

Le dépôt tokenisé : quand la monnaie bancaire réinvente le règlement-livraison

Les registres distribués rendent possible un règlement-livraison instantané et atomique pour l'ensemble des instruments financiers. À une condition : que la monnaie circule sur le même registre que les titres. Entre jeton de monnaie électronique, monnaie numérique de banque centrale et dépôt tokenisé, le choix de l'actif de règlement devient décisif. Il engage à la fois l'unicité de la monnaie et la souveraineté financière européenne.



Mark KEPENEGHIAN

Chief Executive Officer de Lise

Une architecture héritée du XX^e siècle

En Europe, le règlement-livraison repose encore sur une chaîne d'intermédiation séquentielle héritée du XX^e siècle. La bourse exécute l'ordre, la chambre de compensation (CCP) garantit la bonne fin, le dépositaire central (CSD) inscrit le transfert de propriété, et le système de règlement de l'Eurosystème assure le flux monétaire. Le dénouement intervient à T+2, soit deux jours ouvrés après l'exécution.

Ce délai n'est pas anodin. Pendant quarante-huit heures, chaque participant supporte à la fois le risque de défaut de sa contrepartie et le risque de crédit de l'établissement qui détient l'actif de règlement. Ce risque n'est pas supprimé : il est mutualisé par la CCP, couvert par des marges et absorbé par des fonds de défaillance, des coussins de liquidité et des charges en capital. Le coût collectif de cette architecture reste considérable.

Éliminer le risque par construction

La technologie des registres distribués (DLT) permet de supprimer ce décalage plutôt que de le compenser. Avec le règlement *atomique*, le transfert du titre et celui du cash sont exécutés dans une même transaction, conditionnelle et indivisible. Les deux jambes se réalisent simultanément ou pas du tout. Le risque de contrepartie n'est plus géré a posteriori : il est éliminé par construction. L'exposition passe ainsi de quarante-huit heures à moins d'une seconde.

Le Règlement (UE) 2022/858, dit *Régime Pilote DLT*, a créé le cadre juridique de cette transformation. Il permet à une même entité d'opérer un Système de Négociation et de Règlement DLT (SNR-DLT), en réunissant marché (MTF) et post-marché (CSD) sur un registre unique. La voie est désormais ouverte à un règlement en continu, 24h/24, 7j/7.

Trois formes de monnaie tokenisée

Tokeniser les titres ne suffit pas. Pour qu'un règlement atomique fonctionne, la monnaie doit elle aussi être présente sur le registre, sous une forme native et programmable. Trois actifs de règlement tokenisés sont appelés à coexister dans l'écosystème européen. Leur nature juridique et prudentielle diffère profondément, et c'est ce qui détermine la robustesse d'une infrastructure de marché DLT.

Le jeton de monnaie électronique (EMT) régi par MiCA est un crypto-actif adossé à une réserve d'actifs liquides à 100 %, avec droit de rachat au pair à tout moment. Il ne bénéficie toutefois pas de la garantie des dépôts (DGSD) : en cas de défaillance de l'émetteur, le porteur demeure créancier chirographaire. L'interdiction de verser des intérêts, posée par MiCA, en révèle la logique : l'EMT est une créance sur un émetteur, non un dépôt bancaire.

Le dépôt tokenisé est, lui, la représentation sur registre distribué d'un dépôt bancaire existant. Il demeure un passif de banque commerciale, relevant de la monnaie commerciale (M1). L'EBA a confirmé qu'il ne constitue pas un crypto-actif au sens de MiCA et qu'il relève du droit bancaire commun (CRD/CRR). Il bénéficie de la garantie

des dépôts, dans sa limite légale de 100 000 € par déposant, ainsi que du cadre prudentiel complet. Un token vaut un euro parce qu'il est un euro, inscrit au passif d'une banque régulée.

La monnaie numérique de banque centrale de gros (wCBDC) constitue la cible de long terme : risque de crédit nul, finalité absolue, ancrage au sommet de la hiérarchie monétaire. La BRI appelle à bâtir l'écosystème tokenisé sur une trilogie associant réserves de banque centrale, monnaie commerciale et obligations souveraines tokenisées. Le projet Agora, qui réunit plusieurs banques centrales et plus de quarante institutions, en explore les modalités. Mais la wCBDC n'est pas encore disponible en production.

Premières mises en œuvre

Les premières infrastructures européennes agréées sous le Régime Pilote commencent à traduire ces principes en réalité opérationnelle. En France, Lise, agréée SNR-DLT par l'ACPR, a retenu le dépôt tokenisé comme actif de règlement, en partenariat avec Memo Bank. À terme, la wCBDC pourra compléter cette architecture comme actif de règlement complémentaire.

Un enjeu de souveraineté européenne

L'enjeu dépasse la technique. Si l'Europe ne développe pas ses propres rails de règlement tokenisés, libellés en euros et ancrés dans son cadre prudentiel, une partie des flux migrera vers des infrastructures extra-européennes réglées en stablecoins dollar. Pour les banques, la tokenisation des dépôts constitue un repositionnement stratégique : la banque partenaire devient un nœud de liquidité pour la finance régulée sur DLT, tandis que le dépositaire évolue vers des fonctions de conservation et de gestion de clés cryptographiques. Pour les émetteurs, l'intégration du marché et du post-marché réduit le coût d'accès à la cotation et automatise les opérations sur titres, des dividendes aux droits de vote.

Le dépôt tokenisé permet ainsi de concilier deux exigences longtemps tenues pour contradictoires : l'instantanéité du règlement et la sécurité du cadre bancaire européen. Parce qu'il demeure de la monnaie bancaire, protégée par la garantie des dépôts et compatible, demain, avec la wCBDC, il préserve l'unicité de la monnaie tout en ouvrant la voie à un règlement instantané, continu et souverain. Pour la Place de Paris, l'enjeu est clair : participer dès maintenant à la définition des standards européens du règlement de demain. ■

