

DLT Régime Pilote : vers une refonte décisive ?

Conformément à son obligation de suivi annuel du régime Pilote, L'ESMA avait publié le 25 juin 2025 son rapport d'avancement de cette réglementation entrée en vigueur deux ans auparavant le 23 mars 2023. C'était de fait le premier vrai rapport de l'ESMA puisqu'en 2024 l'ESMA avait considéré ne pas être en mesure de publier un rapport complet compte tenu qu'aucune infrastructure DLT n'avait encore été autorisée. Ce rapport marque un tournant puisque l'ESMA y propose une refonte du Régime Pilote, avec l'ambition de le rendre permanent et de revoir les seuils jugés trop contraignants.

En 2024, l'ESMA s'était en effet contenté de publier une simple note à la commission européenne faisant le constat des nombreuses difficultés rencontrées par la mise en place de cette réglementation expérimentale dont l'objectif, rappelons-le, était de permettre et de faciliter l'utilisation de la technologie des registres distribués (DLT) par les infrastructures de marché et de post-marché. Une des principales difficultés était liée à la nature même de cette réglementation qualifiée en effet d'expérimentale et permettant de déroger temporairement à certaines dispositions des réglementations existantes mais à condition toutefois de proposer au régulateur des alternatives opérationnelles permettant de respecter les objectifs initiaux du législateur. En tant qu'expérimentation, la durée d'application de cette réglementation était au départ limitée dans le temps (6 ans maximum) et le législateur européen voulait être libre de ne pas la pérenniser si jamais les résultats de l'expérimentation ne lui semblaient pas concluants.

Cela pose bien évidemment de nombreux problèmes. Le tout premier est le risque pour les candidats potentiels d'investir dans des développements informatiques et humains conséquents qui pourraient être remis en cause à l'issue de l'expérimentation si elle n'était pas pérennisée. C'est pourquoi l'ESMA propose dans son dernier rapport de rendre le Régime Pilote permanent. L'autre grand problème du Régime Pilote concerne la fixation de limites d'émission et d'encours pour les différents actifs éligibles afin de minimiser les impacts potentiels en cas d'échec éventuel de l'expérimentation. Si l'objectif de grande prudence des autorités européennes paraît totalement légitime, les limites initialement retenues ont paru néanmoins beaucoup trop faibles à de nombreux acteurs de l'industrie. Cette critique a été également entendue et l'ESMA recommande désormais d'assouplir ces seuils afin de favoriser une adoption plus large des infrastructures DLT.

Cela dit, la fixation de limites pertinentes reste un exercice très difficile pour les législateur et régulateur car elle nécessite d'appréhender correctement le risque réel lié à ces nouvelles technologies. Or jusqu'à présent, la législation se voulait technologiquement neutre et le législateur profane en matière de technologie. Il n'est donc pas très facile pour ce dernier de quantifier l'impact d'un changement éventuel de limites sur le niveau de risque encouru par les clients des nouvelles infrastructures DLT.

Pour certains professionnels du Post-marché dont nous faisons partie, il conviendrait pour résoudre le problème de remettre déjà à plat le concept de « security tokens ». Pour nous en effet, un security token n'est en aucun cas un nouveau type de security mais juste un security comme les autres mais dont la propriété est à un instant donné, enregistré dans une blockchain au lieu d'être enregistré dans une plateforme traditionnelle. **La différence fondamentale entre une blockchain et une plateforme traditionnelle porte essentiellement sur le protocole de transfert de propriété**, protocole décentralisé dans une blockchain alors qu'il est centralisé dans une plateforme traditionnelle. Cela a bien évidemment un impact très important sur le process de règlement/livraison intrinsèque à chaque type de plateforme mais par contre cela n'est censé affecter en aucune façon les caractéristiques économiques et juridiques des titres financiers concernés. Ceux-ci devraient donc, comme aujourd'hui, pouvoir continuer à changer de plateforme de règlement/livraison à l'initiative des émetteurs et/ou des investisseurs et donc indépendamment de la technologie sous-jacente de leur moteur de règlement/livraison. A titre de comparaison, la création des voitures à moteur électrique n'a pas nécessité de revoir le code de la route ou le permis de conduire déjà en vigueur pour les voitures à moteur thermique.

Au final, le terme même de « security token » nous apparaît assez « misleading » puisqu'en théorie **la DLT n'est pas censée affecter directement les titres financiers mais uniquement les mécanismes d'enregistrement et de circulation de la propriété de ces titres**. Il nous paraîtrait donc beaucoup plus correct de réserver le terme de tokenisation aux seules plateformes de règlement/livraison.

En tout état de cause, pour toutes les blockchains respectant les principes actuels d'interopérabilité déjà existants entre plateformes de règlement/livraison, les limites d'émission et d'encours du Régime Pilote apparaissent totalement inutiles puisque les titres financiers déposés dans ces blockchains seraient en effet réputés pouvoir sans problème et à tout moment être transférés dans un lieu de dépôt traditionnel (i.e. ne reposant pas sur la DLT).

Par conséquent il serait sans doute opportun que le Régime Pilote fasse la distinction entre les blockchains n'altérant pas la nature des titres financiers détenus et les autres (en supposant bien sûr qu'il puisse en exister d'autres ...). **Pour les titres financiers dont la tokenisation est réversible à tout moment, il paraît en effet tout à fait possible de ne leur imposer aucune limite** de par leur capacité à migrer facilement sur des infrastructures traditionnelles. Cette clarification du concept de tokenisation et de son champ d'application apparaît en effet essentielle pour lever certaines dispositions contraignantes et non justifiées du Régime Pilote et favoriser ainsi son adoption.

La balle est désormais dans le camp de la Commission européenne et du législateur, qui devront décider dans les prochains mois si le Régime Pilote devient une pierre angulaire durable de la finance tokenisée en Europe.