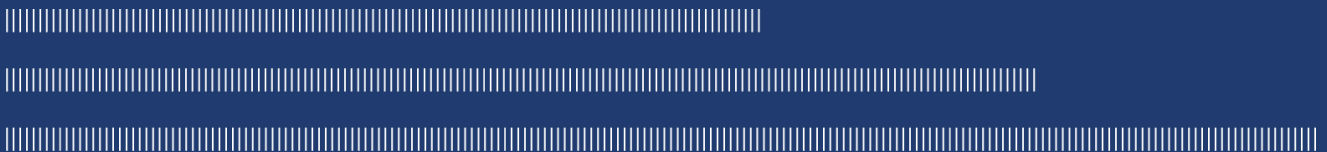


# Quelle stratégie pour la place financière de Paris en matière de finance numérique ?



## Quelle stratégie pour la place financière de Paris en matière de finance numérique ?

---

Alors que le recours aux technologies de registres distribués (blockchain / DLT) est longtemps resté cantonné à la diffusion d'actifs souvent sans rapport direct avec l'économie réelle (le bitcoin en étant l'archétype), la conviction désormais largement partagée quant à leurs bénéfices opérationnels, l'apparition sur les blockchains d'instruments de règlement adossés à des monnaies ayant cours légal (les stablecoins), ainsi que l'impulsion stratégique donnée par les États-Unis ont changé la donne et ouvert la voie à la « tokenisation » d'un large éventail d'actifs, dont en particulier les actifs financiers traditionnels.

Si les opinions sont différentes sur son calendrier, notamment en raison des coûts associés, on peut considérer que cette évolution est irréversible, tant les apports de la DLT sont significatifs (accélération des traitements, nombreux cas d'usage, économie de moyens, empreinte mondiale, possibilité d'opérations en 24/7). Au cours de l'année 2025, une accélération très significative de la tokenisation des actifs financiers a ainsi été enregistrée avec la conjugaison de l'introduction de nouvelles réglementations encadrant spécifiquement ces activités et l'adoption par l'écosystème financier traditionnel d'approches plus proactives. Parallèlement, les « néo-acteurs » ont poursuivi leur croissance.

En fait, l'année 2026 sera probablement décisive. Si les nombreuses initiatives annoncées par des acteurs majeurs, qui ne sont plus désormais des démonstrations de faisabilité (proof of concept) mais des développements opérationnels, s'avèrent des succès, l'évolution pourrait être rapide, et les marchés de ces actifs et le rôle des acteurs financiers traditionnels en seraient profondément transformés. Cette évolution sera d'autant plus rapide, en touchant potentiellement tous les actifs financiers, voire des actifs réels (immobiliers par exemple), que les instruments de règlement des opérations sur actifs tokenisés seront disponibles pour les opérations de détail mais surtout de gros, fiables et interopérables. Toutes les solutions sont actuellement testées : stablecoins mais également dépôts bancaires tokenisés, monnaie numérique de banque centrale, voire simples ponts vers les règlements interbancaires classiques et les comptes à la banque centrale.

L'engagement des acteurs traditionnels dans la tokenisation de leurs activités est tout particulièrement notable aux États-Unis où les incitations politiques et réglementaires sont fortes. Si ce mouvement se confirme, il s'accompagnera d'une rupture opérationnelle et nul doute qu'il emportera le reste du monde et en particulier l'Union européenne, où les avancées réelles sont plus timides. Cette évolution est également bien engagée au Royaume-Uni.

Pour être clair, si les États-Unis et le Royaume Uni réussissent à mettre rapidement sur pied une activité financière très largement fondée sur les technologies de registre distribué permettant de manière sécurisée d'accélérer le traitement des opérations et de réduire le coût de l'intermédiation sans que l'Union

européenne et la France proposent des solutions aussi performantes, alors ils absorberont une part encore plus significative des activités financières et le rôle du dollar en sera conforté au détriment de l'euro. Si l'Union européenne (et la France) ne semble plus être un moteur de ces évolutions, elle a tout à fait les moyens de rester une zone financière performante dans le nouveau monde qui se dessine et la Place française peut jouer un rôle moteur dans cette mutation. Pour ce faire quatre axes semblent prioritaires.

- **Surmonter notre handicap réglementaire**

Le paysage financier de l'Union européenne est très régulé, et très régulé au niveau européen avec des superviseurs qui sont essentiellement nationaux. Les deux sont largement indissociables (pour éviter des approches trop différentes entre les nombreux superviseurs nationaux, on développe des réglementations très détaillées) et cela se traduit par une incapacité à prendre en compte l'innovation dans des délais raisonnables.

Alors même qu'elle avait pris l'initiative très tôt d'encadrer l'activité sur crypto-actifs avec MICAR et d'ouvrir la porte à l'usage du DLT dans les infrastructures de marché avec un cadre réglementaire dit Régime Pilote, les limites de ces cadres sont vite apparues sans qu'on puisse les corriger rapidement. Cela contraste défavorablement avec la situation au Royaume-Uni ou aux Etats-Unis, où l'approche réglementaire est beaucoup plus flexible et où les no action letters des superviseurs permettent d'opérationnaliser rapidement des évolutions pourtant très structurantes.

**Le paquet Omnibus « Market Integration Package » présenté en décembre par la Commission est une occasion exceptionnelle de surmonter ce handicap** : il devrait être amélioré, complété et adopté le plus rapidement possible pour que les actes de niveau 2 soient finalisés et que les acteurs financiers puissent bien l'intégrer dans leur stratégie<sup>1</sup>. Au-delà, il conviendrait que le régime prudentiel bancaire s'appliquant dans l'Union européenne aux crypto-actifs, qui n'est actuellement qu'un régime transitoire, soit effectivement revu<sup>2</sup> afin de faciliter leur essor.

- **Traiter la question des circuits de distribution « grand public »**

Alors qu'on observe un métissage des circuits de distribution « grand public » (les distributeurs de crypto-actifs historiques comme bitcoin ou ether se mettent à proposer des actifs traditionnels ou non, et les distributeurs d'actifs traditionnels commencent à proposer des crypto-actifs historiques), aucun ne s'est développé au niveau mondial à partir d'entités de l'Union européenne et aucun circuit de distribution « grand public » ne s'est largement développé dans l'Union à partir d'entités historiquement françaises.

Il reste que, au-delà du développement d'une offre propre par les banques en ligne françaises, des associations/consolidations entre acteurs semblent inévitables. Il importe donc que la clientèle locale ne soit pas détournée ou siphonnée par des acteurs étrangers lors de ces rapprochements, ce qui devrait conduire les établissements de crédit souhaitant s'engager dans cette voie<sup>3</sup> à demander une licence de

---

<sup>1</sup> Si le processus s'enlisait, une adoption par partie du paquet pourrait alors être envisagée.

<sup>2</sup> La révision de CRR du 31 mai 2024 prévoyait ainsi : Au plus tard le 30 juin 2025, la Commission soumet, le cas échéant, au Parlement européen et au Conseil une proposition législative visant à introduire un traitement prudentiel spécifique pour les expositions sur crypto-actifs, en tenant compte des normes internationales et du règlement (UE) 2023/1114. (MICAR).

<sup>3</sup> Ce qui nécessite en tout état de cause une analyse propre à chaque établissement au regard de sa clientèle cible.

PSCA/CASP dans le cadre favorable de l'article 60 de MICAR. Elles pourraient ainsi bénéficier de leur fort capital de confiance<sup>4</sup>.

Ceci est d'autant plus nécessaire que si le débat clientèle de détail versus clientèle corporate est légitime, les frontières sont poreuses et la capacité d'offrir un accès 24/7 à un vaste ensemble d'opérations financières pour une clientèle diversifiée est incontournable.

- **S'appuyer rapidement sur nos atouts naturels pour opérationnaliser les cas d'usage les plus facile à mettre en œuvre**

L'Union et singulièrement la France dispose d'atouts spécifiques :

- Des acteurs financiers de grande taille, que ce soit en termes bancaires, d'assurance, de gestion d'actifs (avec une spécificité française pour les fonds monétaires) ou d'infrastructures de marché (si les infrastructures de marché actives en France sont intégrées dans des groupes européens, pour la plupart au sein de l'UE, l'influence de la France reste significative).
- Un rôle déterminant de la monnaie de banque centrale. Alors qu'aux États-Unis les marchés financiers fonctionnent traditionnellement en partie sans recours à la monnaie de banque centrale (notamment avec CHIPS) et que les évolutions en cours s'inscrivent résolument dans le cadre d'une monnaie commerciale, l'Union européenne et singulièrement la zone euro a développé un robuste système où la monnaie de banque centrale (avec le maintien au niveau des banques centrales nationales des comptes des banques) joue un rôle déterminant pour assurer les opérations interbancaires et le dénouement des transactions sur les marchés financiers<sup>5</sup>. Ce rôle joué par la monnaie de banque centrale est un élément fort de la robustesse et de la confiance dans le système financier.

Pour s'appuyer sur ces forces, les priorités opérationnelles pour l'année 2026 pourraient être les suivantes :

- Développer la tokenisation des fonds et en priorité des fonds monétaires et des ETF afin d'en faciliter la collatéralisation pour les institutionnels et la commercialisation pour la clientèle de détail.
- S'engager massivement, quelles que soient les limites du dispositif, dans le projet PONTES de la BCE pour permettre le passage à l'échelle du recours à la monnaie de banque centrale ; le projet de passage du marché NEU CP et NEU MTN à une tokenisation intégrale est clairement emblématique de ce point de vue. L'engagement d'un processus de tokenisation des titres de l'État français, à l'image de ce qui se dessine aux États-Unis et au Royaume-Uni, serait également particulièrement utile (au-delà du signal politique donné, cela renforcerait leur usage dans les opérations de collatéralisation).

---

<sup>4</sup> Le baromètre 2025 d'ACSEL sur la confiance des Français (internauts de 15 ans et plus) dans le numérique met ainsi en évidence que 65 % d'entre eux ont une confiance dans les banques traditionnelles pour réaliser des opérations sur crypto-actifs (37 % seulement pour les néo-brokers type Ettore ou Traderepublic).

<sup>5</sup> CSDR prévoit ainsi que pour les transactions libellées dans la monnaie du pays où a lieu le règlement, le dépositaire central de titres (DCT) règle les paiements en espèces de ses systèmes de règlement de titres via des comptes ouverts auprès d'une banque centrale d'émission de ladite monnaie, dans toute la mesure du possible.

- **Veiller à la solidité du système monétaire à deux niveaux sans se laisser distraire par des débats inutiles**

Même si tous les cas d'usage d'actifs tokenisés ne nécessitent pas le recours à un instrument de règlement tokenisés (cas par exemple de la collatéralisation des actifs), un tel instrument est indispensable pour en tirer tout le bénéfice. Dans cette perspective, le débat stablecoins versus dépôts bancaires tokenisés ne doit pas être posé en termes d'alternative. En effet, il apparaît clairement que les cas d'usage diffèrent et que les deux peuvent coexister de manière complémentaire.

Les enjeux essentiels résident donc dans leur bonne articulation, la clarification de leurs usages respectifs et leur déploiement dans un cadre préservant la solidité du système monétaire à deux niveaux, celui-ci étant nécessaire au financement de l'économie européenne qui est assurée aux trois quarts par le crédit bancaire, et alors même que les besoins de financement sont aujourd'hui considérables, entre les transitions énergétique et technologique et les impératifs de souveraineté industrielle et de défense.

Cet objectif doit être au cœur de la stratégie européenne en matière de finance numérique : tirer pleinement parti des gains d'efficacité offerts par la DLT, tout en préservant les fondements du modèle monétaire européen, dans lequel le crédit bancaire et la stabilité des dépôts jouent un rôle structurant pour le financement de l'économie.

Les stablecoins ont un avantage comparatif évident : ils existent et peuvent être intégrés très rapidement dans les dispositifs de règlement des transactions sur actifs tokenisés. Ne pas le faire serait prendre un retard très pénalisant dans le paysage concurrentiel qui se dessine. Il est donc urgent et prioritaire d'en faciliter sans délais l'usage via des jetons de monnaie électronique en euros au sens de MICAR.

Ils ont cependant un inconvénient tout autant évident : du fait de la composition de leurs réserves, ils concourent peu au financement de l'économie. Le développement des dépôts tokenisés doit donc être une priorité stratégique à 2/3 ans. Dans cette perspective, au-delà de clarification du cadre légal et du cadre prudentiel, il y aurait tout intérêt à développer des projets communs pour atteindre la taille critique et éviter la fragmentation du marché.

Ces projets communs dont le cœur doit être formé par des acteurs locaux comme on le voit actuellement aux Etats-Unis, au Royaume-Uni ou en Allemagne, n'excluraient pas des acteurs de pays tiers et pourraient s'appuyer sur le dispositif développé par des systèmes de règlement interopérables avec la DLT (comme le service Pontes de l'Eurosystème ou les projets de Swift).

**Pour réussir à relever ces défis, il convient de mobiliser l'ensemble des acteurs de la Place et en premier lieu les corporates (émetteurs de titres et trésoriers d'entreprise) et les institutions financières avec le soutien clair des autorités publiques.**

## **I. Qu'observe-t-on aux Etats-Unis ?**

Dans son Executive Order du 23 janvier 2025, le Président Trump affirmait ses ambitions en matière de technologie financière numérique et instituait au sein du National Economic Council un « President's Working Group on Digital Asset Markets ». Il s'agissait notamment :

- de protéger et promouvoir la capacité des citoyens individuels et des entités du secteur privé à accéder et à utiliser à des fins légales les réseaux publics ouverts de chaînes de blocs (...);
- de promouvoir et protéger la souveraineté du dollar américain, notamment par des mesures visant à promouvoir le développement et la croissance de stablecoins légaux et légitimes adossés au dollar dans le monde entier ;
- de prendre des mesures pour protéger les Américains contre les risques liés aux monnaies numériques des banques centrales, qui menacent la stabilité du système financier, la vie privée des individus et la souveraineté des États-Unis, notamment en interdisant la création, l'émission, la circulation et l'utilisation d'une monnaie numérique de banque centrale de détail sur le territoire des États-Unis.

La suite a été marquée par des initiatives réglementaires et des initiatives des acteurs privés significatives, mais si le paysage final et son calendrier de mise en place ne sont pas encore clairement établis, un certain nombre de lignes de force apparaissent, avec une montée en puissance de la tokenisation et du recours aux technologies de registre distribué conformément au rapport du groupe de travail présidentiel, publié le 30 juillet et détaillant une centaine de recommandations pour renforcer le recours à la digitalisation des actifs, et que la « crypto task force » de la SEC, instituée dès le 21 janvier et dirigée par la commissaire Hester Peirce, s'emploie notamment à mettre en œuvre.

## 1.1. Stablecoins et dépôts tokénisés, concurrence ou complémentarité ?

### 1.1.1. Les stablecoins

Le 18 juillet 2025, le GENIUS Act (Guiding and Establishing National Innovation for U.S. Stablecoins) était signé par le Président Trump après un soutien largement bi-partisan au Congrès : "a historic piece of legislation that will pave the way for the United States to lead the global digital currency revolution". Cette réglementation encadre les "payment stablecoins" et, en particulier, devrait leur permettre :

- d'être traités comme de la trésorerie ou comme un équivalent de trésorerie à des fins comptables ;
- d'être éligibles pour répondre aux appels de marge et garanties en espèces ou équivalentes dans le cadre des opérations sur dérivés ;
- d'être acceptés en tant qu'actif de règlement pour faciliter les paiements de gros entre banques ou par une infrastructure de paiement pour faciliter les échanges et les règlements entre les banques.

Cette nouvelle réglementation ne sera effectivement mise en œuvre qu'à compter de début 2027, les dispositions techniques et prudentielles détaillées devant être arrêtées d'ici le 18 juillet 2026<sup>6</sup>. Néanmoins, dans l'attente et conformément à la no action letter de la CFTC (staff letter 25-40 du 8 décembre actualisée le 6 février,) des émetteurs de stablecoins existants ainsi que des prestataires de services se sont mis en position de pouvoir se faire agréer aux États-Unis comme « émetteur de payment stablecoins », concurrentement avec les banques traditionnelles, en obtenant, le 12 décembre, une licence conditionnelle

---

<sup>6</sup> Le Trésor américain a lancé le 19 septembre une première consultation pour les dispositions qui le concernent. Le FDIC a lancé sa consultation le 19 décembre et étendu la période de réponse jusqu'au 18 mai.

de l'OCC en tant que National Trust Bank (Circle, Ripple, Fidelity Digital<sup>7</sup>, Bitgo<sup>8</sup> et Paxos<sup>9</sup>), alors que Tether, le principal émetteur de stablecoins avec 188 milliards de dollars en circulation mi-février 2026 contre 74 milliards de dollars pour l'USDC de Circle, a choisi de lancer fin janvier un nouveau stablecoin ayant vocation à être conforme au Genius Act et destiné au marché des Etats-Unis via une banque avec une licence fédérale<sup>10</sup>, Anchorage Digital<sup>11</sup>.

### 1.1.2. Les dépôts tokénisés

Si les banques traditionnelles américaines ne sont pas insensibles aux opportunités ouvertes par l'émission de « payment stablecoins » (cf. le projet à l'étude par un consortium de 9 banques internationales dont Bank of America, Goldman Sachs, Citi et BNP Paribas sont membres<sup>12</sup>, mais dont on observera l'absence de JP Morgan), elles semblent s'orienter plutôt vers la tokenisation des dépôts.

Citi l'avait introduit dans son réseau dès octobre 2024, HSBC à Hong Kong en mai 2025 (puis étendu à Singapour, au Royaume-Uni et au Luxembourg) et surtout JP Morgan en juin 2025 avec un accord interbancaire avec DBS à Singapour. Il s'agit en fait de permettre à des clients grands corporates ou institutionnels de gérer leur trésorerie dans ces vastes réseaux bancaires internationaux (et dans ceux avec qui ils auraient un accord) en 24/7. L'approche des dépôts bancaires tokénisés a cependant changé de nature dans le cadre de projets développés avec les infrastructures e marché (cf. infra).

### Le débat entre stablecoins et dépôts tokénisés se structure autour de quelques problématiques simples et de cas d'usage qui peuvent être différents

- **La rémunération** : en principe, les stablecoins régulés ne peuvent pas être rémunérés par les émetteurs, contrairement aux dépôts, mais l'interdiction peut être contournée par les émetteurs qui doivent rémunérer les intermédiaires (les gestionnaires de plateformes, les dépositaires ...) qui peuvent, eux, rétrocéder leurs commissions d'une manière ou d'une autre. Le détenteur de crypto-actifs et en particulier de stablecoins qui bloque (ou non) ses avoirs (c'est le staking) est censé concourir à la stabilité du système et est récompensé pour cela.

La question fait cependant l'objet de débats assez tendus sur cette possibilité dans le cadre de la finalisation de la réglementation sur les actifs digitaux (CLARITY Act<sup>13</sup>) qui doit compléter le GENIUS ACT avec des positions dures de part et d'autre, les banques défendant une interdiction de toute forme de rémunération, directe ou indirecte<sup>14</sup>, et les acteurs de l'industrie des crypto-actifs plaidant en sens

---

<sup>7</sup> Qui a donc lancé fin janvier son premier stablecoin à destination des clients retail et institutionnels.

<sup>8</sup> Qui gère le stablecoin World Liberty.

<sup>9</sup> Qui émet le stablecoin PayPalUSD.

<sup>10</sup> Contrairement aux banques avec une licence d'Etat les banques avec licence fédérale n'ont par construction pas de limitation dans le niveau de leur émission de stablecoins.

<sup>11</sup> Anchorage Digital a comme actionnaires Goldman Sachs et Visa mais également Apollo et KKR ; Kevin Warsh le futur président de la FED fait partie de ses conseillers et Bo Hines l'Executive Director du groupe de travail présidentiel est devenu CEO de ce nouveau stablecoin quelques semaines après que le rapport du groupe a été publié.

<sup>12</sup> Les autres membres sont Deutsche Bank, UBS, MUFG, Santander, Barclays, TD Bank.

<sup>13</sup> Le Clarity Act complète le GENIUS Act et couvre l'ensemble du domaine des crypto actifs ; il a été voté à la Chambre des représentants et est en débat au Sénat.

<sup>14</sup> Cette interdiction est fréquente dans les juridictions ayant développé une réglementation mais pas systématique (Singapour, Hong Kong) : son objectif affiché est d'éviter d'en faire un support d'investissement.

inverse. La réglementation mise en consultation publique par l'OCC fin février<sup>15</sup> opte clairement pour une conception extensive de l'interdiction de rémunération des « payment stablecoins ». Cela pourrait constituer une incitation à développer des fonds monétaires tokénisés parallèlement aux stablecoins.

- **Le remboursement au pair.** Dans le GENIUS ACT, l'émetteur est tenu de convertir, de rembourser ou de racheter son jeton pour un montant fixe de valeur monétaire, avec des procédures claires pour que le remboursement se fasse dans un délai convenable (timely)<sup>16</sup> et avec des commissions clairement annoncées. La capacité pour le détenteur de pouvoir être remboursé (au pair) sans délais et sans commission significative<sup>17</sup> n'est donc pas, à ce stade, totalement assurée<sup>18</sup>. En fait, le stablecoin n'a pas tant vocation à être remboursé qu'à être cédé à un prix qui peut, en période normale c'est-à-dire en-dehors d'un doute sur la solidité du jeton lui-même, ne s'écarter que marginalement du pair ; cela rend la liquidité du marché secondaire essentielle et pousse à une concentration du marché. La question est naturellement totalement différente pour des dépôts tokénisés.
- **La gestion de la liquidité :** les stablecoins sont actuellement essentiellement utilisés comme moyen de règlement dans des transactions en temps réel sur d'autres crypto-actifs. Or le temps réel est peu efficace pour les opérations sur marchés financiers où les acteurs significatifs ne souhaitent pas préfinancer leurs opérations en brut au fil de l'eau, mais préfèrent financer leurs opérations nettes (en fin de journée, voire à des intervalles plus rapprochés), quitte à collatéraliser leur position avant netting.
- **La gestion des risques : risque bancaire ou risque souverain ?** Un dépôt fait courir, au-delà de la fraction éventuellement couverte par une garantie, le risque de contrepartie sur la banque du déposant, alors que le stablecoin, qui n'est pas couvert par la garantie des dépôts, fait essentiellement courir, au-delà du risque lié aux modalités d'intermédiation, un risque fonction de la qualité du portefeuille sur lequel le stablecoin est adossé<sup>19</sup>. Aux Etats-Unis, les règles précises du payment stablecoin n'ont pas encore été fixées, mais l'adossement semble favoriser les bons du Trésor<sup>20</sup>. Le risque dépend également de la nature de l'émetteur (banque, EME appartenant à un groupe bancaire ou autre acteur) et de son accès éventuel au refinancement de la banque centrale.
- **L'interopérabilité :** l'acceptabilité d'un jeton (stablecoin ou dépôt tokénisé) comme moyen de règlement associé à la livraison nécessite soit qu'on souhaite le conserver, soit, s'agissant d'un stablecoin, qu'il puisse être cédé ou remboursé sans délai et sans perte de valeur ou, s'agissant d'un dépôt tokénisé, qu'il puisse être accepté sans frais dans une autre banque. Un jeton représentatif de monnaie de banque centrale peut jouer ce rôle, mais ce n'est pas le choix des Etats-Unis. S'agissant d'une monnaie commerciale, sa capacité à être interopérable avec d'autres monnaies commerciales

---

<sup>15</sup> <https://occ.gov/news-issuances/news-releases/2026/nr-occ-2026-9a.pdf>

<sup>16</sup> Ce remboursement rapide au pair est une exigence dans toutes les juridictions ayant développé une réglementation spécifique ; le respect des diligences de la lutte AML-TF peuvent cependant générer un délai allant jusqu'à 5 jours.

<sup>17</sup> Des « frais de gaz » sont souvent prélevés (en cryptoactifs) pour pouvoir effectuer une transaction sur une blockchain.

<sup>18</sup> On observera par exemple que Tether (non enregistré aux Etats Unis mais au Salvador) ne s'engage pas sur un remboursement immédiat en raison des diligences de lutte contre le blanchiment à respecter et que la commission prise peut être significative : " The current minimum redemption amount of Tether Tokens through the Tether Website is Tether Tokens with a value of US\$100,000. Redemptions of Tether Tokens are subject to a fee of the greater of US\$1,000 or 0.1% of the Tether Tokens to be redeemed. Fees are subject to change at the discretion of Tether."

<sup>19</sup> Un doute sur la qualité et la liquidité des réserves adossant les jetons se traduit mécaniquement par une dépréciation significative par rapport au pair (depeg).

<sup>20</sup> Dans l'Union européenne, la posture est différente et un adossement à des dépôts bancaires semble favorisé (minimum 30 %) ; l'EURC de Circle (320 M€) est ainsi intégralement investi en dépôts bancaires. Au Royaume-Uni, 40 % devront au minimum être constitués par des dépôts en banque centrale.

sans frottement (délais ou coût) significatif et l'existence d'un dispositif de compensation généralisé sur la base de cette interopérabilité sont des caractéristiques décisives pour leur développement. Même si des projets sont en cours<sup>21</sup>, ce n'est nullement acquis.

## **1.2. La tokenisation des actifs financiers<sup>22</sup> et l'adoption en cours de technologies DLT pour les infrastructures de marché poussent à repenser les modalités de paiement, et les dépôts bancaires tokenisés sont mis en avant pour les opérations de montant important**

Depuis la publication du groupe de travail présidentiel, la SEC a émis une *no action letter*<sup>23</sup> importante, favorable à l'introduction de la technologie DLT dans les infrastructures de marché. Le 11 décembre 2025, elle a autorisé le lancement de la première étape du programme de tokenisation de DTCC, qui permet à ses participants de choisir une détention de leurs actifs (en fait, dans une première étape, les actions du Russel 1000, les ETF et les obligations du Trésor) sous forme de jetons sur blockchain et non plus sur le registre centralisé<sup>24</sup>. Le lancement effectif est prévu au second semestre 2026, après une phase de montée en puissance.

Cette autorisation fait suite à l'annonce du 8 septembre de Nasdaq, indiquant qu'une autorisation avait été demandée à la SEC de pouvoir négocier des actions et ETP tokenisés avec règlement-livraison sur DTCC (avant de prendre une décision, la SEC a donc lancé un appel à commentaires qui s'achevait le 21 janvier) et précède l'autorisation demandée à la SEC (15 décembre) d'étendre les horaires de négociation à 23h par jour.

En concurrence avec NASDAQ, le groupe ICE a annoncé le 19 janvier que NYSE développait une plateforme de négociation pour titres tokenisés avec compensation sur ICE qui, de son côté, prépare ses chambres de compensation à pouvoir accompagner des négociations 24/7 et accepter du collatéral tokenisé, en particulier sous la forme de dépôts tokenisés. Citi et Bank of New York Mellon (BNY) sont associés au projet, mais aucune autorisation réglementaire n'a encore été demandée.

BNY avait annoncé le 23 juillet 2025 lancer en collaboration avec Goldman Sachs la possibilité de gérer sur blockchain les parts de fonds monétaires tokenisés de BlackRock<sup>25</sup>, BNY, Federated Hermes, Fidelity et

---

<sup>21</sup> Ubyx a ainsi déposé en mars 2025 le white paper d'un système de compensation de stablecoins voire de dépôts tokenisés avec le soutien de Peter Thiel, Coinbase et Paxos ; Barclays a indiqué le 6 janvier 2026 qu'il investissait dans le projet. A ce jour le dispositif ne semble pas opérationnel.

<sup>22</sup> On trouvera en Annexe 2 la position de principe de Larry Fink en faveur de la tokenisation généralisée des actifs.

<sup>23</sup> Le 30 septembre, elle a permis également via une *no action letter* aux "State trust companies" de détenir des crypto-actifs et des équivalents de trésorerie connexes pour le compte de conseillers financiers et de fonds ce qui facilite la diffusion des crypto-actifs.

<sup>24</sup> *The DTCC Tokenization Services would allow DTC participants (each, a "Participant") to elect to have their security entitlements to DTC-held securities recorded using distributed ledger technology ("DLT"), rather than exclusively through DTC's current centralized ledger. In doing so, the program aims to give Participants the ability to leverage the benefits of blockchain and tokenization technology, including mobility, decentralization, and programmability, without foregoing the protection and accountability that a central securities depository and registered clearing agency provides.*

<sup>25</sup> Le fonds monétaire BUIDL de BlackRock esst le plus important fonds monétaire tokenisé (via Securitize) de façon native à s'échanger on-chain (Ethereum) avec règlement par le stablecoin USD de Circle ; son encours reste modeste (2,5 Md\$), mais BlackRock ouvre désormais sa distribution via un agrégateur d'ordres (UniswapX) qui fait le pont entre des ordres off-chain et des exécutions on-chain.

Goldman Sachs (une dizaine de milliards de dollars à fin 2025, soit moins de 2 % des MMF), mais qui ouvre de nombreuses possibilités d'utiliser les MMF en tant que collatéral. Le 6 janvier 2026, elle annonçait la possibilité de tokeniser les dépôts de ses clients institutionnels, étape décisive dans le cadre de l'ambition de permettre l'utilisation du cash « on-chain » dans les transactions de marché. Intercontinental Exchange, Citadel Securities, DRW Holdings, Baillie Gifford, Circle, Ripple Prime font partie des premiers participants.

La marche vers la tokenisation généralisée des actifs financiers, associée à des plages de transactions en continu sur les marchés réglementés, semble donc effectivement engagée ; la répartition des rôles entre les stablecoins et les dépôts tokenisés comme instrument de règlement des transactions ne semble pas stabilisée, mais les deux seront en concurrence ; les premiers essentiellement sur les DLT publics, les seconds sur les DLT privés, voire publics mais permissionnés.

Il semblerait que les autorités américaines privilégient les dépôts tokenisés pour les besoins internes et favorisent les stablecoins pour les besoins du reste du monde. L'analyse de Stephen Miran (7 novembre 2025) est, de ce point de vue, assez caractéristique : *“Because GENIUS Act payment stablecoins do not offer yield and are not backed by federal deposit insurance, I see little prospect of funds broadly fleeing the domestic banking system. The real opportunity in stablecoins is to satiate untapped foreign appetite for dollar assets from savers in jurisdictions where dollar access is limited; by contrast, users in the U.S. and AFEs like the euro zone already freely access Treasuries, dollars, and other instruments that offer yield or deposit insurance. I therefore expect most demand for stablecoins to come from locales unable to access dollar denominated saving instruments, boosting demand for dollar assets.”*

Cette répartition n'est toutefois pas acquise dans la mesure où les plateformes ouvertes aux particuliers 24/7 (comme Robinhood) pourraient généraliser le règlement des opérations sur titres en stablecoins et de ce fait attirer une clientèle non limitée aux pays tiers dont le système financier est peu développé.

## **2. Le Royaume-Uni se prépare de son côté à adapter son cadre pour favoriser le développement des stablecoins et le recours au DLT**

Le cas du Royaume-Uni est intéressant à plus d'un titre, notamment par une posture traditionnellement favorable à un rôle important de la monnaie de banque centrale dans les circuits financiers et par la volonté de garder pour la City un rôle prépondérant dans les marchés de capitaux internationaux.

Au-delà d'une participation active de la Bank of England aux projets de la BRI (AGORA et Meridian), les autorités du Royaume-Uni (le Trésor, la FCA et la Bank of England) ont pris un virage très ouvert sur la digitalisation de la finance qui s'organise autour de plusieurs axes.

- D'abord en reconnaissant l'inscription sur un registre distribué comme valant droit de propriété avec le Property (Digital Assets etc.) Act de décembre 2025.
- Ensuite en favorisant la tokenisation des actifs financiers via des adaptations de la réglementation de la FCA. Le cas des fonds est emblématique de ce point de vue, avec un nouveau cadre proposé<sup>26</sup> ouvert aux divers types de DLT et de gestion des fonds avec un focus sur les fonds monétaires et la capacité d'utiliser les stablecoins comme outil de règlement des souscriptions/remboursement, ainsi que la possibilité pour les fonds de détenir des stablecoins pour gérer ces opérations.

---

<sup>26</sup> Consultation publique de la FCA d'octobre 2025.

- En soutenant les initiatives de la Place concernant les dépôts bancaires tokénisés qui ne demandent aucune évolution réglementaire, et en particulier le « GBTD pilot » structuré par UK Finance avec les principales banques britanniques<sup>27</sup> et qui devrait déboucher sur un système complet en milieu de cette année.
- En définissant un encadrement favorable aux stablecoins :
  - en créant une catégorie de « sterling-denominated systemic stablecoins » qui auraient directement accès à la monnaie banque centrale. La proposition actuelle<sup>28</sup> prévoit ainsi des dépôts (40 % minimum en dépôts non rémunérés dans les livres de la Bank of England) et la capacité d’avoir accès au refinancement banque centrale (en contrepartie, l’ensemble des réserves adossées au stablecoins doivent être localisées au Royaume-Uni). Par ailleurs, le régime est agnostique sur le type de blockchain supportant le stablecoin.
  - Pour les autres stablecoins, dont la FCA est seule en charge, un groupe spécifique est en cours de constitution dans la sandbox de la FCA pour tester à partir du Q1 2026 leur projet.

Enfin, en favorisant l’innovation dans des sandboxes très flexibles, que cela soit à la FCA ou à la Bank of England avec le Digital Securities Sandbox (DSS)<sup>29</sup>. Ce dernier va ainsi accueillir le projet pilote d’émission d’emprunts d’Etat lancé avec HSBC. Cela s’est accompagné d’un certain nombre d’annonces fortes de grands acteurs traditionnels. Au-delà du GBTD mentionné plus haut, on relèvera le LSEG qui, le 15 janvier, a annoncé le lancement de sa Digital Settlement House (LSEG DiSH), plateforme en libre accès qui permet le règlement programmé et instantané entre des réseaux indépendants via des dépôts bancaires tokénisés détenus dans le registre DiSH. Le service permettra le transfert instantané, 24 heures sur 24 et 7 jours sur 7, de fonds bancaires commerciaux dans plusieurs devises et juridictions, PVP et DVP, fournissant ainsi une véritable base de trésorerie pour les transactions et les règlements en devises et en actifs numériques.

Ces initiatives pourraient avoir d’autant plus de portée qu’une « transatlantic taskforce » entre les Etats-Unis et le Royaume-Uni a été lancée en septembre afin d’aligner les travaux sur les actifs digitaux (y compris les stablecoins). Le rapport de cette taskforce, attendu fin mars, devra être examiné avec soin.

### **3. L’Union européenne a, comme souvent, pris de l’avance réglementaire mais ce cadre doit être repensé et les initiatives concrètes illustrent la fragmentation du marché**

#### **3.1. Un encadrement réglementaire précoce**

Sous une forte influence française, qui avait très tôt identifié le caractère stratégique des technologies de registre distribué, notamment dans le cadre de la loi Pacte, l’Union européenne a pris deux textes réglementaires fondamentaux pour encadrer l’activité sur crypto actifs et le recours à la technologie DLT dans les infrastructures de marché.

---

<sup>27</sup> HSBC, NatWest, Lloyds, Barclays, Nationwide et Santander.

<sup>28</sup> Qui prend en compte les réponses à une première consultation et fait l’objet depuis le 10 novembre 2025 d’une seconde consultation ouverte pour trois mois avec la perspective de finaliser le régime et permettre les premières émissions avant la fin de l’année.

<sup>29</sup> Le titre du discours de Sasha Mills, directrice des infrastructures de marché à la Bank of England le 29 janvier 2026 “The sky’s the limit : shaping the UK’s digital future” donne le ton (cf. Annexe 3).

**3.1.1. Le règlement MICA du 31 mai 2023** encadre les crypto-actifs et les prestataires de services a en particulier défini les jetons de monnaie électronique (EMT), équivalents des « payment stablecoins » US, et les jetons se référant à un ou des actifs (ART), ainsi que les prestataires de services sur crypto-actifs (CASP).

**Fin février 2026, 154 CASP ont été agréés** dans l'Union dont 45 en Allemagne (dont de nombreuses banques), 22 aux Pays-Bas et 12 en France. L'agrément peut cependant couvrir des services très différents<sup>30</sup> et, au-delà du nombre d'agrément par pays, il est utile d'analyser où les principaux acteurs sont localisés et pour quels services ils sont agréés. S'agissant des CASP agréés en France (donc hors passeport), on observera (cf. Annexe 1) qu'aucun n'a été agréé en France pour exploiter une plateforme de négociation de crypto-actifs<sup>31</sup>, mais que CACEIS Bank, un des principaux conservateur et dépositaire-administrateur de fonds européen dispose d'une licence depuis juin 2025.

Il ressort que les principaux acteurs internationaux, qui sont en fait d'origine non UE, sont désormais enregistrés :

- en Irlande (Kraken, Interactive Brokers),
- à Malte (OKX, Crypto.com, Gemini),
- en Lituanie (Robinhood),
- à Chypre (Revolut),
- au Luxembourg (Bitstamp, Coinbase),
- et peut-être demain Circle en France et Binance en Grèce.

Les plus grands acteurs européens sont d'origine autrichienne (Bitpanda, également présent en Allemagne et à Malte), allemande (Trade Republic et N26) ou chypriote (eToro). S'agissant des acteurs financiers traditionnels, ils sont peu présents mais des licences ont été obtenues en Allemagne (Commerzbank, DZ Bank, DekaBank ...), en Espagne (BBVA), en France (CACEIS, SG Forge, BPCE et Delubac) et au Luxembourg (Clearstream).

**S'agissant des jetons de monnaie électronique (JME) au sens de MICAR, les émissions en euros restent symboliques. Il n'y a par ailleurs aucune émission de jeton se référant à un ou des actifs (ART) à ce stade<sup>32</sup>.**

Les JME (EMT) ne peuvent pas porter intérêt et sont émis par une banque ou par un établissement avec une licence d'émetteur de monnaie électronique (EME). Dans ce second cas (émission par un EME), ils doivent être investis pour au moins 30 % de leur encours sur des comptes ségrégués dans des établissements de crédit (et au moins 60% pour les EMT d'importance significative). L'émetteur doit rembourser les jetons, à

---

<sup>30</sup> 10 types de services sur crypto-actifs requièrent une licence MICA : la conservation et l'administration de crypto-actifs pour le compte de clients; l'exploitation d'une plate-forme de négociation ; l'échange de crypto-actifs contre des fonds; l'échange de crypto-actifs contre d'autres crypto-actifs ; l'exécution d'ordres sur crypto-actifs ; le placement de crypto-actifs ; la réception et la transmission d'ordres ; la fourniture de conseils ; la fourniture de services de gestion de portefeuilles ; la fourniture de services de transfert .

<sup>31</sup> Sur les 150 CASP, seuls 10 peuvent exploiter une plateforme et en particulier Bitstamp au Luxembourg, OKX à Malte et Kraken en Irlande.

<sup>32</sup> Le statut d'ART initialement conçu pour le projet Libra/Diem de Facebook semble effectivement ne plus correspondre au marché, et apporter de la confusion pour la qualification de crypto-actifs adossés à l'or davantage susceptibles d'être qualifiés d'instruments financiers sous MiFID.

tout moment et au pair, en versant au détenteur des fonds, autres que de la monnaie électronique, représentant la valeur monétaire du jeton de monnaie électronique qu'il détient<sup>33</sup>.

Sur l'euro, Circle domine ce marché avec un encours à mi-février de près de 400 millions d'euros (mais cela couvre une circulation aux Etats-Unis et dans l'UE) devant SG Forge (70 millions d'euros) et Banking Circle (50 millions d'euros, EME immatriculé au Luxembourg) ; un total négligeable par rapport au total des jetons se présentant comme étant des stablecoins, pour l'essentiel libellés en USD (300 milliards de dollars). Banking Circle au Luxembourg et Oddo-BHF en France sont les deux seules banques à avoir émis un jeton en euro (les autres sont émis par des EME), mais ils restent encore relativement confidentiels.

Un consortium de banques européennes<sup>34</sup> a cependant en projet l'émission d'un EMT en euros début 2027 via Qivalis, un établissement de monnaie électronique localisé aux Pays-Bas.

### **3.1.2. La réglementation du 30 mai 2022 introduisant un régime pilote pour les infrastructures de marché souhaitant utiliser des registres distribués**

Ce régime pilote permet de développer des infrastructures de marché (plateforme de négociation, de règlement et/ou dépositaire) sur la base de registres distribués avec des exemptions aux règles s'appliquant aux infrastructures traditionnelles mais pour des volumes d'activité limités.

A mi-février 2026, soit près de 3 ans après l'ouverture du régime (mars 2023), il n'a rencontré qu'un faible succès avec 4 plateformes enregistrées cumulant négociation<sup>35</sup> et règlement livraison, une<sup>36</sup> le règlement livraison seulement et une la négociation<sup>37</sup>. A ce stade aucune ne traite (encore) de volumes significatifs.

En fait, ce règlement pour un régime pilote DLT n'est pas approprié. Il fait peser une charge disproportionnée de mise en conformité sur les petites entreprises et les jeunes pousses ; il impose également des limites trop strictes en ce qui concerne l'étendue et l'échelle des activités des participants au régime, en limitant le type et la taille des émissions d'actifs pouvant faire l'objet d'une intermédiation au titre du règlement.

En outre, compte tenu de la nature expérimentale du régime pilote DLT et des limites temporelles fixées dans le règlement dont il relève, l'avenir de ce régime était perçu comme étant incertain et n'incitait pas les acteurs du marché à s'engager (ni comme promoteur d'une infrastructure ni comme client).

---

<sup>33</sup> Pour la clientèle retail, le remboursement peut toutefois être laborieux : upon receipt of the Circle Coin(s) on the deposit address, Circle France will perform relevant verifications on the Circle Coin(s) including on previous transactions on the Circle Coin(s). Once verification is performed and all redemption eligibility criteria are met, Circle France will provide payment to the Retail Holder to their bank account. This process should not take more than 5 business days, unless discrepancies are identified during the redemption process.

<sup>34</sup> ING, Unicredit, Banca Sella, KBC, Danske Bank, Dekabank, Caixabank, Reiffeisen, SEB et BNPP.

<sup>35</sup> Il s'agit de 21X en Allemagne, UAB Axiology en Lituanie, Securitize Europe Brokerage and Markets SV en Espagne (Securitize a déjà une plateforme aux Etats-Unis), et LISE en France.

<sup>36</sup> CSD Prague.

<sup>37</sup> 360X AG (Deutsche Börse et Commerzbank) en Allemagne (pour des titres représentatifs d'actifs réels).

### **3.2. Du fait du caractère insatisfaisant de ces cadres réglementaires, la Commission dans son paquet Omnibus de décembre « Market Integration Package » propose d'ailleurs quelques réformes significatives, mais cela reste insuffisant et l'ensemble de la problématique DLT n'est pas encore bien couverte**

Un des principaux objectifs de ce paquet législatif est de supprimer les obstacles réglementaires à l'innovation fondée sur la DLT. Selon la Commission, deux éléments font principalement obstacle à la mise en œuvre de solutions fondées sur la DLT en Europe : les insuffisances du régime pilote déjà évoquées et le fait que les cadres réglementaires standard, en particulier la législation en matière de post-négociation, n'offrent aucune sécurité, sur le plan juridique, à ceux qui souhaitent utiliser la DLT en dehors du régime pilote.

**De ce fait elle a proposé des modifications du règlement sur le régime pilote DLT et sur la directive finalité avec les ouvertures suivantes.**

- Abandonner le caractère expérimental voire temporaire du régime et le pérenniser sur la base d'un rapport que devra faire l'ESMA d'ici 2030.
- **Élargir et assouplir le champ d'application des instruments éligibles et l'ampleur des activités.** Elle propose d'assouplir les limites actuelles, en ce qui concerne tant le type d'instruments financiers éligibles que l'ampleur des activités pouvant être exercées dans le cadre de ces instruments ; une valeur de marché agrégée maximale totale de tous les instruments financiers DLT admissibles à la négociation ou pouvant être enregistrés sur une infrastructure de marché DLT serait maintenue, mais le montant serait porté à 100 milliards d'EUR et le seuil spécifique au produit serait supprimé.
- **Créer un régime simplifié pour les infrastructures de marché DLT de plus petite taille**, en l'espèce la valeur de marché totale des instruments financiers DLT enregistrés ne dépassant un seuil fixé à 10 milliards d'EUR.
- **Élargir le périmètre des entités éligibles** pour y inclure les prestataires de services sur crypto-actifs agréés aux fins de l'exploitation d'une plateforme de négociation de crypto-actifs. Ces prestataires de services seraient soumis aux exigences énoncées dans les règles de négociation et de post-négociation de l'UE tout en bénéficiant de dérogations ciblées et justifiables comme les autres exploitants d'infrastructures de marché DLT.
- **Accorder des dérogations supplémentaires concernant les candidats exploitant une plateforme de négociation DLT et un système de règlement DLT (SR DLT).**
- Le service notarial DLT comme le service de tenue centralisée de comptes DLT pourraient désormais être fournis par une entreprise d'investissement, un marché réglementé, un établissement de crédit, un DCT ou un prestataire de service sur crypto-actifs qui obtient une autorisation particulière pour fournir ce service. Par conséquent, il serait possible d'émettre et d'enregistrer des instruments financiers DLT en dehors d'un DCT, mais ces instruments devront être réglés sur une infrastructure de marché réglementée. En outre, le règlement des instruments financiers DLT sera possible entre teneurs de comptes DLT, dès lors qu'ils tiennent des comptes en monnaie de banque centrale. Ces teneurs de comptes DLT devront faire partie d'un système de règlement, qui est un ensemble de règles et de procédures convenues entre les participants pour le règlement d'instruments financiers DLT, et qui doit être préalablement évalué et agréé par l'ESMA.

**Elle propose également des modifications du règlement sur les marchés de crypto-actifs et en particulier le transfert de la supervision des prestataires de services sur crypto-actifs à l'ESMA**

(agrément, suivi et surveillance des prestataires y compris les dispositions relatives aux abus de marché pour le secteur des crypto-actifs).

**Enfin, elle souhaite l'intégration du DLT dans le champ des opérations couvertes par le caractère d'un règlement.** Il s'agit de remplacer la directive<sup>38</sup> concernant le caractère définitif du règlement dans les systèmes de paiement et de règlement des opérations sur titres par un règlement qui, en particulier, garantirait la neutralité technologique du régime et permettrait aux utilisateurs de la DLT de tester et de mettre sur le marché de nouvelles technologies sans coûts inutiles. Les infrastructures entrant dans le régime pilote pourraient être des systèmes « désignés », permettant donc d'assurer le caractère définitif des règlements opérés, l'EBA et l'ESMA devant préciser les règles à respecter dans les systèmes utilisant la DLT.

Ces modifications, si elles interviennent rapidement et sont améliorées (cf. infra), peuvent inciter les infrastructures traditionnelles (Euroclear, le groupe Deutsche Börse, le groupe Euronext) à entrer dans le dispositif du régime pilote, mais il y a une urgence qui pourrait être difficile à mettre en œuvre, dans la mesure où de nombreux règlements délégués seront à prendre pour que ce régime puisse s'appliquer.

Il reste cependant un certain nombre de freins réglementaires au développement de la digitalisation des actifs et des échanges. En particulier :

- Le plafond évoqué dans la réforme du régime pilote (100 milliards d'euros) reste trop bas pour que des acteurs très significatifs y trouvent un intérêt et le parcours à suivre pour obtenir une autorisation reste trop complexe. Les acteurs existant avec une licence EMIR devraient par ailleurs bénéficier d'un parcours simplifié et *in fine* poursuivre leurs activités avec une licence unique.
- La tokenisation des parts de fonds implique la possibilité d'utiliser un actif de règlement numérique natif pour les opérations de souscription et de rachat. Or, dans le cadre actuel de la distribution de fonds, les souscriptions sont en pratique réalisées par virement en monnaie fiat vers un compte bancaire de son dépositaire, ce qui suppose, si cette souscription est réalisée en stablecoins, que l'investisseur convertisse préalablement ses actifs numériques en monnaie fiduciaire.
- Dans un modèle de fonds tokenisé, il est nécessaire de pouvoir reconnaître juridiquement un actif de règlement numérique (un stablecoin privé, des dépôts tokénisés, de la monnaie numérique de banque centrale), permettant un paiement directement vers une adresse blockchain (wallet) contrôlée par l'infrastructure du dépositaire. Disposer d'un actif de règlement compatible avec le registre, dont l'équivalence en tant que moyen de paiement est reconnue (élargissement du régime pilote DLT par exemple), est une composante essentielle de l'architecture de marché pour permettre les transactions on-chain.
- Les droits de propriété qui restent fixés au niveau national n'intègrent pas partout la gestion de ces droits sur un registre distribué ; c'est le cas en France depuis l'ordonnance 2017-1674 relative à l'utilisation d'un dispositif partagé pour la représentation et la transmission de titres financiers, mais ce n'est pas le cas dans tous les pays de l'UE. A minima, cela devrait être introduit dans le 28ème régime, qui est une opportunité de faire émerger un dispositif complet et cohérent.
- Le cadre prudentiel bancaire<sup>39</sup> pénalise les stablecoins. Bâle III, dans sa version la plus récente concernant les crypto-actifs, traite les jetons représentatifs d'actifs traditionnels présentant les mêmes risques et les mêmes droits que le sous-jacent (y compris les bank-issued tokenised payment assets, qui sont adossés à l'ensemble des actifs de la banque et non à un pool d'actifs

---

<sup>38</sup> 98/26/CE.

<sup>39</sup> Cf. Annexe 4.

spécifiques) comme ces actifs<sup>40</sup> ; mais les jetons dont la valeur de remboursement est liée à celle d'un autre actif, et dont la valorisation sur le marché secondaire ne s'écarte pas significativement de la valeur de cet autre actif via un mécanisme stabilisateur efficace et qui passent un test de remboursement en période de stress avec succès (remboursable sous 5 jours), donc a priori les jetons de monnaie électronique et certains ART MICAR, ont une pondération en risques de 250% et leur traitement en termes de ratios de liquidité n'est pas favorable (que ce soit à l'actif ou, lorsque la banque est émetteur de stablecoins, au passif).

- La situation spéciale des chambres de compensation devrait être traitée : régime à appliquer aux dérivés à compensation centrale obligatoire qui seraient tokenisés, revue des actifs éligibles à la collatéralisation et aux appels de marge pris en compte (quid des fonds monétaires tokenisés ?), etc.
- Pour le développement des dépôts tokenisés : l'absence d'harmonisation des définitions des dépôts dans les cadres nationaux des États membres.
- Pour le développement des stablecoins : la nécessité de simplifier la qualification juridique et les agréments requis pour fournir des services sur des EMT, pour lever les incertitudes légales des banques et prestataires souhaitant distribuer des stablecoins en euro (cf. propositions de révision de MiCAR et de DSP2 formulées par l'ABE dans la *no action letter* de juin 2025 qui a introduit pour les CASP une période transitoire, qui s'est achevée le 2 mars, pour demander une licence supplémentaire de prestataire de services de paiement afin d'exercer certains services prévus dans leur propre autorisation).

### **3.3. Les grands acteurs européens ne se sont engagés qu'avec prudence sur le chemin de la digitalisation avec règlement en monnaie commerciale**

Les acteurs allemands semblent cependant avoir pris de l'avance avec, en particulier :

- La communauté des banques privées allemandes (DZ Bank, Deutsche Bank, Commerzbank, Unicredit and Helaba avec quelques grandes entreprises allemandes) avait lancé un projet de Commercial Bank Money Token (CBMT) dont le résultat de l'étude de faisabilité a été finalisé en juillet 2024. L'objectif est de permettre à un consortium de banques de proposer leurs jetons de dépôts tokenisés sur une infrastructure commune, avec règlement entre elles des transferts soit par virement interbancaire classique, soit par monnaie numérique de banque centrale.

Sur cette base, une expérience pilote a été lancée en novembre 2025 avec le support technique d'un écosystème allemand très engagé : Universal Digital Payment Network ou UDPN ; Giesecke et Devrient (G+D), particulièrement active dans le domaine du digital et qui a une longue tradition de collaboration avec les banques centrales et GFT technologies, mais également ORACLE.

CBMT a clairement l'ambition de devenir la plateforme européenne de référence pour les dépôts tokenisés et structurer l'étage monnaie commerciale du dispositif de l'Union.

- Les initiatives du groupe Deutsche Börse qui, après avoir lancé en novembre la plateforme de tokenisation des actifs en conservation chez Clearstream<sup>41</sup> a passé des accords de partenariat en janvier avec Kraken pour commercialiser les produits traités par le groupe (dérivés d'Eurex et actifs

---

<sup>40</sup> Sous réserve que les opérations sur ces jetons se traduisent par leur transférabilité avec une finalité des transactions tant sur le marché primaire que sur le marché secondaire via une DLT ne présentant pas de risques particuliers.

<sup>41</sup> Euroclear a également noué des accords avec Digital Asset pour intégrer le Canton Network qui permet de gérer les actifs digitalisés.

tokenisés par Clearstream / Crypto Finance) et avec SG Forge pour intégrer leur stablecoin en euros et en dollars dans ses schémas de règlement. L'intégration de AllFunds, plateforme de distribution digitale des fonds, dans le groupe renforce la portée de ces accords.

- Les autorités publiques françaises et européennes devraient définir dès que possible des orientations réglementaires et prudentielles explicites sur la tokenisation des dépôts bancaires, afin d'apporter la sécurité juridique nécessaire aux établissements souhaitant développer ces solutions.

### **3.4. La BCE et plusieurs banques centrales nationales dont la Banque de France œuvrent pour adapter le recours à la « monnaie banque centrale » de gros aux technologies de registre distribué**

La BCE a annoncé deux projets pour fournir de la monnaie banque centrale de gros sous forme tokenisée<sup>42</sup>, dont l'un a vocation à fournir rapidement une solution à court terme aux acteurs de marché qui ont déjà un compte en banque centrale et qui souhaitent l'utiliser pour régler leurs transactions via un pont entre le système Target et les plateformes de règlement livraison utilisant les DLT. C'est le projet PONTES, qui devrait être opérationnel fin septembre 2026 pour une phase pilote et serait généralisé au plus tard début 2028.

Le projet APPIA permet quant à lui de préparer l'unification de l'ensemble des registres développés sur DLT. APPIA permet donc de construire conceptuellement un écosystème européen enrichi qui sera fourni sur la base d'une amélioration progressive de PONTES en coordination avec le marché. À ce titre, la feuille de route Appia (roadmap APPIA) sera publiée mi-mars 2026 et inclura un appel à contributions aux acteurs de l'industrie. La capacité à progresser rapidement sur Appia dépendra de la mobilisation de la Place, en particulier la Place française, mais il est prématuré pour en faire à ce stade un objectif opérationnel pour la Place.

Dans un premier temps, le projet PONTES fournirait une interface entre les « eligible market participants » (c'est-à-dire ceux qui ont un compte banque centrale et sont participants au système TARGET) et qui font des transactions sur des « eligible assets » (en fait à peu près tous les titres) via des « eligible market DLT operators » (on comprend que ce sont des CSD au sens de CSDR ou de régime pilote ainsi que des systèmes de paiement dans l'UE ou l'EEA, des CCP sous EMIR ou encore des institutions de crédit, des entreprises d'investissement, des opérateurs de marchés et autres institutions financières autorisées sous CRD, MIFID II ou autre cadre réglementaire national de l'EEA).

Ce dispositif a soulevé plusieurs interrogations des acteurs de marché :

- La nature du pont introduit entre Target et la plateforme PONTES, puisque plusieurs solutions ont été envisagées et que deux ont été retenues dans la phase pilote :
  - Une approche développée par la Bundesbank, dite Trigger Solution, qui ne passe pas par la création d'un jeton de monnaie banque centrale, mais consiste en une interface qui transmet à T2 les ordres de virement générés à partir de la blockchain de la plateforme.
  - Une approche développée par la Banque de France qui tokenise de la monnaie banque centrale sur la plateforme blockchain Eurosystem (précédemment appelée DL3S), puis permet par un « smart contrat » le règlement de la transaction initiée sur la blockchain de la plateforme. C'est cette solution qui a vocation à seule être conservée lorsque le système final sera en place (donc en principe au plus tard début 2028) contrairement au souhait de

---

<sup>42</sup> Le projet d'euro digital concernant la clientèle de détail, ne sera pas évoqué dans ce document.

la communauté des banques privées allemandes qui souhaite que les deux solutions techniques restent ouvertes après l'ouverture complète de Pontes et qui considère que la solution française ne peut pas se mettre en place sans que la directive finalité ait été révisée, car le règlement ne s'effectue plus directement dans T2, mais dans une représentation basée sur la blockchain de la monnaie de banque centrale couverte par les soldes créditeurs dans T2.

- La question de l'irrévocabilité de la transaction : sur DLT, le moment où la transaction devient irrévocable n'est pas évident puisque la mécanique de la blockchain comporte un dispositif de validation qui varie selon les systèmes. Dans le cas de Pontes, on comprend que, dans un premier temps, l'irrévocabilité intervient lorsque la transaction cash a été imputée dans TARGET donc en fin de journée et n'est pas native dans la plateforme commerciale reliée à PONTES. En 2027, la finalité devrait être directement assurée sur la DLT Eurosysteme dans PONTES qui sera alors pleinement intégré aux services TARGET et sera totalement conforme à la Directive Finalité (SFD).
- Des banques allemandes militent en fait pour un système où les jetons de monnaie centrale circuleraient librement dans les systèmes de règlement livraison utilisés par les banques commerciales (Distribution solution : *Central bank money available as tokens directly on regulated market DLTs*).

Tout laisse cependant à penser que la solution Banque de France / BCE est la seule qui peut être rapidement opérationnelle et que l'opportunité doit être saisie. Le cas d'usage prêt à être déployé préparé par EUROCLEAR France et la Banque de France pour le marché des NEU CP (Pythagore) est une priorité et justifie la mobilisation de l'ensemble de la Place.

### **3.5. Le développement de la tokenisation de la finance et des monnaies de règlement doit se faire en incitant également au développement de solutions d'infrastructure et de technologies souveraines**

Aujourd'hui la plupart des services et solutions sont développés sur des technologies d'origine américaine qui pourraient rapidement nous rendre dépendants. La quasi-totalité des solutions de conservation mises en place par les établissements financiers en France et en Europe sont basées sur des technologies anglo-saxonnes. C'est également le cas pour les socles technologiques des infrastructures et solutions de tokenisation en cours de déploiement.

Il est à noter que cela n'est pas neutre pour la place financière européenne et française dont les acteurs principaux sont des Opérateurs de Services Essentiels. Il est important de garantir par exemple la permanence de la gestion des accès aux actifs numériques et à la sécurisation des clés cryptographiques dans un contexte de transition vers une cryptographie post-quantique<sup>43</sup> de Cloud Act et d'équilibre géostratégique actuel.

---

<sup>43</sup> Un [European Quantum Act](#) est attendu au second trimestre 2026.

## ANNEXE 1 : services proposés par les prestataires de services sur crypto-actifs agréés en France

	Conservation et administration de crypto-actifs	Exploitation d'une plateforme de négociation	Echange de crypto-actifs contre des fonds	Echange de crypto-actifs contre d'autres crypto-actifs	Exécution d'ordres sur crypto-actifs	Placement de crypto-actifs	Réception et transmission d'ordres sur crypto-actifs	Fourniture de conseils en crypto-actifs	Fourniture de services de gestion de portefeuille de crypto-actifs	Fourniture de services de transfert de crypto-actifs
CACEIS Bank	X						X			X
COINSHARES ASSET MANAGEMENT								X	X	
BITSTACK DIGITAL ASSETS SAS	X		X	X	X					X
METAL GEAR SAS	X		X		X					X
DEBLOCK SAS			X	X	X					
GOin SAS	X		X	X	X			X	X	X
FINCTEK UE SAS	X		X	X	X	X				X
RELAI EU SASU			X							
SOCIETE GENERALE - FORGE	X									X
BANQUE DELUBAC ET CIE	X		X	X	X			X	X	X
COMETH SAS	X			X						X
FIPTO PI SAS	X		X	X	X					X
HEXARQ - GROUPE BPCE	X		X	X	X					X

## ANNEXE 2

### Extrait de la lettre 2025 de Larry Fink

#### **Tokenization is democratization**

The world's money moves through plumbing built when trading floors still shouted orders and fax machines felt revolutionary.

Take the Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication (SWIFT). It's the system that underpins trillions of dollars in global transactions every day, and it works much like a relay race: Banks hand off instructions one by one, meticulously checking details at each step. That relay approach made sense in the 1970s, an analog era when the markets were much smaller and daily transactions were much fewer. But today, relying on SWIFT feels like routing emails through the postal office.

Tokenization changes all that. If SWIFT is the postal service, tokenization is email itself—assets move directly and instantly, sidestepping intermediaries.

What exactly is tokenization? It's turning real-world assets—stocks, bonds, real estate—into digital tokens tradable online. Each token certifies your ownership of a specific asset, much like a digital deed. Unlike traditional paper certificates, these tokens live securely on a blockchain, enabling instant buying, selling, and transferring without cumbersome paperwork or waiting periods.

**Every stock, every bond, every fund -every asset- can be tokenized. If they are, it will revolutionize investing.** Markets wouldn't need to close. Transactions that currently take days would clear in seconds. And billions of dollars currently immobilized by settlement delays could be reinvested immediately back into the economy, generating more growth.

#### **Perhaps most importantly, tokenization makes investing much more democratic.**

**It can democratize access.** Tokenization allows for fractional ownership. That means assets could be sliced into infinitely small pieces. This lowers one of the barriers to investing in valuable, previously inaccessible assets like private real estate and private equity.

**It can democratize shareholder voting.** When you own a stock, you have a right to vote on the company's shareholder proposals. Tokenization makes that easier because your ownership and voting rights are digitally tracked, allowing you to vote seamlessly and securely from anywhere.

**It can democratize yield.** Some investments produce much higher returns than others, but only big investors can get into them. One reason? Friction. Legal, operational, bureaucratic. Tokenization strips that away, allowing more people access to potentially higher returns.

One day, I expect tokenized funds will become as familiar to investors as ETFs—provided we crack one critical problem: **identity verification.**

Financial transactions demand rigorous identity checks. Apple Pay and credit cards handle identity verification effortlessly, billions of times a day. Trade venues like NYSE and MarketAxess manage to do the same for buying and selling securities. But tokenized assets won't run through those traditional channels, meaning we need a new digital identity verification system. It sounds complex, but India, the world's most populous country, has already done it. Today, over 90% of Indians can securely verify transactions directly from their smartphones.<sup>60</sup>

The takeaway is clear. If we're serious about building an efficient and accessible financial system, championing tokenization alone won't suffice. We must solve digital verification, too.

## ANNEXE 3

**Sasha Mills (Executive Director of Financial Market Infrastructure at the Bank of England) outlined the innovation priorities for the coming year:** progressing the systemic stablecoins regime, clarifying how tokenised collateral can operate under UK EMIR, and expanding the Digital Securities Sandbox. She highlighted the importance of resilience, proportionate supervision of Financial Market Infrastructures and strong international coordination to support safe innovation and safeguard financial stability.

### **Published on 29 January 2026 at the Tokenisation Summit**

Good morning, I am very pleased to be at this important event in the innovation calendar. The coming year is going to be fundamental in shaping the UK's digital financial future. The Bank of England (the Bank), working alongside industry, HM Treasury, the Financial Conduct Authority (FCA) and our wider regulatory family, has a central role to play in ensuring that the future is driven by safe, responsible innovation, underpinned by financial stability.

(...)

### **Clearing the runway for innovation**

Across the sector, there is a clear understanding that failure to innovate means falling behind, whether through advances in new technologies or improvements to existing markets, products, or processes.

We want to work with industry to embrace today's and tomorrow's innovations in a responsible way. In 2026, the Bank will prioritise three key areas of innovation: systemic stablecoins, tokenised collateral and the Digital Securities Sandbox.

### **Stablecoins**

Let me start with stablecoins. Stablecoins have the potential to modernise retail and wholesale payments, enabling faster, cheaper and more efficient transactions. They could offer a valuable choice for individuals and businesses making payments in the UK and they could offer new functionalities – through programmability – to deliver real benefits for the UK real economy.

The Bank's remit only extends to stablecoins widely used for payments in the UK – so-called systemic stablecoins. Such stablecoins will be jointly regulated by the Bank and FCA. Systemic stablecoins need to meet the same standards as existing forms of money used in the UK real economy. In 2025 we consulted on a regime fit for a future where stablecoins are widely used for payments in the UK, setting out the standards we expect systemic stablecoins to meet.

Our regime proposes to provide systemic stablecoins with a deposit account at the Bank of England while also considering putting in place a liquidity facility to provide a backstop for stablecoin issuers.

Our proposed regime also looks to manage some UK-specific risks and to ensure an orderly transition to new forms of money. A growing role in payments for stablecoins could reduce deposits in the banking sector and could lead to a reduction in credit provided to the real economy. Our proposed regime considers the tools that could sufficiently mitigate against this risk.

We will continue to listen to your feedback to the consultation which will be invaluable in helping us shape the regulatory framework. We aim to finalise the regime for systemic stablecoins, working side-by-side

with the FCA, by the end of this year. Where stablecoins are used on a non-systemic basis (for example for the purposes of entering and exiting unbacked cryptoasset markets), they will not fall into the Bank's remit.

## **Tokenised Collateral**

Our second area of focus is tokenised collateral.

Tokenisation (the process of representing traditional financial assets as digital tokens on a shared, programmable ledger) offers opportunities to enhance resilience and efficiency through programmable forms of money and assets by collapsing steps in the trade lifecycle.

It could streamline collateral mobility by enabling near-instant movement of assets across firms and jurisdictions, improve liquidity management of already eligible collateral, and reduce operational frictions in collateral movement.

We are already seeing practical applications of tokenisation being piloted in collateral markets, offering greater automation and faster settlement, with the potential to lower firm operating costs and increase system-wide liquidity.

As with stablecoins used for payments, tokenised collateral will need to meet certain standards to support financial stability, just as traditional collateral must meet these standards today. This includes ensuring both the underlying structure of the tokenised asset and the infrastructures supporting it are resilient, so that disruption cannot amplify risks more broadly across the system.

A key difference between traditionally accepted assets and those assets that exist on-chain is the additional risks that stem from how the technology is used. These create specific challenges, including operational resilience and legal enforceability. It's not that traditional infrastructure doesn't pose any risks but rather that the mitigants there are more established and better understood by regulators and the market.

The Bank of England aims to avoid mandating or prohibiting specific technologies. Where traditional assets are tokenised and provided the risks of the overall tokenisation arrangement are appropriately mitigated, we don't expect the types of risks from holding tokenised assets to differ in any material way. The tokenised versions of assets which are already acceptable as regulatory collateral by central counterparties could also be eligible under UK EMIR rules.

Clarity on these topics in a tokenised world will be key for ensuring confidence in a market.

Some thought is needed on traditional assets that are not already acceptable as regulatory collateral, but tokenised versions of which industry would like to use as collateral. We have been gathering industry data and feedback on whether to broaden eligibility of a wider range of traditional and tokenised collateral.

Responses to our consultation supported the Bank's thinking on tokenised collateral, but cautioned that benefits can only be realised with adequate risk assessment and testing. Respondents noted that, while they welcome our direction of travel, there are areas where they are looking to regulators for greater clarity. They highlighted that the safe use of tokenised assets would depend on confidence in how rights to those assets are assured and enforceable when used as collateral.

We are taking this feedback seriously. The UK has already taken steps through recent Digital Assets legislation to clarify the legal status of digital assets as property. This is an important foundation for providing certainty in collateral contexts which we intend to build on.

We welcome firms bringing forward proposals that responsibly support safe and efficient adoption of tokenised collateral, including how they would plan to manage the associated risks, recognising this is an evolving area with significant potential benefits. To provide greater certainty, we will set out further policy later this year on how tokenised collateral can operate under the existing regulatory framework. Ensuring smoother movement of crossborder collateral requires a consistent international approach, so our policy will be shaped by engagement with industry and our international counterparts, using the PFMI as the guiding framework to anchor our approach.

We encourage firms to reach out and continue the conversation with us – whether on emerging opportunities or practical challenges.

### **Digital Securities Sandbox and Stablecoins**

Let me turn to our next area of focus – the Digital Securities Sandbox and stablecoins within it.

The DSS is an opportunity for firms to responsibly test issuance, trading and settlement on distributed ledgers. Our DSS framework is adaptable as we progress, allowing us to ‘learn as we go’ from innovators testing different business models within the sandbox.

For example, to accommodate the cross-border nature of FMIs we broadened the sandbox scope to allow sandbox entrants to issue securities denominated in foreign currencies, and to settle directly in those currencies.

Similarly, as wholesale activity in the Sandbox is subject to limits on overall issuance to contain risks to the broader financial sector, it offers a helpful environment to test the use of stablecoins for wholesale settlement in a controlled setting.

We are continuing to expand the remit of the DSS to facilitate responsible innovation. We are working at speed with our colleagues at the FCA and HMT to expand the range of settlement assets in the DSS to include regulated stablecoins.

In observing the use of stablecoins in the settlement of real-world digital securities, we will gain a better understanding of the risks, opportunities, and suitability of stablecoins for this potential use case at systemic scale. We will make adjustments as needed as we move towards a permanent regime for stablecoins in the UK, and will work with our international counterparts on equivalent – and robust – standards for regulated stablecoins globally.

To facilitate this, we are developing an assessment framework to help us determine a set of regulated stablecoins – issued both domestically and in other jurisdictions – that meet high enough standards for use in the sandbox.

For example, we will set out criteria around the quality and composition of backing assets, ability to meet redemptions, and capital requirements, among other things.

As regulatory regimes for stablecoin issuers in the UK and internationally are still being developed, this assessment framework may not map exactly to future standards for what may be permitted in wholesale markets. However, ensuring a minimum standard for stablecoins in the sandbox will both ensure some degree of resilience for market participants, and aid transition to a future permanent regime for the use of stablecoins in wholesale markets.

Working with the FCA, we are thinking carefully about the ecosystem around stablecoin use in wholesale markets, and whether certain guardrails are appropriate. For example, we are considering the suitability of different custody solutions, their compliance with proposed FCA custody requirements, and ways of obtaining stablecoins for use in the DSS. Domestic stablecoins which meet the high standards of the Bank's systemic stablecoin regime will be permitted in the DSS.

Last November, the FCA launched a special cohort of stablecoin issuers within its own Regulatory Sandbox, offering a pathway for UK-issued stablecoins to test their propositions against proposed requirements for issuers. Successful firms in this cohort, which may include Sterling denominated stablecoins, will be well-placed as stablecoins that could be utilised in the DSS prior to the full regime on stablecoins going live in the UK.

### **DSS and DIGIT**

HMT's digitally native gilt, DIGIT, will be issued and settled using a Digital Securities Depository operating within the DSS. This pilot aims to enable the Government to explore how DLT can be applied across the lifecycle of the UK sovereign debt issuance process, and catalyse the development of UK based DLT infrastructure.

We welcome HMT's commitment to use DIGIT to leverage the benefits of the DSS, enabling the Bank and FCA to provide a regulated environment where innovation in capital markets can flourish. Through the DSS, DIGIT will explore on-chain settlement of both the securities and cash leg, and support interoperability between traditional and DLT-based FMIs.

Our 2025 industry roundtables provided valuable feedback and guidance used to continue developing the DSS. Based on this feedback, we adopted a more flexible approach to firm-specific limits at Gate 2, moving from fixed 'go-live' limits to a flexible range. We will continue to seek out ways in 2026 to gather feedback as we develop our Gate 3 rules and start to see live activity take place within the DSS framework.

(...)

## ANNEXE 4 : le cadre prudentiel bancaire s'appliquant aux crypto-actifs

Le BCBS a récemment revu le cadre prudentiel devant s'appliquer aux crypto-actifs, sachant que cette approche est en principe applicable à compter du 1<sup>er</sup> janvier 2026.

L'ensemble de ces nouvelles règles n'est en fait entré en vigueur dans aucune juridiction, mais l'UE les a partiellement intégrées dans un amendement à CRR du 31 mai 2024 qui a arrêté un régime transitoire, sachant qu'il a été demandé qu'au plus tard le 30 juin 2025, la Commission soumette, le cas échéant, au Parlement européen et au Conseil une proposition législative visant à introduire un traitement prudentiel spécifique pour les expositions sur crypto-actifs, en tenant compte des normes internationales et du règlement MICA. Tel n'a pas été le cas à ce stade.

### 1. Les principes arrêtés par le BCBS et applicables en principe à compter du 1<sup>er</sup> janvier 2026

- Une catégorisation des crypto-actifs en quatre groupes
  - Le groupe 1a consiste en des jetons représentatifs d'actifs traditionnels présentant les mêmes risques et les mêmes droits que le sous-jacent (y compris les bank-issued tokenised payment assets qui sont adossés à l'ensemble des actifs de la banque et non à un pool d'actifs spécifiques) ;
  - Le groupe 1b comprend les jetons dont la valeur de remboursement est liée à celle d'un autre actif, dont la valorisation sur le marché secondaire ne s'écarte pas significativement de la valeur de cet autre actif via un mécanisme stabilisateur efficace et qui passe un test de remboursement en période de stress avec succès (remboursable sous 5 jours). Les jetons de monnaie électronique et certains ART MICA ont vocation à relever de ce groupe 1b. Pour ces deux groupes 1, les opérations sur les jetons doivent se traduire par leur transférabilité et la finalité des transactions tant sur le marché primaire que sur le marché secondaire via une DLT ne présentant pas de risques particuliers.
  - Le groupe 2a consiste en des crypto-actifs qui ne sont pas éligibles aux catégories 1 mais font l'objet d'un marché actif (au moins 100 jours de cotation réelle, capitalisation moyenne sur l'année précédente d'au moins 10 Md\$ et une moyenne journalière d'échanges sur un an avec une monnaie fiat amputée des 10 % supérieurs d'au moins 50 M\$). Le bitcoin relève de ce groupe 2a.
  - Le groupe 2b rassemble les autres crypto-actifs.
  
- Les charges en capital
  - Pour le risque de crédit, la charge en capital est en principe celle des actifs sous-jacents pour le groupe 1a et, si le risque sur l'émetteur n'est pas constitué, pour le groupe 1b on applique la même méthode que pour les parts de fonds à savoir l'approche par transparence (qui intègre une majoration de 50 % du risque des sous-jacents), par le mandat (calcul comme si le crypto-actif était investi dans l'actif le plus risqué autorisé et majoration de 50 %) ou l'approche par défaut qui consiste en une pondération à 1250 %. Pour le groupe 2a, le calcul de l'exigence peut en principe se faire sur la position nette et elle est alors de 100 % de la

position. Pour le groupe 1b la pondération est de 1250 % des positions brutes les plus élevée.

- L'éligibilité en tant que collatéral au titre de la réduction des risques : seuls les actifs éligibles tokenisés dans le cadre du groupe 1a restent éligibles en tant que collatéral sous réserve qu'ils aient un comportement en période de stress comparable à celui de leur sous-jacent.
- Le traitement au titre des ratios de liquidité
  - A l'actif, seuls les crypto-actifs du groupe 1a qui représentent des actifs HQLA et qui ont eux-mêmes les mêmes caractéristiques de liquidité sont HQLA.
  - Pour le calcul des entrées et sorties au titre des ratios de liquidité le groupe 1a applique les règles du financement non sécurisé ; pour les stablecoins du groupe 1b et ceux qui seraient dans le groupe 2, si c'est une banque qui est l'émettrice elle doit prendre en compte un flux sortant à 100 % net des actifs HQLA auxquels ils sont adossés (sans double-comptage de ces actifs) ; s'agissant des stablecoins bancaires détenus ils sont traités en fonction de leur échéance contractuelle. Lorsque l'émetteur n'est pas une banque le traitement semble devoir être identique à celui d'un titre.
- La détention de crypto-actifs du groupe 2 est capée en principe à 1 % du capital Tier 1 et ne doit jamais dépasser 2 % de ce capital.

## 2. Les règles transitoires appliquées dans l'UE

S'agissant des exigences de fonds propres pour les expositions sur crypto-actifs, les règles, précisées par un RTS de l'EBA d'août 2025, sont les suivantes :

- a) les expositions sur crypto-actifs sur des actifs traditionnels tokenisés sont traitées comme des expositions sur les actifs traditionnels qu'ils représentent ;
- b) les expositions sur des jetons se référant à un ou des actifs dont les émetteurs se conforment au règlement MICA (JME ET ART) et qui font référence à un ou plusieurs actifs traditionnels reçoivent une pondération de risque de 250 % ;
- c) les expositions sur crypto-actifs autres que celles visées aux points a) et b) reçoivent une pondération de risque de 1250 %. Par dérogation au premier alinéa, point a), les expositions sur crypto-actifs sur des actifs traditionnels tokenisés dont la valeur dépend d'autres crypto-actifs sont affectées au point c).

La valeur de l'exposition totale d'un établissement sur des crypto-actifs autres que ceux visés au paragraphe 1, points a) et b), ne doit pas dépasser 1 % des fonds propres de catégorie 1 de l'établissement. Un établissement qui dépasse cette limite doit en informer immédiatement l'autorité compétente et démontrer, à la satisfaction de l'autorité compétente, un retour en conformité rapide.

Le traitement au titre des ratios de liquidité n'est pas traité.

Date de publication

Mars 2026