de droit substantiel sur ce que sont les crypto-actifs et leur analyse selon le droit commun ou selon un régime *ad hoc*.

Toutefois, pour l'hypothèse d'un régime *ad hoc* ne s'appliquant qu'aux actifs objet d'un service de conservation, la localisation de la règle de conflit pour les autres actifs soulève une difficulté de lisibilité appelant une coordination, par le jeu d'éventuels renvois de textes entre le code spécial édictant le régime *ad hoc* et la règle de conflit propre aux actifs conservés et les autres actifs, relevant d'un autre régime et soumis à une loi propre.

En revanche, l'établissement de règles substantielles reposant sur une qualification originale par rapport à celle du règlement MiCA, à l'image des droits-valeurs inscrits du droit suisse, pourrait conduire à un autre emplacement<sup>151</sup>. Dans un souci de lisibilité, il est adapté que la règle de conflit se trouve au sein du dispositif déterminant le cadre substantiel, qu'il s'agisse d'une loi spéciale ou d'un code, tel le Code civil.

Il n'est pas exclu, là encore, d'introduire aux fins de coordination une disposition de renvoi dans les codes spéciaux traitant d'autres aspects des actifs en question tel, par exemple, une disposition du code monétaire et financier renvoyant pour la détermination des effets patrimoniaux des crypto-actifs, à la règle de conflit figurant dans une loi spéciale en la matière.

## **3.2. Détermination du rattachement.**

Au nombre des réflexions déjà conduites, une étude synthétique d'un grand nombre de rattachements envisageables a été réalisée par le *Financial Markets Law Committee*<sup>152</sup> (FMLC), en mars 2018, et reproduite dans un document de travail sous forme de tableau par le bureau permanent de la HCCH<sup>153</sup>. Sans en discuter intégralement le contenu, le groupe de travail s'est concentré sur les principaux rattachements proposés pour déterminer ceux qui paraissaient non pertinents (3.2.1.) et ceux qui pouvaient être retenus (3.2.2).

### **3.2.1. Rattachements exclus.**

---

<sup>151</sup> A la mesure de sa généralité, il n'est pas exclu de l'intégrer dans un futur code de droit international privé si le projet en discussion devait s'enrichir de développements consacrés aux droits et biens incorporels au-delà des droits de propriété intellectuelle, objets des articles 105 et 106 du Projet.

<sup>152</sup> *Distributed Ledger Technology and Governing Law: Issues of Legal Uncertainty*, March 2018.

<sup>153</sup> CGAP 2021 MARCH 2021 PREL. DOC. NO 4, *Developments with respect to PIL implications of the digital economy, including DLT*.

i. *La loi d'autonomie*

Le rattachement fondé sur la loi d'autonomie appelle une brève analyse, en particulier compte tenu des réflexions en cours au niveau international.

Le groupe de travail a relevé son emploi, selon des modalités variables, dans différents instruments conventionnels, jusque dans le champ des droits réels largement entendu<sup>154</sup>. Sa pertinence théorique *a priori* pour remédier à la difficulté d'identification de rattachements objectifs ne paraît pas soulever d'objection de principe ou d'ordre dogmatique.

Il a en outre été envisagé dans la première partie de ce rapport, au point 1.3, les difficultés d'interprétation de l'exigence règlementaire posée par le règlement MiCA d'indication dans le Livre Blanc de la loi applicable à l'offre et du droit applicable aux crypto-actifs, dans laquelle il n'a pas paru pertinent au groupe de travail d'identifier une règle de conflit cachée désignant la loi d'autonomie, MiCA n'étant pas un texte de droit privé.

Dans la perspective de l'élaboration d'un texte international, il est toutefois nécessaire d'approfondir la réflexion sur les prémisses des Principes Unidroit pour déterminer si celles-ci peuvent demeurer adéquates à l'élaboration d'une règle de conflit pour les actifs numériques, au-delà des titres financiers.

Selon une structure de rattachement en cascade déjà évoquée<sup>155</sup>, le Principe 5 identifie comme rattachement principal la loi désignée dans l'actif lui-même par le titulaire, puis celle désignée dans la plateforme et enfin de manière objective, celle de l'émetteur. Ces trois rattachements principaux sont complétés par l'application des principes par le juge saisi et, à défaut encore, ses propres règles de conflit. Fondamentalement, la loi d'autonomie est retenue comme le seul critère de rattachement adapté pour englober l'ensemble des actifs qui peuvent prendre la forme d'un « *actif numérique* », les autres sous-critères étant analysés comme contingents<sup>156</sup> : il n'existe pas toujours d'opérateur de la plateforme ; les crypto-actifs ne résultent pas toujours d'une émission et donc, d'un émetteur. Le choix d'un rattachement de principe fondé sur la loi d'autonomie par les Principes Unidroit procède du constat de l'absence de rattachement objectif suffisamment convaincant pour s'appliquer dans leur diversité à l'ensemble des crypto-actifs.

Le choix de la loi d'autonomie (*Chosen law of the transaction/transfer/assignment*) présente en lui-même certaines imperfections qui ont déjà été soulignées, tenant à la difficulté d'identifier la loi applicable pour trancher des conflits entre sous-acquéreurs, à la difficulté pratique d'établir l'accord des participants à un système sur la loi applicable et, plus généralement, à la fragmentation de la loi applicable aux différents actifs enregistrés au sein d'un même registre<sup>157</sup> et au cours du temps. Le principe 5.2.e) des principes Unidroit admet le changement de loi applicable sous réserve du maintien de la loi antérieure pour les droits acquis avant cette modification : « *(e) if, after a digital*

---

<sup>154</sup> Ainsi, la Convention du 1<sup>er</sup> juillet 1985 relative à la loi applicable au trust et à sa reconnaissance (XV<sup>e</sup> Session) n'exige pas de lien particulier entre la loi choisie par le constituant et le trust (art. 6), tandis que Convention déjà citée du 5 juillet 2006 sur la loi applicable à certains droits sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire (XIX<sup>e</sup> Session) requiert un lien entre la loi désignée dans la convention de compte et l'intermédiaire pertinent (art. 4).

<sup>155</sup> V. *supra*, I.2.

<sup>156</sup> Pt. 5.4 de la note explicative : "Principle 5 recognises that the usual connecting factors for choice-of-law rules (e.g. the location of persons, offices, activity, or assets) usually have no useful role to play in the context of the law applicable to proprietary issues relating to digital assets. Indeed, adoption of such factors would be incoherent and futile (except in the limited case where there is an identified issuer, see Principle 5(1)(c)) because digital assets are intangibles that have no physical situs".

<sup>157</sup> CGAP 2021 MARCH 2021 PREL. DOC. NO 4, *Prec.*, p. 9.

*asset is first issued or created, the applicable law changes by operation of paragraph (1)(a), (1)(b) or (1)(c), proprietary rights in the digital asset that have been established before that change are not affected by it* ». Si l'on peut retenir qu'en vertu de la hiérarchie des rattachements, il est possible de privilégier la loi désignée dans le système d'enregistrement à celle de l'émetteur, la loi choisie dans l'actif à celle du système, l'inverse est-il admissible ? Quelle portée faut-il reconnaître à la nécessité de soumettre les actifs de même nature à une loi unique ? Le maintien de la loi ancienne peut ainsi conduire à terme à une fragmentation de la loi applicable pour un même actif ; la reconnaissance du principe d'autonomie va en outre, au fil du temps, fragmenter la loi initialement applicable à une même émission.

A ce défaut de fragmentation de la loi applicable s'ajoutent de nombreuses incertitudes de mise en œuvre de principe, dans le champ du règlement MiCA. La séparation formelle entre les questions de droit privé et les questions réglementaires (*regulatory law*) sur laquelle reposent les Principes Unidroit<sup>158</sup> ne permet pas de résoudre un certain nombre de difficultés liées à la mise en œuvre de la loi d'autonomie dans un certain contexte réglementaire.

Elle est distincte de son expression dans le champ contractuel puisqu'elle procède d'un choix unilatéral du « titulaire » dont les modalités pratiques demeurent incertaines. La solution de principe, résultant du choix de la loi dans l'actif lui-même, paraît peu convaincante en pratique. Sa mise en œuvre technique demeure incertaine car le choix unilatéral de la loi applicable par le détenteur n'est pas aisé à généraliser. En outre, il est nécessairement contingent et appelle, à défaut de choix, la nécessité de détermination d'un critère objectif.

Ces difficultés s'étendent aux alternatives fondées sur la volonté des participants sous la forme d'une loi déterminée entre eux et valable au sein d'un réseau – *elective situs*<sup>159</sup> ou *modified elective situs* :

- Comment s'opère la détermination unilatérale de la loi applicable à un objet de propriété ? A quelles conditions l'acquéreur potentiel en serait-il alors informé<sup>160</sup> ?
- Dans le contexte de MiCA, faudrait-il admettre la soumission des crypto-actifs à la loi d'autonomie ? A quelles conditions ? Pourrait-on privilégier la loi déterminée par les participants entre eux ou le seul exploitant de la plateforme de négociation<sup>161</sup> ? Comment serait admise ou écartée la possibilité d'un changement de loi applicable à un actif ou à la plateforme en cours d'activité ?

Pourrait-on alors privilégier le sous-critère d'Unidroit identifié dans la loi du système ?

En résultent plusieurs incertitudes dans le contexte du règlement MiCA. Cette loi doit-elle être déterminée par les participants entre eux ou, unilatéralement, par le seul opérateur de la plateforme de négociation ? Comment serait admise ou écartée la possibilité d'un changement de loi applicable à un actif ou à la plateforme en cours d'activité ?

---

<sup>158</sup> *Spéc.*, pt. 0.9 et 1.1 des Principes.

<sup>159</sup> CGAP 2021 MARCH 2021 PREL. DOC. NO 4, p. 8.

<sup>160</sup> "V. le rapport de la commission des lois britanniques, « Smart legal contracts Advice to Government », nov. 2021, spéc. n° 7.71 et s., p. 183 et s. (« Expressing a choice of law in code »), spec. n° 7.74, p. 184: « it is very difficult for parties to express a choice of law clause in code, whereby code we mean operational, deterministic code ».

<sup>161</sup> V. l'art. 3.1. 16), b), incluant dans les services sur crypto-actifs « l'exploitation d'une plate-forme de négociation de crypto-actifs ».

En somme, la simplicité voulue dans la détermination du rattachement génère de nombreuses complications pour la rendre possible sur le terrain réglementaire.

**Le groupe de travail a ainsi observé que, bien qu'il n'ait pas en vue des questions de droit privé, la coordination entre les impératifs du règlement MiCA, faisant intervenir des prestataires régulés, et la mise en œuvre de la loi d'autonomie suscite des questionnements de mise en œuvre et appelle un nombre important de précisions au point de rendre la détermination de la loi applicable particulièrement complexe selon les hypothèses.**

**Ainsi, la séparation radicale voulue par les principes Unidroit entre les questions de droit privé et les questions de regulatory law ne suffit pas à voir dans le choix de la loi d'autonomie un critère de simplification.**

## ii. Les critères technologiques

Un certain nombre de critères envisagés par le Financial Markets Law Committee peuvent être écartés, en raison de leur dimension plus technologique que juridique. Il en va ainsi de la *Lex codicis*, loi de résidence du programmeur, loi de situation du détenteur de la clé maîtresse (*PREMA - Primary Residence of the Encryption Private Master keyholder*<sup>162</sup>).

En outre, ces critères présentent l'inconvénient de s'appuyer sur certaines modalités de conception et de fonctionnement technique des registres qui contreviennent sur le terrain du rattachement au principe de neutralité technologique.

## iii. Les rattachements générateurs de conflits mobiles

D'autres encore, bien qu'ayant une attache plus forte avec l'exercice des droits sur crypto-actifs, sont intrinsèquement défectueux en raison de la difficulté de les déterminer *in concreto* et de leur variabilité, génératrice de conflits mobiles et, en particulier, le lieu de la clé privée.

Ainsi en va-t-il également, dans une moindre mesure, du critère du lieu où se trouve le « participant »<sup>163</sup>, adopté par les juridictions anglaises<sup>164</sup>.

S'il est nécessaire à titre purement subsidiaire à défaut de tout autre rattachement déterminable, la localisation du participant présente une insuffisance logique importante, en particulier dans le contexte d'une action en revendication. La règle de conflit doit précisément déterminer qui est le propriétaire de sorte que déterminer la loi applicable en fonction de la résidence de celui qui affirme son droit est un raisonnement circulaire. Il soulève, en outre, plusieurs incertitudes<sup>165</sup>, quant à sa mise en œuvre pratique en termes de traçabilité comme de technique juridique, pour déterminer, au sein d'une chaîne translatrice, les droits effectivement acquis par le demandeur<sup>166</sup>.

<sup>162</sup> *PREMA - Primary Residence of the Encryption Private Master keyholder*

<sup>163</sup> *Location of the Participant/Transferor/(User) Private Encryption Key*

<sup>164</sup> *Tulip Trading Ltd v Bitcoin Association for BSV [2022] EWHC 667 (Ch) (Tulip Trading v Bitcoin)*.

<sup>165</sup> Dont en particulier celle, traditionnelle en droit international privé, de son acception, entre domicile et résidence.

<sup>166</sup> *CGAP 2021 MARCH 2021 PREL. DOC. NO 4, p. 10: "A significant disadvantage is that this rule gives no clear answer to questions of entitlement where there are: joint transferors, chains of assignments, or change in habitual residence by the transferor".*

Il présente cependant un autre avantage important, outre son applicabilité à défaut de tout autre rattachement objectif dans le cadre d'une demande en justice. Il est en effet susceptible de s'appliquer également, au-delà des questions relatives aux effets patrimoniaux, en particulier dans la détermination de la juridiction compétente et de la loi applicable aux actions indemnitaires. La mise en cohérence des rattachements sur ces différentes questions est susceptible de constituer un élément de simplicité et de cohérence du point de vue du détenteur.

#### *iv. Loi de la créance fondamentale*

Ainsi qu'il a été évoqué plus haut au sujet de la délimitation d'une catégorie de rattachement<sup>167</sup>, l'approche fondée sur l'application du régime des créances aux crypto-actifs paraît faiblement opératoire<sup>168</sup> et se heurte au fait que certains crypto-actifs représentatifs de « valeurs » et générés sans aucune entité émettrice ne peuvent être analysés comme des créances. Or le raisonnement en termes de loi de la créance fondamentale suppose de manière exacte son application à des créances.

### **3.2.2. Rattachements considérés : loi de l'émetteur et loi du conservateur.**

A l'examen, les deux critères qui ont paru les plus pertinents, sont la loi dont relève l'émetteur et celle dont relève le conservateur (i). Ces deux critères étant contingents, il paraît nécessaire d'identifier leur hiérarchie et de les compléter par un critère subsidiaire, sous forme d'une règle de conflit conçue en cascade (ii).

#### *i. Justifications et limites*

Les deux critères qui sont apparus les plus pertinents étaient constitués par la loi de l'émetteur et celle du conservateur. Il faut observer que ces deux critères limités par hypothèse à la détermination des effets patrimoniaux, ne neutralisent pas la liberté de choix pour le détenteur de recourir au service d'un conservateur non régulé ou d'acquérir des actifs auprès d'un émetteur situé dans un paradis fiscal<sup>169</sup>.

L'objet de la règle de conflit examinée, limitée à la reconnaissance et aux conditions d'exercice des droits de propriété, n'implique cependant pas la détermination d'un rattachement dans une perspective purement régulatrice. Il demeure possible en toute hypothèse d'invoquer à l'encontre de la loi désignée en vertu de ces rattachements le mécanisme général d'éviction de la loi applicable constitué par l'exception d'ordre public, ainsi que l'exception de fraude à la loi, permettant d'en rendre les effets inopposables.

**La loi de l'émetteur** constitue un rattachement pertinent pour déterminer le droit applicable aux cryptoactifs. D'un point de vue théorique, ses justifications sont différentes de celles susceptibles

---

<sup>167</sup> *V. supra.* 3.1.2.

<sup>168</sup> *En l'état, l'application de cette loi a été envisagée, selon une terminologie aujourd'hui caduque, pour les créances résultant de crypto-actifs autres que les instruments financiers ou de monnaie électronique, aux fins de l'opposabilité aux tiers dans le document déjà cité Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on the law applicable to the third-party effects of assignments of claims - 4 column table*, du 3 décembre 2021, p. 140.

<sup>169</sup> *Possibilité couramment désigné comme un « risque d'arbitrage réglementaire ».*

d'être proposées en droit des instruments financiers. L'émetteur n'intervient plus ici comme teneur de registre, ainsi qu'il en va pour les titres financiers nominatifs<sup>170</sup>.

Ce critère a déjà pu être utilisé en droit comparé par la loi du Liechtenstein<sup>171</sup> à titre de rattachement principal alternatif à la loi d'autonomie. Il constitue en outre un rattachement subsidiaire même dans les dispositifs posant comme rattachement de principe la loi d'autonomie en retenant l'application de la loi désignée dans l'actif, à l'instar du droit suisse<sup>172</sup>, ou des Principes Unidroit<sup>173</sup>.

Si le rattachement au compte, permettant l'identification de l'intermédiaire a du sens lorsqu'existe une chaîne d'intermédiation, les crypto-actifs n'en sont pas l'objet. Entre l'investisseur et l'émetteur, il n'y a à titre de principe qu'un seul niveau d'intermédiation. S'agissant d'un rattachement aisément identifiable dans la majorité des situations, la loi de l'émetteur paraît adaptée à la relation.

Il y a lieu d'observer que le critère de l'émission présente comme principale limite celui d'être naturellement inapplicable pour les cryptoactifs non émis, qui n'ont pas d'actifs de référence, tels que le Bitcoin. En outre, à l'occasion de la constitution d'un portefeuille par un investisseur, il conduit à une nécessaire fragmentation de la loi applicable, générant par voie de conséquence des difficultés dans la délimitation de sa portée au regard de la constitution et de l'opposabilité des sûretés<sup>174</sup>. Enfin, dans le contexte de la crypto-économie, une difficulté supplémentaire peut résulter de la détermination du rattachement à l'émetteur lui-même. Cette difficulté doit cependant être relativisée compte tenu de la reconnaissance progressive par des lois spéciales de formes juridiques conférant un statut aux DAOs<sup>175</sup>.

**La loi du conservateur** a également paru constituer un rattachement adapté pour différentes raisons. Formellement, la définition de la conservation qui résulte de l'article 3.1, 17)<sup>176</sup> renvoie à des activités plus ou moins étendues du conservateur qui toutes rendent compte d'une maîtrise du conservateur sur les actifs, sans nécessité de distinguer entre ces activités en fonction de la convention particulière conclue entre les parties. Le rattachement à la loi du conservateur satisfait

---

<sup>170</sup> V. *supra*, 2.2.2.

<sup>171</sup> *Comp. loi du Liechtenstein : Token und Vertrauenswürdige Technologien Gesetz (loi sur les tokens et technologies de confiance) – TVTG, préc., dans laquelle figure une règle de conflit unilatérale, qui peut facilement être bilatéralisée : « Article 3 Subject and scope 1) This chapter regulates the civil law qualification of tokens and their disposal on VT systems. 2) It applies if: 16 a) tokens are placed on the market or issued by a TT service provider based or resident in Germany; b) parties in a legal transaction involving tokens expressly declare its provisions to be applicable; or c) Tokens are used in legal transactions by a natural or legal person with residence or registered office in Germany. 3) Articles 4 to 6 and 9 also apply mutatis mutandis to tokens that do not represent rights ».*

<sup>172</sup> L'article 145a de la Loi sur le droit international privé suisse (ci-après, la LDIP) dispose ce qui suit : « 1 Le droit désigné dans un titre revêtant la forme d'un papier ou une forme équivalente détermine si ce titre représente une créance et si le transfert de la créance se fait par l'intermédiaire de ce titre. À défaut d'une telle désignation, la question est régie par le droit de l'État dans lequel l'émetteur a son siège ou, faute de siège, sa résidence habituelle. 2 En ce qui concerne les droits réels relatifs à un titre physique, les dispositions du chapitre 7 sont réservées. » L'art. 145a LDIP s'applique en outre non seulement aux papiers-valeurs traditionnels mais aussi à leurs équivalents qui ne revêtent pas la forme d'un papier, et notamment aux jetons similaires aux papiers-valeurs dans un système de blockchain.

<sup>173</sup> Art. 5.1.c).

<sup>174</sup> V. *infra*, 3.3.2.

<sup>175</sup> V. la présentation du développement des lois spéciales déterminant les « enveloppes juridiques » – Legal Wrappers – des DAOs dans le Rapport du HCJP sur la réception des organisations autonomes décentralisées en droit français, à paraître.

<sup>176</sup> « conservation et administration de crypto-actifs pour le compte de clients : la garde ou le contrôle, pour le compte de clients, de crypto-actifs ou des moyens d'accès à ces crypto-actifs, le cas échéant sous la forme de clés cryptographiques privées ».

en outre le besoin de sécurité juridique. Aux termes du règlement MiCA (spéc., art. 75), le prestataire qui rend un service de conservation ne laisse pas de doute à l'investisseur quant au fait que les cryptoactifs sont réputés conservés par le conservateur agréé, même en cas de sous-conservation, dans une logique de lisibilité et de sécurité juridique. L'investisseur pourra aisément déterminer les droits attachés à son actif et s'attendre à leur soumission à la même loi que celle régissant les autres actifs conservés.

Ce critère est également cohérent avec les principes de solution traditionnels du droit des titres, réputant la localisation des titres au lieu de situation du TCC pour les titres au porteur. En effet, ainsi qu'il a été souligné plus haut, en droit des titres, l'application de la loi de l'émetteur est fréquemment justifiée pour les titres nominatifs en raison de l'activité de tenue de compte réalisée par l'émetteur. En elle-même, la loi de l'émetteur est plus pertinente pour déterminer les droits nés des actifs que les effets des opérations réalisées sur les crypto-actifs.

Ce critère présente toutefois différents inconvénients. Il est d'abord contingent. Le recours à un intermédiaire ne constitue pas une obligation en l'état de la réglementation, en cohérence avec la technologie de registre distribué, conçue pour désintermédier les rapports d'investissement et de paiement. A cet égard, l'analogie avec le droit des titres rencontre des limites. Le rattachement au conservateur paraît adapté à la détermination des droits et effets des transactions dans un contexte nécessairement intermédié, mais l'est moins lorsque cette intermédiation devient un élément contingent.

Ensuite, l'avantage perçu par l'investisseur de l'unité de la loi applicable peut être relativisé compte tenu du cadre réglementaire applicable à l'activité de conservation résultant du règlement MiCA. La préoccupation essentielle de l'investisseur procède des obligations du conservateur en termes de maîtrise et de restitutions des actifs, dans le cadre désormais fixé par des dispositions d'ordre public<sup>177</sup>. Il en résulte que la pluralité des lois applicables est un élément de complexité pour les conservateurs, qui n'aggrave pas intrinsèquement la position de l'investisseur. Le rattachement au conservateur unifie les paramètres d'exécution de certaines de ses obligations mais n'en modifie pas véritablement la teneur à l'égard de l'investisseur.

Enfin, en l'état des solutions observables retenues par des législations étrangères, le choix de la loi du conservateur n'est pas encore largement retenu. La politique législative généralement suivie consiste bien à déterminer la loi applicable en fonction d'une logique de marché étrangère à toute intermédiation. L'adoption d'un tel rattachement à titre de principe ne paraît pas nécessairement adaptée à la détermination des effets patrimoniaux. Il a toutefois été observé qu'un tel rattachement serait de nature à mesurer ses conséquences opérationnelles par rapport aux autres systèmes juridiques ne retenant pas ce critère comme rattachement.

## *ii. Conséquences*

L'analyse des avantages et inconvénients des deux critères de rattachement envisagés conduit à conclure à la nécessité d'une règle de conflit hiérarchisée. Tant le critère de conservation que celui fondé sur la présence d'un émetteur, conduisent à des **solutions incomplètes** dans la détermination

---

<sup>177</sup> V. l'article 75, 7, alinéa 2, du règlement MiCA., préc. Comp. le Principe 13 des Principes Unidroit.

de la loi applicable. Le critère de la conservation suppose la présence d'un intermédiaire qui n'est pas toujours satisfaite en pratique, tandis que le critère de l'émission ne permet pas d'identifier la loi applicable aux cryptoactifs non-émis.

Quel que soit le critère de principe retenu, il est en outre nécessaire de le compléter par un rattachement plus subsidiaire encore pour l'hypothèse d'actifs non émis et non intermédiés. En dépit des imperfections dont il fait l'objet<sup>178</sup>, le critère nécessairement satisfait à l'occasion d'une demande en justice est celui de la résidence principale du détenteur, lors de la soumission de sa demande<sup>179</sup>.

Le groupe de travail a ainsi été de l'avis unanime qu'une règle de conflit unique, fondée sur des rattachements en cascade était souhaitable, inscrivant à titre de rattachement très subsidiaire la résidence habituelle du détenteur, susceptible d'être adapté selon le critère du centre des intérêts principaux ou de l'administration centrale pour les personnes morales.

En revanche, il n'y a pas eu de consensus sur l'ordre des critères principaux, constitués par la loi de l'émetteur et celle du conservateur et sur la nécessité de privilégier, en l'état de la réflexion, l'énoncé d'une règle.

A l'étude, il était apparu que deux règles concurrentes étaient susceptibles d'être formulées :

- L'une érigeant en premier rattachement la loi du conservateur, puis, à défaut, celle de l'émetteur, et enfin, de façon très subsidiaire, celle de résidence habituelle du détenteur ;
- L'autre, érigeant en premier rattachement la loi de l'émetteur, puis, à défaut, celle du conservateur, et enfin, de façon très subsidiaire, celle de résidence habituelle du détenteur.

Sur cette question, une minorité des membres du groupe de travail a insisté sur l'importance de la question en termes de politique juridique, compte tenu de la place ainsi donnée au conservateur dans la détermination du rattachement. Ces membres ont été d'avis qu'il était prématuré d'émettre une proposition en faveur de l'une ou l'autre alternative et préférable d'ouvrir des pistes possibles de solutions aux conflits de lois par l'énoncé de deux règles possibles, dont une, rendant applicable à titre principal la loi de l'émetteur, aux côtés d'une règle reposant à titre de principe sur le rattachement à la loi du conservateur.

La première règle suivrait la structure suivante :

*1° Les conditions et effets patrimoniaux des actifs inscrits en registres distribués représentant un droit à l'encontre d'une entité émettrice sont régis par la loi de l'émetteur.*

*2° Dans l'impossibilité d'établir la loi applicable à l'émetteur ou en l'absence d'émission, les actifs inscrits en registres distribués sont régis par :*

*a) la loi dont relève le conservateur ou*

*b) en l'absence de conservateur, la loi de l'Etat dans lequel le détenteur a sa résidence habituelle.*

---

<sup>178</sup> V. *supra*, 3.2.1, iii).

<sup>179</sup> L'état de la jurisprudence s'appuie sur l'analyse de Andrew Dickinson, 'Cryptocurrencies and the Conflict of Laws' in Fox and Green, *Cryptocurrencies in Public and Private Law* (OUP 2019) at para 5.08. En particulier, l'opinion de Falk J, in *Tulip Trading Ltd v Bitcoin Association for BSV* [2022] EWHC 667 (Ch) (*Tulip Trading*) observant que l'analyse du Professeur Dickinson n'est pas fondée sur le domicile mais sur le "the country where the participant resides or carries on business at the relevant time".

Une majorité des membres du groupe a été favorable à l'énoncé d'une proposition, érigeant en premier critère la loi du conservateur et, en second, celle de l'émetteur. Cette position a en particulier été soutenue dans une perspective opérationnelle, compte tenu de l'importance quantitative de l'activité des conservateurs en volume de négociation, dans la mesure où, en pratique, ce seront généralement les mêmes établissements qui proposeront des services de conservation sur titres financiers numériques et crypto-actifs. Par ailleurs, cette approche a semblé cohérente avec des perspectives de réforme en cours de discussion sur le terrain substantiel, soumettant à un régime particulier de transfert de propriété les crypto-actifs conservés par un conservateur régulé au sens du règlement MiCA<sup>180</sup>.

La position ainsi dégagée repose sur l'opportunité très forte de la solution par analogie avec le droit des titres financiers, en termes de prévisibilité. Le choix d'un rattachement de principe fondé sur la loi du conservateur conduit opportunément dans un contexte national et européen à faire coïncider la détermination des effets patrimoniaux avec l'identification du conservateur et assure ainsi, dans le contexte du règlement MiCA, une coïncidence du traitement des questions de droit privé avec la loi applicable à un professionnel soumis à un statut réglementé.

**Proposition n° 3 : il est proposé d'introduire une règle de conflit – sous réserve des qualifications retenues en fonction des choix opérés sur le terrain substantiel – sur le modèle suivant :**

***1° Les conditions et effets patrimoniaux des actifs inscrits en registres distribués sont régis par la loi dont relève le conservateur.***

***2° En l'absence de conservateur, les actifs sont régis par :***

***a) la loi l'émetteur ou***

***b) si celle-ci ne peut être déterminée ou à défaut d'émission, la loi de l'Etat dans lequel le détenteur a sa résidence habituelle.***

### **3.3. Portée du rattachement :**

L'édition d'une règle de conflit spécifique conduit à préciser la portée du rattachement en termes d'articulation avec la loi applicable au rapport de conservation (3.3.1) et d'inclusion dans son périmètre des conditions de constitution et d'opposabilité des sûretés (3.3.2.). Le cas plus particulier des *stablecoins* invite également à la prise en compte générale des règles d'ordre public monétaire posées par chaque Etat en relation à sa propre monnaie (3.3.3).

---

<sup>180</sup> V. *supra*, les solutions évoquées sur le transfert de propriété, 3.1.3. i, 2° et, en particulier, le rapport sur le règlement MiCA déjà cité, qui envisage en effet de créer un régime juridique *ad hoc* pour le transfert de propriété des crypto-actifs en soumettant ceux-ci à un régime proche de celui existant en matière de titres financiers, distinguant selon que les crypto-actifs sont ou non intermédiés par un conservateur régulé, le registre pertinent, qui serait soit le registre de position tel que prévu dans le Règlement MiCA, soit la DLT elle-même pour les crypto-actifs non intermédiés.

### 3.3.1. Articulation avec la loi applicable au rapport de conservation.

La détermination de la loi applicable aux effets patrimoniaux demeure en principe sans incidence à l'égard de la relation contractuelle entre le conservateur et son client<sup>181</sup> comme des obligations statutaires qui pèsent sur le conservateur.

Une difficulté peut cependant être envisagée par analogie avec le droit des titres inscrits en compte. La loi applicable au titre est susceptible d'affecter l'obligation de restitution qui pèse sur le teneur de compte pour les titres financiers soumis à un droit étranger, en cas de faillite du dépositaire central, ou de la banque sous-conservateur local, lorsque les titres y sont localisés. La responsabilité du TCC est en principe invariante en cas d'externalisation, selon l'article 322-35 RG AMF. Il existe toutefois un tempérament apporté par son alinéa 3 en cas de conservation des titres émis sur le fondement d'un droit étranger<sup>182</sup>.

La question se pose de savoir s'il est opportun d'envisager une semblable adaptation du régime de responsabilité des conservateurs d'actifs autres que les titres financiers en cas d'externalisation auprès d'un sous-conservateur<sup>183</sup>, compte tenu de la différence d'objet des obligations pesant sur les conservateurs pour le compte de tiers et les teneurs de comptes-conservateurs. Pour les premiers, l'obligation pesant sur les conservateurs porte alternativement sur les actifs ou sur les moyens d'accès à ceux-ci<sup>184</sup>.

### 3.3.2. La question de la constitution et de l'opposabilité des sûretés.

L'inclusion de la constitution et de l'opposabilité des sûretés sur crypto-actifs dans une règle de conflit dont le critère serait la loi du conservateur ou de l'émetteur appelle un examen particulier. La simplification induite par un rattachement unique peut paraître souhaitable mais la soumission des sûretés à une règle identique à celle déterminant les effets patrimoniaux n'est pas, au plan des principes, une nécessité<sup>185</sup>.

La dissociation des deux questions paraît dépendre de choix de droit substantiel en même temps que de modalités techniques de constitution de la sûreté<sup>186</sup>.

---

<sup>181</sup> *Comp. selon les principes Unidroit, le rapport de conservation est soumis à la loi d'autonomie telle que précisée dans le contrat de conservation lui-même pour l'ensemble des questions régies par les principes 10 à 13 (principe 5(3)). Sont ainsi concernées : l'identification des activités de conservation (Principe 10) ; la détermination des obligations du conservateur envers son client (Principe 11) ; la protection du client de bonne foi contre toute action en revendication émanant du conservateur (Principe 12) et le régime applicable aux actions des créanciers du conservateur en cas d'insolvabilité de celui-ci (Principe 13), déduisant les conséquences de la ségrégation des actifs détenus par le conservateur du gage offert à ses propres créanciers.*

<sup>182</sup> *Selon cette disposition, « Toutefois, lorsqu'un teneur de compte-conservateur conserve pour le compte d'un client professionnel des titres financiers émis sur le fondement d'un droit étranger, il peut convenir d'une clause totalement ou partiellement exonératoire de sa responsabilité avec ce client professionnel ».*

<sup>183</sup> *Selon l'article 722-2, alinéa 2, RG AMF : « La responsabilité du conservateur d'actifs numériques vis-à-vis de son client n'est pas affectée par le fait qu'il recoure à un tiers ».*

<sup>184</sup> *V. art. 722-1, 6° RG AMF. V. RAPPORT SUR LE RÈGLEMENT MiCA, préc., p. 30.*

<sup>185</sup> *Comp. les Principes Unidroit, qui soustraient à la détermination de la loi applicable selon la loi d'autonomie deux questions (Principe 5(4)) : celle de l'opposabilité aux tiers d'une sûreté constituée par une méthode alternative à la transmission du contrôle et celle de la priorité donnée au créancier muni d'une sûreté ainsi constituée.*

<sup>186</sup> *Le groupe de travail n'a pas jugé utile d'inscrire dans ses travaux le cas particulier des contrats de garantie financière, qui appelle une réflexion spécifique compte tenu de la source européenne du dispositif en la matière. Le problème de détermination de la loi applicable suppose comme préalable l'extension du dispositif aux crypto-actifs, selon l'alternative indiquée dans un précédent rapport (intégration des transactions sur crypto-actifs dans le champ des obligations financières et/ou intégration des crypto-actifs dans le champ des actifs éligibles). Ce choix ayant vocation à être réalisé au niveau des institutions européennes, l'adaptation du critère de rattachement figurant dans la directive collatérale n'est pas encore une question.*

Le groupe de travail a ainsi considéré le travail réalisé en 2022 par l'European Law Institute consacré à l'utilisation des « actifs numériques » (*digital assets*) comme objet d'une sûreté<sup>187</sup>. Il a observé d'un point de vue méthodologique la pertinence de distinguer les rattachements déterminant la loi applicable à la constitution de la sûreté et à son opposabilité aux tiers. Selon une règle de conflit en cascade, le principe 3 soumet en effet à titre de principe la constitution de la sûreté à la loi du centre des intérêts (*place of business*), de l'administration centrale ou de la résidence principale du constituant (*security provider*), tempérée et articulée par différentes exceptions.

Compte tenu de l'étendue de la question et des problèmes pratiques pouvant résulter de la diversité de sûretés susceptibles d'être constituées, le groupe de travail a fait le choix de s'en tenir à un exposé synthétique des difficultés et pistes de solutions concevables, au regard des rattachements principaux retenus dans la règle de conflit concernant les effets patrimoniaux des crypto-actifs discutée plus haut.

Deux questions ont ainsi été envisagées, concernant l'adéquation des critères proposés à la constitution et à l'opposabilité des sûretés en général (i) et à l'hypothèse plus particulière d'une sûreté constituée sans dépossession (ii).

*i. Incidences des critères de rattachement applicables aux effets patrimoniaux*

A l'examen, les critères de la loi de l'émetteur et de la loi du conservateur peuvent être envisagés. Une autre voie est toutefois concevable consistant à articuler en matière de sûretés conventionnelles l'application d'une règle matérielle de droit international privé, avec la loi choisie par les parties.

Lorsque les actifs se trouvent soumis à la loi de l'émetteur, il a été d'abord observé qu'il pouvait sembler difficile de constituer une sûreté qui porterait indifféremment sur un ensemble indistinct de crypto-actifs soumis à la loi d'émetteurs différents. La difficulté provient ainsi de l'identification de l'assiette de la sûreté permettant la soumission de sa constitution à une loi unique. En suivant le projet d'adaptation du nantissement de comptes de titres dans l'Union européenne<sup>188</sup>, discuté dans un précédent rapport du HCJP, la sûreté ne peut être constituée que d'après une loi unique, nécessairement distincte de celle applicable aux actifs considérés isolément.

La soumission de la garantie à la loi applicable aux activités du conservateur paraîtrait ainsi mieux adaptée et plus pertinente en pratique en raison de la comptabilité des crypto-actifs qu'il assure. Le conservateur opère un registre de tenue de position<sup>189</sup>. L'obligation de ségrégation édictée par le règlement MiCA<sup>190</sup> assure suffisamment les conditions de maîtrise d'une évolution de l'assiette de la sûreté par la répartition des opérations enregistrées<sup>191</sup>.

Il a toutefois été observé ensuite que cette approche n'est pas une nécessité technique. L'extension du nantissement de compte de titres financiers au nantissement de titres financiers repose sur la possibilité de délimiter l'assiette de la sûreté à certains titres en particulier<sup>192</sup>. A cet égard, par

---

<sup>187</sup> *ELI Principles on the Use of Digital Assets as Security - Report of the European Law Institute, 2022.*

<sup>188</sup> *Rapport sur le nantissement de titres financiers dans l'Union européenne, préc.*

<sup>189</sup> *En pratique, la tenue du registre peut être réalisée grâce à des cold wallets qui sont rarement individualisés par client mais au moins individualisés dans un compte omnibus pour l'ensemble des clients d'un conservateur.*

<sup>190</sup> *Article 75§7.*

<sup>191</sup> *Selon une répartition dans les cold wallets, éventuellement individualisés, des opérations enregistrées sur les hot wallets, connectés.*

<sup>192</sup> *L.211-20, II, al. 2, Code monétaire et financier.*

analogie avec le droit des titres, le récent rapport déjà cité relatif au règlement MiCA envisage des possibilités d'adaptation du droit du nantissement aux crypto-actifs particuliers<sup>193</sup>. Ainsi, techniquement, un crypto-actif peut-être spécifiquement désigné comme objet d'une sûreté réelle, rendant ainsi possible de soumettre à une loi unique ses effets patrimoniaux et les sûretés dont il pourrait faire l'objet isolément.

La soumission à la loi de l'émetteur n'en recèle pas moins une faiblesse additionnelle en ce qu'elle est logiquement insusceptible de régir des crypto-actifs non émis.

Compte tenu de la dimension technique forte des modalités d'exercice de ses droits reconnus aux créanciers dans le contexte DLT, le rôle de la liberté contractuelle ne saurait être méconnu, tant aux fins de détermination de l'assiette de la sûreté dans le cas d'une *fork* que du droit de rétention consenti au créancier nanti ou encore de réalisation de la sûreté<sup>194</sup>. Au fond, l'enjeu véritable de la détermination de la loi applicable ne tient ainsi pas tant à l'application d'un régime détaillé – en particulier compte tenu de l'intervention perturbatrice du droit des procédures collectives – qu'à la détermination d'un formalisme particulier de constitution et d'opposabilité aux tiers.

Ainsi comprise, la détermination de la loi applicable n'appelle pas nécessairement l'identification d'un rattachement objectif, en distinguant les relations entre le constituant et le créancier et l'opposabilité de la sûreté à l'égard des tiers.

La constitution de la sûreté pourrait relever de la reconnaissance d'un espace étendu à la loi d'autonomie<sup>195</sup>. L'opposabilité aux tiers pourrait alors prendre la forme d'une règle matérielle limitée à la seule indication d'un formalisme minimal<sup>196</sup>.

On peut ainsi évoquer à titre d'analogie avec la dépossession assurant l'opposabilité du gage le critère du contrôle<sup>197</sup>. Le contenu de la règle à établir suppose, en ce sens, d'identifier le formalisme d'opposabilité pertinent qui procède d'une analyse de droit substantiel.

## ii. *La question de la constitution de sûretés en cas de détention directe*

Le groupe de travail s'est interrogé *de lege ferenda* sur l'hypothèse d'une sûreté conventionnelle sans dépossession, reposant sur une obligation souscrite par le constituant de maintenir l'assiette de la sûreté au profit du bénéficiaire. L'interrogation procède de l'identification de la loi applicable à une sûreté constituée sans dépossession, faisant reposer garde et conservation des crypto-actifs sur le constituant.

---

<sup>193</sup> RAPPORT SUR LE RÈGLEMENT MiCA, préc., pp. 35-37, spéc., p. 37.

<sup>194</sup> V. les propositions d'adaptation aux crypto-actifs du régime du nantissement RAPPORT SUR LE RÈGLEMENT MiCA, préc., pp. 35-37.

<sup>195</sup> Même admise, la loi d'autonomie trouvera par exemple *a minima* à s'articuler avec la loi applicable aux procédures d'insolvabilité pour l'identification du rang des créanciers : v. en ce sens, le Principe 5(7) a) des Principes Unidroit.

<sup>196</sup> Par analogie avec celle introduite par la Loi de sécurité Financière du 1<sup>er</sup> août 2003 à l'article L.313-27, en matière de cession ou de nantissement de créances professionnelles « La cession ou le nantissement prend effet entre les parties et devient opposable aux tiers à la date apposée sur le bordereau lors de sa remise, quelle que soit la date de naissance, d'échéance ou d'exigibilité des créances, sans qu'il soit besoin d'autre formalité, et ce quelle que soit la loi applicable aux créances et la loi du pays de résidence des débiteurs ».

<sup>197</sup> Comp., l'actuel article 7, V. de la Proposition de loi précitée n° 2623, disposant, sur le terrain substantiel que « Le transfert ou le nantissement des droits conférés par le titre transférable électronique par l'endossement ou par la simple remise de ce titre s'opère par le transfert du contrôle exclusif exercé sur ce titre ».

Plusieurs membres du groupe de travail ont émis des doutes sur la pertinence de l'hypothèse, en particulier compte tenu de l'impossibilité pratique dans laquelle se trouverait le bénéficiaire de pouvoir efficacement réaliser la sûreté<sup>198</sup>.

D'autres ont observé l'absence d'obstacle théorique et les possibilités d'aménagement techniques permettant d'établir les diligences effectuées par le constituant en termes de garde des crypto-actifs remis en garantie. Il a en outre été souligné que le bénéfice d'une sûreté ainsi constituée peut résulter pour le créancier de la priorité qui lui est ainsi conférée sur les autres et du rang qui peut lui être attribué en cas de soumission du constituant à une procédure d'insolvabilité.

Ainsi, dans l'hypothèse d'une sûreté constituée sans dépossession, il est logiquement impossible de s'appuyer sur la loi du conservateur. La justification d'une application de la loi de l'émetteur peut demeurer mais est à nouveau inadaptée aux actifs ne résultant pas d'une émission.

A défaut de pouvoir s'appuyer sur l'un des critères objectifs disponibles pour déterminer les autres effets patrimoniaux, l'application de la loi d'autonomie<sup>199</sup> se présente comme une alternative envisageable. On peut renouveler l'observation que la principale limite à la liberté contractuelle devrait tenir en la matière à la protection des tiers. Les créanciers du constituant doivent disposer d'éléments objectifs permettant de déterminer dans quelles conditions et proportions les biens du constituant sont grevés de sûretés.

La solution pourrait alors procéder, ainsi qu'il a été mentionné au sujet du nantissement, d'une règle matérielle limitée à la seule indication d'un formalisme minimal d'opposabilité – nécessairement distinct de la seule possession –, en complément de la soumission de la sûreté à la loi d'autonomie. Il demeure en toute hypothèse possible de raisonner par éviction de la loi applicable *a posteriori*, en examinant les prérogatives conférées par la sûreté au regard de l'ordre public en la matière<sup>200</sup>.

### 3.3.3. Les règles d'ordre public monétaire pour les stablecoins.

Si elles sont étrangères à la catégorie des effets patrimoniaux telle qu'elle a été entendue jusqu'ici, les règles d'ordre public posées par les Etats relatives à leur monnaie viennent nécessairement s'articuler avec la loi applicable à un actif dont la valeur de référence serait constituée par une monnaie d'un Etat ou plusieurs Etats.

Le groupe de travail a observé que le questionnement a un enjeu pratique au sein de l'Union européenne du fait du régime particulier de l'émission de jetons de monnaies électroniques, établi par le règlement MiCA<sup>201</sup>, compte tenu de l'obligation faite aux autorités compétentes d'informer la

---

<sup>198</sup> *Comp. sur ce point, observant l'impossibilité pratique de réalisation d'une saisie à défaut de conservateur opérant comme intermédiaire habilité en application du régime des saisies de droits incorporels autres que les créances de sommes d'argent : RAPPORT SUR LE RÈGLEMENT MiCA, préc., p. 28-29.*

<sup>199</sup> *Selon le Principe 5(5), les Principes Unidroit soustraient à l'application de la loi désignée dans l'actif l'opposabilité des sûretés constituées autrement que par un changement du « contrôle » et le rang des créanciers munis de sûretés.*

<sup>200</sup> On se réfère ici à une jurisprudence traditionnelle en matière de gage automobile dont le raisonnement fondé sur l'ordre public demeure et paraît susceptible d'être étendu à des biens incorporels, quoique la solution soit désormais abandonnée en conséquence de l'admission en droit français de la validité du pacte comissoire : Cass. 1<sup>re</sup>, civ., 8 juill. 1969, *Bull. civ. I*, n° 268, *Soc. DIAC*.

<sup>201</sup> Il découle d'ailleurs du règlement lui-même une règle particulière venant limiter le contenu des droits représentés par les jetons de monnaie électronique avec l'interdiction du versement d'intérêts faites à l'émetteur par l'article 50.

banque centrale de l'Etat dont une devise autre que l'euro serait utilisée comme référence pour un jeton d'importance significative.

\*\*\*

## Annexe I : Composition du groupe de travail

### Présidents

Jérôme Chacornac, Maître de conférences à l'Université Paris-Panthéon-Assas

Hubert de Vauplane, Avocat, Cabinet Kramer Levin Naftalis & Frankel LLP

### Membres du Groupe de travail

Thiebald Cremers, Directeur Affaires Juridiques, AMAFI - Association française des marchés financiers

France Drummond, Professeur de droit privé à l'Université Paris-Panthéon-Assas

Julien Goldzlagier, Chargé de mission sur les actifs numériques, Direction des affaires civiles et du Sceau

Philippe Goutay, Partner - Avocat au Barreau de Paris, Jones Day

Maxime Julienne, Professeur de droit privé à l'Université Paris-Saclay

Caroline Kleiner, Professeure de droit privé à l'Université Paris Cité

Francesco Martucci, Professeur de droit public à l'Université Paris-Panthéon-Assas

Aurélien Parent, Direction des Affaires Juridiques, Autorité des marchés financiers (AMF)

Arnaud Reygrobellet, Professeur de droit privé à l'Université Paris X-Nanterre

Clément Saudo, Direction des Affaires Juridiques, Autorité des marchés financiers (AMF),

Secrétaire du groupe

Chloé Ahnine, Elève-avocat