

FOCUS CRYPTO : QU'EST-CE QUE LE REGIME PILOTE ?



Cadre expérimental unique au monde, le régime pilote constitue une étape fondamentale dans l'adoption des technologies du Web 3 par les acteurs institutionnels. Introduit pour la première fois en septembre 2020 par la Commission européenne, le règlement du Régime Pilote est officiellement **entré en vigueur le 23 mars 2023 pour une période de 3 ans**, reconductible une fois.

Par le présent règlement, l'Union Européenne affirme avoir « stratégiquement intérêt à étudier, à développer, à **promouvoir l'adoption des technologies transformatrices dans le secteur financier**, y compris l'adoption de la technologie des registres distribués (DLT); les crypto-actifs [étant] l'une des principales applications de la technologie des registres distribués dans le secteur financier. »

Ce cadre réglementaire européen est inédit et démontre la volonté renforcée des institutions européennes d'accompagner la **transformation numérique des activités financières**. Il s'inscrit dans la lignée de la stratégie européenne en matière de finance numérique, dont l'objectif est de « permettre et d'accompagner le développement de la finance numérique par l'innovation et la concurrence, tout en limitant les risques associés ».

Retour sur l'un des règlements les plus attendus du secteur financier.

Le régime pilote, un texte plein d'ambitions

Au même titre que le Règlement sur les marchés de crypto-actifs (MiCA) et le Règlement sur la résilience opérationnelle numérique (DORA), le Régime Pilote DLT fait partie des éléments essentiels du paquet de mesures sur la finance numérique de l'UE. A ce titre, le Régime partage **les mêmes objectifs de garantie de la sécurité juridique, de soutien de l'innovation, de protection des droits des consommateurs, ainsi que de la stabilité financière.**

A la différence des précédents Règlements, le Régime Pilote porte, lui, spécifiquement sur les infrastructures de marché DLT dans le but de « faciliter l'expérimentation de la technologie des registres distribués en prévoyant des dérogations pour son utilisation dans la négociation et la post-négociation des actifs dans le champ ». Pour faire simple, la terminologie française de « technologie de registres distribués » (DLT) correspond à la terminologie anglaise de « **blockchain** ». Ainsi et pour le dire autrement, le nouveau cadre réglementaire, proposé par le Régime pilote, autorise les opérations d'infrastructures de marché sur blockchain.



La **blockchain** est une technologie de registre distribué (DLT : Distributed Ledger Technology) qui permet d'enregistrer et de stocker des transactions de manière sécurisée, transparente et immuable. Contrairement à un registre centralisé, où une entité unique détient le contrôle, la blockchain est décentralisée et fonctionne sur un réseau de nœuds (ordinateurs) qui coopèrent pour valider et enregistrer les transactions.

Pendant cette **période de 3 ans** du Régime Pilote (renouvelable une fois), certaines infrastructures de marché peuvent demander des **exemptions** par rapport à différentes législations européennes applicables en matière de services financiers, leur permettant de **s'affranchir** d'un certain nombre de contraintes enraillant le développement de l'innovation, tout en garantissant la protection des investisseurs, l'intégrité des marchés et la stabilité financière.

Cette dualité est permise par la **restriction d'autorisation** à ce type d'expérimentations. Compte tenu de la complexité du sujet et ses potentiels impacts, le Régime Pilote ne peut pas concerner l'ensemble des acteurs et se restreint donc aux acteurs les plus importants qui disposent d'agrément lourds. Autrement dit, **peu de start-up** seront en mesure de décrocher l'agrément.

Finalement, l'ambition du Régime pilote est **d'intégrer les nouvelles technologies du Web 3 directement au sein des acteurs traditionnels** et d'éviter ainsi les risques systémiques potentiels liés au développement de super structures non-réglementées et hors de contrôle. La volonté d'expérimenter la création de titres financiers **tokenisés** au sein même de la finance traditionnelle constitue une véritable rupture dans l'approche des pouvoirs de régulation et confirment la place prépondérante de l'Europe dans les technologies du Web 3 au niveau mondial.

Instruments financiers concernés

Si pendant longtemps les liens entre les technologies du Web 3 et la finance traditionnelle ont été ignorés, le Régime Pilote veut créer un pont entre ces deux mondes, notamment par l'intermédiaire d'un concept révolutionnaire : celui de la **tokenisation**.



La **tokenisation** consiste à inscrire un actif, quel qu'il soit, dans la blockchain.

En effet, les potentialités offertes par la tokenisation sont quasiment infinies. Larry Fink, CEO de BlackRock, annonçait d'ailleurs, dans sa lettre annuelle destinée aux investisseurs en mars 2023, « **la tokenisation pourrait rendre les marchés financiers plus efficaces** en simplifiant la chaîne de valeur et en abaissant les coûts pour les investisseurs ».

En ce qui concerne le Régime Pilote, le nouveau cadre réglementaire offre la possibilité de tokeniser des instruments financiers, c'est-à-dire de créer une représentation numérique d'un droit de propriété comme les actions, les obligations et les unités des organismes de placement collectif. Plus précisément, les instruments financiers DLT doivent remplir certaines conditions :

- **Actions** : L'émetteur de ces titres présente une capitalisation boursière inférieure à 500 millions d'euros.
- **Obligations** : Tous les instruments du marché monétaire dont le volume d'émission est inférieur à 1 milliard d'euros. Les obligations d'entreprise émises par des émetteurs dont la capitalisation boursière ne dépassait pas 200 millions d'euros au moment de leur émission seront exclues du calcul du seuil.
- **Parts d'organismes de placement collectif** dont la valeur de marché des actifs gérés est inférieure à 500 millions d'euros.

Parmi les nombreux avantages que pourraient apporter la tokenisation d'actifs financiers, 8 retiennent particulièrement notre attention :

1. **Liquidité accrue** : La tokenisation peut augmenter la liquidité des actions, en particulier pour des entreprises où les marchés secondaires (c'est-à-dire après l'émission des titres) sont limités ou inexistantes. La possibilité d'échanger facilement des jetons (appelés aussi tokens) peut rendre ces actifs plus attractifs pour les investisseurs.
2. **Fractionnabilité** : Un actif, peu importe sa valeur, peut être divisé en plusieurs jetons représentant des fractions de cet actif. Cela signifie que les investisseurs peuvent acheter ou vendre une petite partie de l'actif (par exemple 0,00001% d'une action), le rendant ainsi accessible à un plus grand nombre d'investisseurs
3. **Accès démocratisé** : Des actifs auparavant réservés à des investisseurs institutionnels ou à des individus fortunés deviennent accessibles à un public plus large. C'est le cas notamment des parts d'entreprises non cotées. Cet aspect est pour le moment limité en raison de l'absence de Bourses (ou places de marché) spécialisées.

4. **Transactions simplifiées** : La blockchain facilite les transactions de pair-à-pair, ce qui réduit le nombre d'intermédiaires et permet ainsi de diminuer les coûts et les délais de transaction.
5. **Transparence et traçabilité** : Chaque transaction effectuée sur la blockchain est enregistrée de manière immuable, garantissant ainsi une traçabilité complète de la propriété d'un actif.
6. **Sécurité** : Les blockchains sont sécurisées par des mécanismes cryptographiques qui réduisent le risque de fraudes ou de manipulations.
7. **Automatisation** : Avec l'utilisation de smart contracts (contrats intelligents) sur la blockchain, de nombreux processus, comme la distribution de dividendes ou la cession d'un titre, peuvent être automatisés, réduisant les coûts et les erreurs.
8. **Conformité intégrée** : Les jetons peuvent être programmés pour garantir que les transactions respectent les réglementations locales, par exemple en restreignant la vente à des investisseurs accrédités.

Les opportunités offertes par la tokenisation semblent d'ores et déjà convaincre bon nombre d'acteurs traditionnels, qui se ruent sur le sujet. Pour ne citer que les plus avancés, **SG Forge** demeure aujourd'hui l'acteur le plus à la pointe des sujets d'actifs numériques.

Filiale de Société Générale dédiée aux actifs numériques, Forge est spécialisée dans l'émission de jetons. Elle a notamment accompagné la Banque européenne d'investissement (BEI) pour sa première émission d'obligations numériques, d'un montant de 100 millions d'euros, sur Ethereum. Elle a également travaillé pour des investissements en titres numériques avec de grands assureurs comme AXA et Generali. D'ailleurs, le 30 novembre 2023, **Société Générale a émis sa première obligation verte numérique** sous forme de « Security Token » directement enregistrée par SG-FORGE sur la blockchain Ethereum avec une transparence et une traçabilité des données ESG. Les jetons ont été entièrement souscrits par deux investisseurs institutionnels de premier plan, AXA Investment Managers et Generali Investments, par le biais d'un placement privé.

L'entrée en vigueur du Régime Pilote célèbre bien plus que la tokenisation de certains actifs financiers, elle célèbre aussi une véritable **révolution dans les infrastructures et modèles d'organisation des sociétés d'investissements**.

Infrastructures de marché DLT

La phase d'expérimentation du Régime Pilote permet à certaines infrastructures de marché de demander des exemptions par rapport à différentes législations européennes applicables en matière de services financiers, notamment MiFID II et CSRD.

Les infrastructures de marché DLT éligibles autorisées à bénéficier du régime temporaire d'exemption peuvent être :

- **Système multilatéral de négociation DLT (« MTF DLT »)** consistant en un système multilatéral de négociation exploité par des entreprises d'investissement ou des opérateurs de marché autorisés en vertu de la MiFID II, sous réserve des règles énoncées notamment aux Articles 4 et 7 du Régime Pilote DLT ;
- **Système de règlement DLT (« SR DLT »)** consistant en un système de règlement des transactions sur Instruments Financiers DLT exploité par un dépositaire central

de titres conduisant des opérations de règlement de titres en vertu de la CSDR, notamment sous réserve des conditions des Articles 5 et 8 du Régime Pilote DLT ;

- **Système de négociation et de règlement DLT (« SNR DLT »)** exploité par une entreprise d'investissement, un opérateur de marché ou un DCT et combinant les activités d'un MTF DLT et d'un SR DLT.

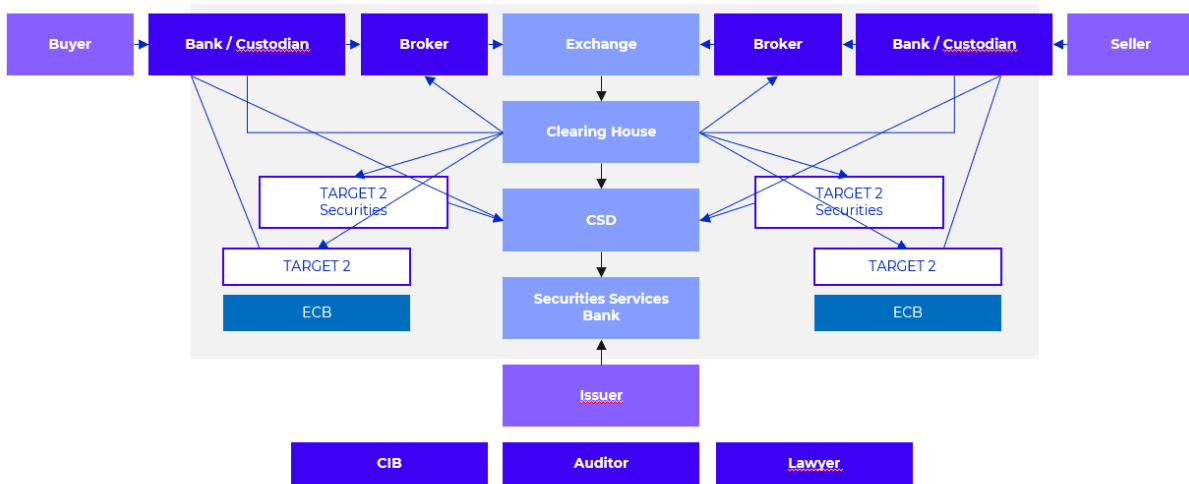
Parmi les nombreuses exemptions accordées aux places de marché de « security tokens » par rapport aux Bourses traditionnelles, on y trouve la possibilité d'opérer à la fois comme **opérateur de trading et chambre de compensation**, ce qui y inédit, car le système traditionnel nécessite d'avoir deux entités distinctes comme Euronext et Euroclear par exemple.

Autre gain important, la possibilité **d'automatiser le reporting** auprès du régulateur en passant par la blockchain alors que traditionnellement, les Bourses mobilisent de nombreuses équipes pour effectuer leurs reportings quotidiens.

Enfin, l'autorisation pour les nouvelles places de marché de **s'adresser directement aux investisseurs sans passer par un courtier agréé pour accéder à Euronext**. Certains intermédiaires pourraient ainsi disparaître.

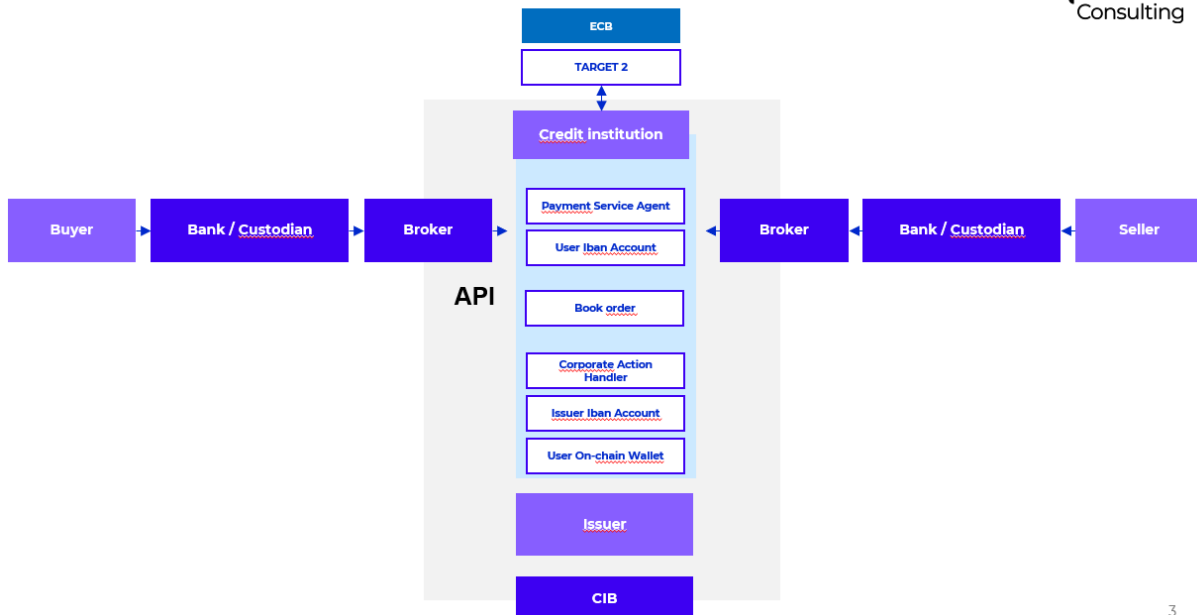
Ainsi, à long terme, le régime pilote européen est perçu comme l'opportunité de **redéfinir l'infrastructure de marché** sur laquelle se sont ajoutées des nouvelles briques et des nouvelles normes lors des 40 dernières années. La fragmentation actuelle des infrastructures de marché rend le temps de livraison des actifs à environ **2 jours**. Demain, les nouvelles organisations d'infrastructures permettront de réduire ce temps à **l'instantané**. Les deux illustrations suivantes, repris du média The Big Whale, permettent de **comparer les modes d'infrastructures entre les marchés actuels et les marchés organisés autour de la blockchain**.

Les infrastructures de marché sont actuellement très fragmentées



2

Modèle d'une infrastructure de marché blockchain (ici Kriptown)



3

Outre les réductions de temps de livraison et de frais, via la suppression d'intermédiaires, ces nouveaux modèles d'organisation **réduiront les coûts d'IPO** à quelques milliers d'euros contre 200 000 € à 400 000 € en moyenne sur Euronext.

Pour autant, l'inconvénient majeur de ce type d'infrastructure concerne les **barrières à l'entrée** pour les petits acteurs qui sont obligés de bloquer 5 à 10 millions d'euros de fonds et de s'affranchir à environ 500 000 € de frais de conformité annuels.

Conclusion

Alors même que le cadre réglementaire se révèle être un facteur déterminant pour les zones géographiques qui convoitent une place de choix sur le marché des crypto-actifs, la Banque Centrale Européenne est à la manœuvre dans l'optique de conserver son aura, voire même de l'étendre.

En effet, sous l'impulsion de l'Autorité des Marchés Financiers, la France est en mesure d'apporter sa vive contribution en la matière, afin de faire évoluer le cadre réglementaire de manière pro-active, visant à trouver le bon équilibre entre contrôle des risques et stimulation de l'innovation pour renforcer l'attractivité de la zone économique européenne. Cette initiative prend forme dans une temporalité intéressante puisqu'on observe une tendance mondiale de fond concernant l'adoption des crypto-actifs de la part des institutionnels, qui plus est après que le Brexit ait permis de repositionner le cœur de l'Europe comme étant une place financière internationale de premier rang.

Au regard des efforts déjà menés au sein de l'Union Européenne par les autorités compétentes, il semblerait que cette partie du monde renforce sa présence sur la scène internationale. L'Union Européenne pourrait donc devenir un épicentre pour ce nouveau secteur d'activité, avec à la clef, des créations d'emplois pour accompagner le développement des acteurs existants en ce sens mais également pour créer les acteurs de demain, qui auront les moyens de se révéler comme leaders du marché, notamment grâce à un cadre réglementaire en support de l'innovation.

Le moment est d'autant plus stratégique, du fait des avancées actuellement menées par la Banque Centrale Européenne concernant l'euro numérique. A travers ces réflexions en profondeur, on peut apercevoir une opportunité de croissance pour l'adoption de l'euro face aux autres devises étatiques de référence. In fine, les enjeux dépassent donc le simple secteur des crypto-actifs mais s'élargissent au jeu de pouvoir financier et géopolitique qui régit le monde.

CONTACTS

Cyprien ARETHUSE

Cyprien.arethuse@talan.com

Consultant @TalanConsulting

Olivier-Pierre DELORT

Olivier-pierre.delort@talan.com

Consultant Senior @TalanConsuling

Thibault Ducray

Thibault.ducray@talan.com

Partner @TalanConsulting