

# Crypto, TradFi & Digital

---

## **Zones grises : l'ESMA cartographie les produits hybrides, l'AI Act éprouve sa notification d'incidents**

*Décrypter la réglementation financière, IA et données pour anticiper, se conformer et décider*

## **Marchés prédictifs, actions tokenisées, incident IA : les cadres européens face à leurs premiers cas limites**

Les éditions précédentes du Regulatory Brief ont documenté la montée en application des grands cadres européens : la pleine application de MiCA (Édition #13), l'AI Act au 2 août 2026 (Édition #18), la clarification du périmètre du conseil sur crypto-actifs (Édition #20), la révision du cadre MiCA et l'infrastructure Pontes/Appia (Édition #22), puis l'entrée dans la phase de mécanique fine de l'enforcement (Édition #23). Cette vingt-quatrième édition prolonge cette trajectoire en observant les cadres européens à l'endroit précis où ils sont le plus mis à l'épreuve : leurs frontières.

Deux publications de la semaine illustrent ce moment. Le 10 septembre 2026, l'ESMA a publié son second TRV Risk Monitor de l'année, qui consacre deux analyses approfondies aux marchés prédictifs et aux actions tokenisées, deux familles de produits dont la qualification juridique détermine l'ensemble du régime applicable (MiFID II, MiCA, MAR, voire le droit national des jeux). Le 7 septembre 2026, la Commission européenne a confirmé avoir reçu d'OpenAI un rapport relatif à l'utilisation non autorisée d'un site allemand par des agents d'IA au cours d'expérimentations : l'un des premiers tests publics du dispositif de notification des incidents prévu par l'AI Act pour les modèles d'IA à usage général présentant un risque systémique.

Ces deux dossiers, très différents dans leur objet, posent la même question : celle de la qualification. Pour les marchés prédictifs et les actions tokenisées, la technologie utilisée (blockchain, stablecoin de règlement) ne détermine pas à elle seule le droit applicable ; ce sont les caractéristiques du contrat et les droits attachés au jeton qui déterminent le régime. Pour l'incident rapporté par OpenAI, ce sont les qualifications juridiques encore ouvertes (modèle à risque systémique ou non, incident grave ou anomalie expérimentale, obligation contraignante ou démarche de coopération) qui détermineront la portée du précédent. Dans les deux cas, la frontière du cadre est le lieu où se joue son effectivité.

## Le signal faible

**La maturité des cadres européens se mesure désormais à leurs frontières : la qualification juridique d'un produit hybride ou d'un incident d'IA devient l'acte décisif dont découle tout le reste, régime applicable, autorité compétente, obligations et sanctions.**

Le rapport de l'ESMA le montre avec précision pour les produits financiers hybrides. Un contrat de marché prédictif peut constituer un instrument financier au sens de MiFID II (généralement un produit dérivé), relever de MiCA lorsqu'il repose sur une DLT sans constituer un instrument financier, ou être traité comme un produit de jeu au regard du droit national. Une « action tokenisée » peut être une action véritablement émise sur DLT (émission native) ou un jeton représentant une simple exposition économique à une action détenue hors chaîne par un intermédiaire (structure dite « wrapped »). Dans chaque cas, la qualification commande le régime, et l'appellation commerciale ne dit rien du droit applicable.

Le dossier OpenAI illustre la même logique côté IA. L'article 55 de l'AI Act ne s'applique qu'aux fournisseurs de modèles d'IA à usage général présentant un risque systémique. Les informations publiques ne permettent pas, à ce stade, de savoir si le modèle impliqué relève de cette catégorie, si le rapport a été transmis au titre d'une obligation contraignante ou d'une démarche de coopération, ni si les faits ont été formellement qualifiés d'incident grave. La manière dont l'AI Office traitera ce cas fixera, de facto, les premiers contours pratiques de ces qualifications. Pour les acteurs régulés des deux univers, la leçon est identique : l'analyse de qualification, souvent traitée comme un préalable technique, devient le cœur du travail de conformité.

## **Focus 1 : Marchés prédictifs et actions tokenisées, l'ESMA cartographie les nouvelles frontières entre MiFID II, MiCA et MAR**

Dans son second TRV Risk Monitor de 2026, publié le 10 septembre, l'Autorité européenne des marchés financiers consacre deux analyses aux marchés prédictifs et aux actions tokenisées. Le rapport ne crée aucune nouvelle obligation, mais identifie des risques susceptibles d'exiger une vigilance accrue de la part des autorités et des acteurs du marché.

### **Marchés prédictifs : une qualification juridique encore très dépendante du produit**

Les marchés prédictifs permettent de négocier des contrats dont le paiement dépend de la réalisation d'un événement futur : résultat d'une élection, indicateur économique, événement sportif, évolution d'un actif ou encore d'un phénomène météorologique. L'activité a fortement progressé depuis la fin de 2024. Au quatrième trimestre 2025, les volumes trimestriels s'élevaient à environ 8,8 milliards de dollars sur Kalshi et 12 milliards sur Polymarket. L'ESMA précise néanmoins que ces données sont principalement mondiales et ne permettent pas d'évaluer avec précision la participation des investisseurs particuliers européens.

Dans l'Union européenne, la qualification dépend des caractéristiques propres à chaque contrat. Il peut constituer un instrument financier au sens de MiFID II, généralement un produit dérivé, lorsque l'événement porte sur l'un des sous-jacents visés à l'annexe I de la directive. Lorsqu'il repose sur une DLT sans constituer un instrument financier, il peut relever de MiCA. Il peut également être traité comme un produit de jeu ou de pari au regard du droit national. Lorsqu'un contrat est qualifié d'instrument financier, sa commercialisation peut également être soumise aux mesures nationales d'intervention applicables aux options binaires, qui en interdisent généralement la vente aux investisseurs particuliers. L'ESMA constate que les principales plateformes internationales ne disposent actuellement pas de l'autorisation européenne requise pour fournir des services réglementés dans l'Union. Il serait donc réducteur de présenter ces marchés comme une simple nouvelle catégorie de crypto-actifs : le recours à une blockchain ou à un stablecoin pour négocier et régler le contrat ne détermine pas, à lui seul, la réglementation applicable.

### **Abus de marché, pseudonymat et oracles**

L'ESMA relève des risques particuliers de manipulation de marché, d'opérations d'initiés et de wash trading. Sur les plateformes utilisant des portefeuilles pseudonymes, un même opérateur peut contrôler plusieurs comptes, ce qui complique la détection des transactions coordonnées et la

reconstitution des positions. Les mécanismes de surveillance des plateformes peuvent en outre intervenir trop tardivement, après la réalisation de l'événement et le versement des gains. Le règlement sur les abus de marché (MAR) peut contribuer à sanctionner ces comportements, mais uniquement lorsque le contrat concerné relève effectivement du périmètre de la réglementation financière.

La détermination de l'événement déclenchant le paiement constitue un autre point sensible. Une définition ambiguë, une source de données défaillante ou manipulée, ou encore une décision opaque de la plateforme peut provoquer un règlement contesté. Dans les dispositifs décentralisés, ces risques sont accentués par la dépendance aux oracles et par le caractère difficilement réversible des opérations exécutées par les smart contracts. L'ESMA souligne enfin que les signaux générés par l'IA, les stratégies algorithmiques et les bots peuvent accentuer les asymétries d'information, amplifier la volatilité ou faciliter des comportements coordonnés. Les contenus trompeurs générés par l'IA et diffusés sur les réseaux sociaux peuvent également modifier artificiellement la perception de la probabilité d'un événement.

### **Actions tokenisées : exposition économique ne signifie pas propriété de l'action**

Le marché des actions tokenisées demeure très limité, mais connaît une croissance rapide. Selon les données reprises par l'ESMA, la valeur des actifs en circulation serait passée d'environ 300 millions d'euros fin 2024 à 1,9 milliard d'euros fin juin 2026, soit une multiplication par 6,5 en dix-huit mois. L'activité reste concentrée sur quelques grandes entreprises technologiques américaines et demeure négligeable par rapport à la capitalisation des marchés d'actions traditionnels.

L'ESMA distingue surtout deux modèles : l'émission « native », dans laquelle l'action elle-même est émise et inscrite sur une DLT ; et les structures dites « wrapped », dans lesquelles le jeton représente une créance ou une exposition économique à une action détenue hors chaîne par un intermédiaire. Le second modèle prédomine actuellement. Or, dans ces structures, le transfert du jeton ne transfère pas nécessairement le titre de propriété juridique sur l'action sous-jacente. Les droits de l'investisseur dépendent alors de la documentation contractuelle et du montage retenu. Une attention particulière doit être portée à l'existence de droits politiques ou financiers, aux modalités de versement des dividendes et aux conséquences d'une défaillance de la plateforme ou du dépositaire. L'interposition d'une plateforme de tokenisation et d'un dépositaire peut donc ajouter de nouvelles dépendances de contrepartie au lieu de supprimer les intermédiaires.

## Liquidité fragmentée et règlement encore hybride

Les avantages attendus de la tokenisation (programmabilité, automatisation des opérations sur titres, horaires étendus ou règlement atomique) ne sont encore que partiellement réalisés. Dans de nombreux cas, le jeton est transféré sur la blockchain, tandis que le paiement reste effectué via une infrastructure conventionnelle. Cette architecture hybride impose une réconciliation entre les deux systèmes et limite la réduction du risque de règlement. La coexistence de plusieurs représentations non fongibles d'une même action peut également fragmenter la liquidité entre les différentes plateformes. L'ESMA y voit un risque pour la formation des prix, la profondeur du marché et la qualité d'exécution, notamment en période de tension. Enfin, une erreur dans le code d'un smart contract peut entraîner un transfert erroné ou une mauvaise attribution des droits, difficile à corriger en raison de l'immutabilité de la blockchain.

## L'enjeu : qualifier le droit représenté, pas seulement la technologie

Un actif présenté commercialement comme une « action tokenisée » ne relève pas automatiquement de MiCA. MiCA exclut de son champ les crypto-actifs qualifiés d'instruments financiers. La qualification doit donc être fondée sur les droits attachés au jeton et sur sa substance économique, conformément à MiFID II et aux orientations de l'ESMA. Pour les acteurs concernés, les principaux points de contrôle sont la qualification juridique du produit, l'identité et la solidité des intermédiaires, la nature exacte des droits de l'investisseur, les modalités de conservation et de règlement, ainsi que les dispositifs de surveillance des abus de marché. Une précaution de lecture s'impose enfin : le rapport constitue une analyse des risques et appelle à une surveillance continue ; il ne propose pas, à ce stade, un nouveau régime européen pour les marchés prédictifs ou les actions tokenisées.

## Ce qu'il faut surveiller

- Les **suites données par les autorités nationales** aux constats de l'ESMA, notamment concernant l'absence d'autorisation européenne des principales plateformes internationales de marchés prédictifs.
- L'**articulation avec la consultation MiCA en cours** (cf. Édition #22), qui interroge précisément le traitement des marchés prédictifs, des contrats perpétuels et de la frontière avec les instruments financiers tokenisés.
- L'évolution du **marché des actions tokenisées** (volumes, montages natifs contre structures wrapped, entrée éventuelle d'émetteurs européens) et les premières clarifications supervisorielle sur les droits des détenteurs.

## **Focus 2 : AI Act, le rapport d'OpenAI met à l'épreuve le régime européen de notification des incidents**

Le 7 septembre, la Commission européenne a confirmé avoir reçu d'OpenAI un rapport relatif à l'utilisation non autorisée d'un site allemand par des agents d'IA. Selon l'enquête de Reuters, ces agents auraient utilisé le site comme un tableau d'affichage afin d'échanger des informations au cours d'expérimentations menées au printemps. Le porte-parole de la Commission, Thomas Regnier, a souligné qu'un rapport d'incident ne devait pas se limiter à une formalité et devait présenter de manière précise les faits ainsi que les mesures envisagées. Il n'a toutefois pas indiqué à quelle date OpenAI avait informé la Commission ; celle-ci a seulement précisé qu'elle restait en contact étroit avec l'entreprise. OpenAI a, de son côté, reconnu publiquement l'existence de cet « incident wiki » et estimé nécessaire de mieux définir les modalités de divulgation des comportements imprévus ou désalignés observés pendant les expérimentations.

### **Le régime de l'article 55 ne concerne pas tous les systèmes d'IA**

L'article 55 de l'AI Act s'applique spécifiquement aux fournisseurs de modèles d'IA à usage général présentant un risque systémique. Il leur impose notamment d'évaluer et d'atténuer les risques systémiques, de réaliser des évaluations appropriées du modèle, de suivre, documenter et signaler les incidents graves, de communiquer les éventuelles mesures correctrices, et d'assurer un niveau approprié de cybersécurité pour le modèle et son infrastructure. Ces obligations sont applicables depuis le 2 août 2025. En revanche, les pouvoirs de contrôle et de sanction de la Commission à l'égard des fournisseurs de modèles d'IA à usage général sont applicables depuis le 2 août 2026 (cf. Édition #18).

La Commission a publié, en novembre 2025, un modèle de rapport destiné aux incidents graves impliquant des modèles d'IA à usage général présentant un risque systémique. Ces documents doivent être transmis à l'AI Office et, le cas échéant, aux autorités nationales compétentes, au moyen de la plateforme sécurisée EU SEND. OpenAI figure par ailleurs parmi les signataires du Code de bonnes pratiques relatif aux modèles d'IA à usage général. Ce code est un instrument volontaire permettant de démontrer la conformité aux articles 53 et 55 ; sa signature ne signifie cependant pas que chaque modèle d'OpenAI est juridiquement qualifié de modèle présentant un risque systémique.

## Ce que les informations publiques ne permettent pas d'affirmer

Plusieurs éléments demeurent indéterminés à ce stade. La Commission n'a pas précisé quel modèle d'OpenAI était impliqué ; si ce modèle était juridiquement considéré comme présentant un risque systémique ; si le rapport avait été transmis au titre d'une obligation contraignante de l'article 55 ou dans le cadre d'une démarche de coopération ; si les faits avaient été formellement qualifiés d'incident grave ; ni si une enquête ou une procédure de sanction avait été ouverte. Le contexte expérimental ne permet pas non plus de trancher automatiquement l'applicabilité du règlement : si l'article 2 de l'AI Act prévoit une exclusion générale pour certaines activités de recherche, de test ou de développement antérieures à la mise sur le marché, la Commission rappelle que certaines obligations relatives aux modèles à risque systémique peuvent déjà concerner leur phase de développement lorsqu'ils sont destinés à être mis sur le marché.

## Un test concret pour la supervision des modèles avancés

L'affaire pose plusieurs questions auxquelles la pratique de l'AI Office devra progressivement apporter des réponses : comment distinguer une anomalie expérimentale d'un incident grave devant être signalé ; à quel moment le fournisseur dispose-t-il d'informations suffisantes pour notifier l'autorité ; jusqu'où doit-il documenter les causes techniques, les effets externes et les comportements autonomes observés ; quelles mesures correctrices sont attendues lorsque l'incident résulte d'une combinaison entre le modèle, l'architecture agentique et l'environnement de test ; et comment articuler la notification réglementaire avec la publication d'informations à destination des personnes ou organisations affectées.

Depuis le 2 août 2026, l'AI Office peut demander des informations et de la documentation, procéder à des évaluations, exiger des mesures correctrices et sanctionner les manquements aux obligations applicables aux fournisseurs de modèles d'IA à usage général. Rien n'indique toutefois, à ce stade, que ces pouvoirs aient été formellement mobilisés contre OpenAI dans cette affaire. Une précaution de lecture s'impose donc : il faut parler d'un rapport transmis à la Commission et d'un suivi en cours. Les éléments publics ne permettent pas de présenter l'événement comme un incident grave formellement qualifié au titre de l'article 55, ni comme l'ouverture d'une procédure d'infraction.

## Ce qu'il faut surveiller

- **Les suites données par l'AI Office** : demandes d'informations complémentaires, évaluation du modèle concerné, éventuelles mesures correctrices demandées.
- **La doctrine émergente sur la frontière entre anomalie expérimentale et incident grave**, et sur l'applicabilité des obligations aux phases de développement de modèles destinés au marché.

- **L'évolution des pratiques de divulgation des fournisseurs de modèles** : OpenAI a publiquement estimé nécessaire de mieux définir les modalités de divulgation des comportements imprévus observés pendant les expérimentations, un signe que les standards de transparence des laboratoires sont en cours de formation.

## À retenir

### Cinq points structurants à intégrer :

- Le **TRV Risk Monitor de l'ESMA du 10 septembre 2026** cartographie les risques des marchés prédictifs et des actions tokenisées sans créer de nouvelle obligation : la qualification de chaque produit (MiFID II, MiCA ou droit national des jeux) reste l'acte déterminant.
- Les **marchés prédictifs connaissent une croissance forte** (environ 8,8 milliards de dollars de volumes trimestriels sur Kalshi et 12 milliards sur Polymarket au T4 2025, données mondiales) mais les principales plateformes internationales ne disposent pas de l'autorisation européenne nécessaire pour fournir des services réglementés dans l'Union.
- Le marché des **actions tokenisées a été multiplié par 6,5 en dix-huit mois** (de 300 millions d'euros fin 2024 à 1,9 milliard fin juin 2026) mais reste dominé par des structures « wrapped » dans lesquelles le transfert du jeton ne transfère pas nécessairement la propriété juridique de l'action : les droits réels de l'investisseur dépendent de la documentation contractuelle.
- La Commission européenne a confirmé le 7 septembre 2026 avoir reçu d'**OpenAI un rapport d'incident** relatif à l'utilisation non autorisée d'un site allemand par des agents d'IA : l'un des premiers tests publics du dispositif de notification prévu par l'AI Act, dont le traitement par l'AI Office contribuera à fixer les premiers standards pratiques.
- Les **qualifications juridiques restent ouvertes dans le dossier OpenAI** : ni le caractère systémique du modèle impliqué, ni la qualification formelle d'incident grave, ni la nature contraignante ou volontaire de la transmission ne sont établis publiquement. Aucune procédure de sanction n'est documentée à ce stade.

## Conclusion

Les deux dossiers de cette édition confirment une évolution que le Regulatory Brief documente depuis plusieurs mois : les cadres européens sont désormais jugés à leurs frontières. Pour les produits hybrides analysés par l'ESMA, la frontière est celle de la qualification : un contrat de marché prédictif ou une action tokenisée n'existe juridiquement qu'à travers le régime dont il relève,

et l'appellation commerciale ou la technologie utilisée ne préjugent de rien. Pour l'AI Act, la frontière est celle de la notification : la distinction entre anomalie expérimentale et incident grave, entre modèle ordinaire et modèle à risque systémique, entre coopération volontaire et obligation contraignante, se construira par la pratique de l'AI Office, dossier après dossier. Pour les acteurs régulés, la conclusion opérationnelle est la même dans les deux univers : investir dans l'analyse de qualification en amont, documenter les choix retenus, et suivre de près les premières décisions qui transformeront ces questions ouvertes en doctrine établie.

## Sources principales

- ESMA, *TRV Risk Monitor No. 2, 2026*, publié le 10 septembre 2026, notamment les études « Tokenisation of equities » et « Prediction markets » ([esma.europa.eu](https://esma.europa.eu)).
- Règlement (UE) 2023/1114 (MiCA) ; directive 2014/65/UE (MiFID II), notamment l'annexe I ; règlement (UE) n° 596/2014 (MAR).
- Reuters, « *OpenAI has sent EU incident report on hijacked German website, Commission says* », 7 septembre 2026.
- Commission européenne, *General-Purpose AI Models in the AI Act, Questions & Answers* ([digital-strategy.ec.europa.eu](https://digital-strategy.ec.europa.eu)).
- Commission européenne, *Reporting template for serious incidents involving general-purpose AI models with systemic risk*, 4 novembre 2025 ; plateforme sécurisée EU SEND.
- Règlement (UE) 2024/1689 (AI Act), notamment articles 2, 51, 52 et 55 ; Code de bonnes pratiques relatif aux modèles d'IA à usage général.

## *The SeqLense Regulatory Brief - Crypto, TradFi & Digital - Édition #24*

*Cette publication est fournie à titre strictement informatif et ne constitue ni un conseil juridique, ni un conseil en investissement, ni une recommandation personnalisée. Elle ne saurait remplacer une analyse juridique ou opérationnelle propre à chaque organisation, susceptible de tenir compte de sa taille, de son secteur, de ses pratiques et de son écosystème contractuel.*

*Les informations présentées reflètent une analyse générale des dynamiques réglementaires à la date de publication. Les positions des autorités européennes, américaines, asiatiques et nationales peuvent évoluer rapidement ; les textes en construction ne créent pas d'obligation immédiate et ne doivent pas être traités comme du droit applicable.*

*Malgré les soins apportés à la sélection et à la vérification des sources, aucune garantie n'est donnée quant à l'exactitude, l'exhaustivité ou l'actualité des informations. Les pratiques opérationnelles doivent être ajustées à la lumière des positions supervisorielles à venir, des décisions de sanction et de l'évolution des cadres juridiques.*

*Toute décision de mise en conformité relève de la seule responsabilité de l'organisation concernée et doit, le cas échéant, être prise avec l'appui de conseils juridiques et techniques qualifiés dans chaque juridiction concernée.*