



## La tokenisation en pratique : le marché NEU CP

(Enregistré le 14/04/2026)

### Introduction

**310 milliards d'euros : c'est la taille du marché des *Negotiable European Commercial Papers*, ou NEUCP, le plus grand marché de dette à court terme en euros au sein de l'Union européenne. Créé il y a quarante ans, ce marché va connaître, d'ici la fin de l'année 2026, une transformation progressive mais radicale : la tokenisation.**

**Cette expérimentation grandeur nature est portée par la Banque de France et Euroclear France, et pourrait bien faire du marché NEUCP un leader dans le monde de la finance tokenisée.**

**La tokenisation en pratique, à travers le cas du marché NEUCP : on en parle avec Benoît Usciati et Alice Algot-Samé.**

**Bonjour à tous les deux. Vous êtes respectivement responsable et adjointe du service des Titres de créance négociables de la Banque de France, et responsables du suivi du marché NEUCP. Merci à tous les deux, et bienvenue dans Dialogue &co.**

### Partie 1 : Le NEU CP, un marché discret, pilier du financement à court terme

#### Lucile Rives

**310 milliards d'euros : c'est le plus gros marché de dette à court terme de l'Union européenne en euros. Et pourtant, il est assez peu connu du grand public. Alice, c'est quoi exactement le marché NEUCP ?**

#### Alice Algot-Samé

Le marché NEUCP, c'est un marché très important. NEUCP signifie *Negotiable European Commercial Paper*. C'est un instrument de financement de court terme qui permet aux émetteurs de se financer directement sur les marchés, pour des durées allant de quelques jours à un an maximum. Le marché comporte aussi un segment de titres de créance

négociables à moyen terme, ce que l'on appelle les NEUMTN, pour *Negotiable European Medium Term Note*. En moyenne, ces titres présentent une maturité de l'ordre de 4 ans.

Concrètement, lorsqu'un émetteur a besoin de trésorerie, il émet un NEUCP. Les investisseurs sont institutionnels, par exemple des fonds monétaires, et à l'échéance, ils sont remboursés avec des intérêts. C'est un produit très simple, dans son principe, mais absolument essentiel pour le fonctionnement de l'économie. S'il est peu connu du grand public, c'est effectivement parce que c'est un marché de professionnels, très institutionnel, avec des négociations qui se font de gré à gré.

**Lucile Rives**

**Est-ce que moi, en tant que particulier, je peux aller acheter des titres sur le marché des NEUCP ? Comment ça se passe ?**

**Alice Algot-Samé**

Effectivement, la majeure partie des investisseurs est constituée de fonds monétaires. On a également des banques ou des assureurs qui achètent ce type de papier. En tant que particulier, on ne peut pas accéder directement au marché : il faut passer par sa banque, qui peut jouer le rôle d'intermédiaire et permettre un accès indirect, à condition d'avoir la capacité financière pour en bénéficier.

**Lucile Rives**

**Parce que le ticket d'entrée est assez élevé.**

**Alice Algot-Samé**

Aujourd'hui, un émetteur met en place un programme avec un minimum d'émission de 150 000 euros. Ce montant va être abaissé prochainement, puisqu'une réforme réglementaire est en cours pour harmoniser les seuils minimums d'émission. Lorsqu'une documentation financière est rédigée en français, le seuil minimum est de 150 000 euros ; lorsqu'elle est rédigée en anglais, il est porté à 200 000 euros. L'objectif, demain, est d'harmoniser l'ensemble de ces conditions, avec un seuil unique de 100 000 euros.

**Lucile Rives**

**Benoît, qui investit sur ce marché, et qu'est-ce que cela leur apporte, concrètement, d'aller se financer sur le marché des NEUCP ?**

**Benoît Usciati**

La première catégorie d'emprunteurs sur ce marché, ce sont très clairement les banques, qui représentent environ 70 % des encours totaux. Elles cherchent des alternatives à d'autres

modes de financement de court terme : les dépôts, les emprunts sécurisés contre collatéral ou encore les financements interbancaires non sécurisés.

Les banques émettent donc des NEUCP ou des NEUMTN de manière régulière, notamment pour des raisons réglementaires. Émettre des titres sur ce marché facilite le respect de certains ratios prudentiels, en particulier le NSFR — le Net Stable Funding Ratio — qui impose de lever des financements à un horizon supérieur à six mois. Cela explique que la maturité moyenne des encours de NEUCP émis par les banques soit d'environ 150 jours.

Ensuite, on retrouve de nombreuses entreprises. Le NEUCP est aujourd'hui le premier marché de dette de court terme pour les entreprises au sein de l'Union européenne.

Il existe un autre marché important, l'EURO CP, également utilisé par les entreprises pour se financer, mais avec des encours un peu inférieurs à ceux du NEUCP. Pour donner un ordre de grandeur, les encours des entreprises sur le marché NEUCP sont actuellement de l'ordre de 60 milliards d'euros, ce qui reste très significatif. Pour donner un chiffre supplémentaire, si l'on se concentre sur les entreprises françaises, les montants qu'elles lèvent sur le marché NEUCP représentent un peu moins de 10 % du total de leurs emprunts de marché. C'est donc un montant très significatif.

La logique est toutefois un peu différente de celle des banques. Les entreprises vendent sur le marché NEUCP pour gérer leur trésorerie à court terme. Il s'agit du financement de ce que l'on appelle le besoin en fonds de roulement.

Le mot-clé ici, c'est la diversification. Le NEUCP permet aux entreprises de diversifier leurs sources de financement ; c'est une alternative au financement bancaire plus classique.

L'un des grands avantages pour elles, c'est la flexibilité. Un programme de NEUCP est assorti d'un plafond, mais dès lors que ce plafond est respecté, les entreprises peuvent moduler librement les montants de liquidités levés sur le marché.

C'est aussi un outil très flexible en matière de maturité. Une entreprise peut émettre à sept jours un jour, puis à quatorze jours le lendemain, sous réserve bien sûr qu'il y ait une demande des investisseurs.

Enfin, la dernière catégorie d'émetteurs — environ 10 % des encours — correspond aux entités publiques. Il s'agit principalement de grandes structures comme l'ACOSS ou l'UNEDIC, mais aussi d'un grand nombre de collectivités territoriales : municipalités, métropoles, départements ou régions.

## **Lucile Rives**

**Alors c'est un marché très ouvert, mais il y a quand même des règles. C'est ce qu'on appelle un marché encadré. Alice, quelles sont les règles que doivent respecter les émetteurs pour entrer sur ce marché ?**

## **Alice Algot-Samé**

Effectivement, c'est un point très important. Le marché NEUCP est un marché très encadré, ce qui constitue un gage de qualité et de bon fonctionnement.

D'abord, un émetteur ne peut pas émettre des NEUCP du jour au lendemain. Il doit d'abord mettre en place un programme d'émission. Ce programme est formalisé, documenté et publié, avant la première émission et tout au long de sa durée de vie.

Concrètement, ce programme comprend d'une part une description de l'émetteur, et d'autre part les caractéristiques du programme. On y trouve notamment des informations sur les montants, les maturités envisagées et les modalités de remboursement. L'ensemble de ces informations figure dans un document codifié et standardisé, appelé la documentation financière, qui est déclarée auprès de la Banque de France.

La Banque de France joue un rôle vraiment central dans la vérification des conditions d'émission. Combiné à ce cadre juridique et réglementaire très clair, ce rôle permet non seulement de garantir la qualité des informations, mais aussi de rassurer les investisseurs grâce à la publication de ces informations, et de réduire les coûts d'accès pour les émetteurs.

### **Lucile Rives**

**Vous avez mentionné la transparence, Alice, qui est une autre caractéristique du NEUCP et qui le distingue de son principal concurrent, l'EURO CP. Concrètement, qu'est-ce que cela signifie, la transparence, sur un marché financier, et en particulier sur le marché NEUCP ?**

### **Alice Algot-Samé**

La transparence en finance peut parfois paraître assez abstraite, mais en réalité, c'est très concret. Sur un marché financier, la transparence signifie une chose simple : on sait qui émet, dans quel cadre, et à quelles conditions.

C'est la capacité à disposer d'une information claire, fiable et, surtout, accessible. Sur le marché des NEUCP — et des NEUMTN — cette transparence repose sur plusieurs éléments. D'abord, les informations relatives aux programmes, c'est-à-dire la documentation financière, sont publiées régulièrement sur le site de la Banque de France. Ces données sont centralisées, accessibles, suivies et gratuites, ce qui constitue un véritable avantage concurrentiel, et une spécificité européenne, voire mondiale.

Grâce à ces statistiques détaillées — qu'elles soient quotidiennes, hebdomadaires ou mensuelles — les investisseurs savent de façon précise qui émet et selon quelles règles. Ces données de marché sont publiées régulièrement : on dispose d'informations sur les volumes, les encours, les maturités, et chaque investisseur peut suivre, émetteur par émetteur, les éléments qui l'intéressent. L'ensemble de ces données permet d'avoir une vision très claire de la situation et de la dynamique du marché des titres de créances négociables.

Comparé à d'autres marchés plus opaques — comme l'EURO CP — le marché des NEUCP offre une visibilité très appréciée par l'ensemble des acteurs, et en particulier par les investisseurs. En période de tension financière, cette transparence devient un véritable atout majeur.

## Partie 2 : Ce que l'on attend de la tokenisation : transparence, vitesse de transaction et robustesse

### Lucile Rives

**Vous décrivez tous les deux un marché rodé. Il a quarante ans, il est encadré, il est transparent, et il s'apprête à vivre une révolution numérique. En 2026, le marché des NEUCP va être tokenisé dans le cadre d'un projet appelé Pythagore, porté par la Banque de France et Euroclear France. La tokenisation, les registres distribués, la blockchain... on en entend beaucoup parler. Benoît, est-ce que vous pouvez nous aider à décrypter un peu ce jargon technique ? Qu'est-ce que cela veut dire, concrètement, tokeniser un marché ?**

### Benoît Usciati

La tokenisation, c'est le fait d'émettre ou de représenter des actifs — qu'il s'agisse de titres financiers ou d'actifs de règlement — sous forme de jetons numériques, que l'on appelle des tokens. Ce qu'il faut avoir en tête, de manière très simple, c'est que l'on passe d'une logique d'écriture en compte à une logique d'objet. Si je prends l'exemple d'un titre, le token va porter en lui l'ensemble des informations qui y sont associées.

Par exemple, sa maturité, son émetteur, les parties prenantes lors de l'émission, et aussi qui le détient, ou qui l'a détenu.

Ces tokens sont créés et enregistrés sur une plateforme, ou plus précisément sur un nouveau type d'infrastructure que l'on appelle un registre distribué — distributed ledger technology en anglais. C'est un système numérique d'enregistrement des transactions qui s'appuie sur la technologie blockchain. On peut l'analyser comme une grande base de données au sein de laquelle sont inscrits l'ensemble des titres en circulation sur le marché.

Si l'on se concentre maintenant sur les NEUCP et sur le projet Pythagore, la plateforme DLT pour les titres sera portée et développée par Euroclear.

### Lucile Rives

#### Pourquoi Euroclear ?

### Benoît Usciati

Euroclear est un acteur extrêmement central, et assez naturel, sur le marché du NEUCP, puisqu'il joue aujourd'hui le rôle de dépositaire central des titres. C'est, si vous voulez, un peu le notaire du marché. En pratique, l'écrasante majorité des titres est émise et enregistrée sur

une infrastructure portée par Euroclear. Dans le cadre d'un projet de modernisation du marché, Euroclear s'est imposé comme un partenaire naturel.

**Lucile Rives**

**Pour que l'on visualise bien : quand moi je pense à un jeton, je pense à quelque chose de rond. Du coup, si on prend un titre de dette NEUCP, à quoi ça ressemble concrètement, un jeton ?**

**Benoît Usciati**

Si vous êtes investisseur sur le marché du NEUCP, vous aurez accès, sur la nouvelle plateforme d'Euroclear, à ce qu'on appelle un wallet, ou un portefeuille. Dans ce portefeuille, vous aurez toute une série d'objets, de jetons, qui représentent les titres que vous avez achetés.

**Alice Algot-Samé**

C'est une vraie avancée, parce qu'aujourd'hui, notamment du côté des émetteurs, on entend souvent qu'ils ne savent pas qui est l'acheteur final de leur papier. Grâce à la blockchain, ils pourront identifier quel est l'investisseur qui détient réellement le titre.

C'est une information que nous avons aujourd'hui du mal à obtenir, côté Banque de France, à travers les reportings et les déclarations qui nous sont faites par les émetteurs. La tokenisation et la blockchain vont donc apporter une vraie avancée sur ce point, en permettant encore davantage de transparence sur ces informations.

**Lucile Rives**

**Quand vous dites qu'Euroclear va gérer la plateforme et la blockchain, est-ce que cela signifie qu'il développe sa propre blockchain, ou bien qu'il s'appuie sur une technologie existante ?**

**Benoît Usciati**

Si l'on fait un peu d'historique, Euroclear a déjà développé par le passé une infrastructure de ce type, appelée DFMI. Ils vont donc repartir de cette infrastructure, pour la faire évoluer et l'adapter aux spécificités du marché du NEUCP. Pour ce faire, ils s'appuieront sur un certain nombre de technologies déjà disponibles sur le marché. La nouvelle plateforme portera le nom de DFMI+.

**Lucile Rives**

**Est-ce que vous pouvez nous décrire comment sont émis et achetés les NEUCP aujourd'hui, et en quoi ce fonctionnement sera différent demain ?**

**Benoît Usciati**

Aujourd'hui, dans leur très grande majorité — de l'ordre de 95 % — les titres sont émis et livrés aux investisseurs via une infrastructure de règlement-livraison, pour reprendre les termes techniques, qui est opérée par Euroclear France.

Euroclear France est le dépositaire central des titres, ou, pour reprendre l'image, le notaire du marché. Lorsque les transactions sont libellées en euros, le règlement — c'est-à-dire la partie espèces — se fait déjà en monnaie de banque centrale. Cela est possible parce que l'infrastructure d'Euroclear est connectée à une plateforme opérée par l'Eurosystème, qui s'appelle TARGET2.

C'est un point très important, car derrière TARGET2 se trouve la monnaie de banque centrale, qui constitue ce qu'il y a de plus sûr en matière de règlement : la liquidité ultime.

Demain, comment est-ce que cela va fonctionner ? Qu'est-ce qui va changer avec le projet Pythagore ? Euroclear va mettre en place une nouvelle infrastructure de type DLT. Cette infrastructure va apporter essentiellement trois choses au marché.

D'abord, elle va considérablement accroître la vitesse des transactions. Lors d'une opération, elle permettra aux émetteurs de recevoir leur cash plus rapidement, et aux investisseurs d'obtenir les titres plus rapidement également.

### **Lucile Rives**

**Sur la question de la vitesse, j'aimerais vous poser une question. Aujourd'hui, combien de temps faut-il pour dénouer une opération, et combien de temps estime-t-on que cela prendra demain ?**

### **Benoît Usciati**

Cela dépend des transactions et des catégories d'acteurs. Ce qu'il faut souligner, c'est que l'on dispose déjà aujourd'hui d'une infrastructure très efficace, si on la compare à d'autres marchés. Il est d'ores et déjà possible de réaliser ce que l'on appelle de la valeur jour : l'émission a lieu en début de journée, et en fin de journée, l'émetteur reçoit son cash. Les banques, par exemple, émettent assez fréquemment dans ce cadre-là, même si ce n'est pas encore la pratique majoritaire.

On observe encore des transactions qui se dénouent à J+1, J+2, voire au-delà. L'objectif avec le projet est donc d'apporter un gain de vitesse pour l'ensemble des émetteurs, afin que la valeur jour — ou le J+0 — devienne la norme.

Comment va-t-on y parvenir ? En renforçant, grâce à la nouvelle infrastructure, l'automatisation : automatiser la création du titre, les opérations de vérification et la distribution aux investisseurs. C'est cela qui va permettre d'aller beaucoup plus vite. La nouvelle infrastructure va aussi rendre possible ce que les experts appellent l'atomicité. L'atomicité est un mot un peu compliqué pour désigner quelque chose d'assez simple.

Concrètement, l'atomicité correspond au fait que la livraison du titre et l'envoi du cash — ou des espèces — auront lieu de manière simultanée. Autrement dit, l'un ne peut pas se produire sans l'autre.

C'est le premier bénéfice que le projet vise à apporter au marché : une accélération des transactions. Et comme cette accélération repose sur davantage d'automatisation, Pythagore apportera également une plus grande robustesse de la chaîne, et donc une sécurité opérationnelle accrue pour l'ensemble des acteurs.

La troisième source de valeur ajoutée est liée à la transparence. On l'a évoqué un peu plus tôt : l'une des propriétés d'un token est de porter un ensemble d'informations, notamment en matière de détention. Le simple fait d'émettre des tokens renforce donc la transparence du marché.

C'est un premier point. Le second tient au fait qu'une blockchain, ou plus largement une infrastructure DLT, peut être analysée comme une grande base de données. Les différents participants au projet Pythagore auront accès à cette base de données, de manière différenciée. On parle d'une infrastructure DLT "permissionnée" : tout le monde n'y aura pas accès, évidemment, mais les participants disposeront de droits d'accès qui leur permettront de consulter des informations relatives aux encours, aux émissions, voire des données plus granulaires.

### **Lucile Rives**

**Quand vous parlez de robustesse, est-ce que cela signifie qu'aujourd'hui il arrive que certaines opérations ne puissent pas se dénouer ? Et est-ce que l'on peut espérer passer à zéro pourcent avec la blockchain ?**

### **Benoît Usciati**

C'est difficile à quantifier précisément, mais ce que nous savons, c'est que le marché fonctionne encore, dans une certaine mesure, de manière assez manuelle. Certaines opérations ne sont pas entièrement automatisées, ce qui génère encore des erreurs pouvant entraîner des retours arrière : il existe donc un risque opérationnel.

L'un des objectifs prioritaires du projet Pythagore est précisément de renforcer la robustesse de l'ensemble des opérations post-marché. Cela passe notamment par l'automatisation de ce que l'on appelle la réconciliation : s'assurer que les informations détenues par l'émetteur lorsqu'il émet un titre correspondent bien à celles de l'investisseur lorsqu'il l'achète. En automatisant cette réconciliation sur la plateforme, on réduit le risque d'erreur et, par conséquent, on améliore aussi la vitesse des transactions, puisqu'une opération qui se déroule mal implique du temps supplémentaire pour être corrigée.

## Un projet à deux jambes : les titres NEU CP et la monnaie numérique de Banque centrale

**Lucile Rives**

**Vous l’avez évoqué, Benoît : pour que cette transformation fonctionne, il faut deux jambes. Une jambe “marché”, avec les titres, les jetons et le registre distribué porté par Euroclear. Et une jambe “règlement”, donc la monnaie, qui doit elle aussi être tokenisée pour permettre le règlement de ces jetons.**

**C’est là qu’intervient la monnaie numérique de banque centrale, un autre projet — européen cette fois — appelé Pontes. Alice, est-ce que vous pouvez nous expliquer brièvement comment ce projet français et ce projet européen vont s’articuler ?**

**Alice Algot-Samé**

Effectivement, le projet Pythagore, lancé en octobre 2025, a pour objectif de moderniser le marché des NEUCP en apportant une valeur technologique à travers la tokenisation de ces instruments de court terme.

En parallèle, un projet européen de monnaie numérique de banque centrale — une monnaie de gros, ce que l’on appelle une wholesale CBDC — est porté par l’Eurosystème et la Banque centrale européenne. Il vise précisément à apporter cette jambe “cash” qui vient compléter la jambe “titres” portée par Euroclear.

Dans ce contexte, le calendrier s’aligne bien : le projet Pontes, et la mise en œuvre de cette monnaie numérique de banque centrale, sont attendus à partir de septembre 2026. De notre côté, nous visons les premières émissions sur le projet Pythagore à horizon de la fin de l’année 2026.

Tout l’enjeu, tout le challenge, sera donc de combiner, au même moment, la jambe “titres” et la jambe “cash”, c’est-à-dire d’arrimer le projet Pythagore au projet de l’Eurosystème.

Le projet Pythagore et, plus largement, la tokenisation du marché des NEUCP constituent à ce titre un véritable enjeu, non seulement pour la Banque de France, mais aussi pour la France. Il s’agit en effet d’un cas d’usage concret de la monnaie numérique de banque centrale portée par l’Eurosystème, à travers le projet Pontes, appliqué à un usage réel : la tokenisation du marché des NEUCP.

**Lucile Rives**

**Est-ce que c’est la première fois que la monnaie numérique de banque centrale va être mise en pratique ?**

**Benoît Usciati**

Il y a déjà eu des travaux exploratoires menés par l'Eurosysteme, notamment tout au long de l'année 2024, ainsi que d'autres expérimentations auparavant. La véritable nouveauté du projet Pontes tient toutefois au fait qu'il prévoit la mise à disposition du marché, de manière pérenne, d'une monnaie numérique de banque centrale sous forme tokenisée. Il ne s'agit donc plus d'expérimentations ou d'essais, mais bien de quelque chose de durable.

C'est un point très important pour le marché NEUCP, car il permet la tokenisation de l'ensemble de la chaîne de règlement. Concrètement, via Pythagore, les émetteurs émettront des titres sous forme tokenisée sur l'infrastructure d'Euroclear, et seront réglés en monnaie de banque centrale, elle aussi tokenisée.

### Partie 3 : La technologie et l'humain, au cœur du passage de l'infrastructure actuelle au marché tokenisé

#### Lucile Rives

**Et concrètement, comment est-ce qu'on passe de l'infrastructure actuelle à un marché tokenisé ?**

#### Benoît Usciati

Il y a deux dimensions. D'abord, on s'organise, puis on avance de manière progressive. L'organisation repose sur une démarche très structurée : nous avançons à deux, la Banque de France et Euroclear. Le projet a été lancé conjointement fin 2025, et il est piloté à deux, tant sur le plan stratégique qu'opérationnel.

On peut parler d'une forme de partenariat public-privé. Très rapidement, avec Euroclear, nous avons mis en place ce que l'on appelle le groupe technique Pythagore. Il s'agit d'un groupe de place qui réunit des participants volontaires : des émetteurs, des investisseurs, mais aussi de nombreux intermédiaires financiers, comme les placeurs ou les domiciliataires. L'objectif est d'avancer de la manière la plus inclusive possible.

Ce groupe de travail a pour mission de mettre en œuvre le projet Pythagore sur le plan opérationnel, et très concrètement de préparer les premières émissions à l'horizon de la fin de l'année 2026.

Nous avons considéré que la création de ce groupe de travail était la meilleure manière d'avancer efficacement, afin de proposer au marché une solution alignée avec ses besoins et prête pour une adoption à grande échelle.

À titre d'ordre de grandeur, ce groupe de place rassemble aujourd'hui environ 50 % des émetteurs en termes d'encours de marché, ainsi que des intermédiaires — comme les domiciliataires et les placeurs — et de très grands investisseurs. Nous sommes donc très satisfaits de la représentativité de ce groupe.

#### Lucile Rives

**Est-ce que les acteurs du marché sont tous partants pour rejoindre cette aventure de la tokenisation ? Et est-ce que la dimension, presque humaine, du projet est aussi importante que la dimension technique d'arrimage de Pontes à Pythagore ?**

**Alice Algot-Samé**

Comme tout projet — et a fortiori un projet de cette envergure — la nouveauté peut parfois susciter des inquiétudes. Le marché NEUCP est un marché mature, avec des pratiques bien ancrées. Passer à la tokenisation ne consiste donc pas simplement à changer de support technique.

Cela implique aussi de faire évoluer des processus, des procédures, des organisations, et le défi est avant tout humain, comme vous l'avez souligné. C'est un défi collectif, et un défi progressif.

Il s'agit d'accompagner une transition graduelle vers un nouveau mode de fonctionnement, et d'aligner l'ensemble des acteurs de l'écosystème autour de ce projet. Par définition, ce type d'alignement prend du temps.

C'est pourquoi un accompagnement est prévu, notamment à travers le groupe de travail technique Pythagore et les actions menées conjointement par Euroclear et la Banque de France pour accompagner les partenaires vers ce nouveau monde de la tokenisation.

La question est donc avant tout de savoir comment accompagner les acteurs, et plus largement l'ensemble de l'écosystème, dans une transformation progressive d'un marché mature, sans fragiliser la confiance et la stabilité existantes.

**Lucile Rives**

**Cela signifie que l'infrastructure actuelle continuera d'exister et cohabitera avec l'infrastructure tokenisée ?**

**Alice Algot-Samé**

Exactement. Il n'est pas question d'un "big bang" à la fin de l'année 2026 : le marché ne basculera pas du jour au lendemain dans ce nouveau monde.

Concrètement, les émetteurs devront adapter leurs systèmes. Les systèmes d'information devront être en mesure de se connecter à la nouvelle plateforme blockchain d'Euroclear, tout en restant connectés à la plateforme de l'Eurosysteme.

La mise en œuvre se fera donc progressivement, avec des échanges réguliers avec les émetteurs et l'ensemble des partenaires de la chaîne. L'objectif est bien une transition graduelle, une migration progressive du marché.

Cela implique un fonctionnement en parallèle des deux infrastructures. La migration se fera par étapes — on parlait tout à l'heure d'un objectif de 50 %, puis progressivement vers 100 %

du marché. Il ne s'agit en aucun cas d'une bascule brutale, mais d'un accompagnement visant à embarquer l'ensemble des acteurs et à les préparer à ce nouveau cadre.

### **Lucile Rives**

**J'imagine qu'il y a aussi une dimension de coût : pour le développement de la base de données, du DLT, de la blockchain. Et puis, il y a aussi une question de compétences. Il faut apprendre à lire ces nouveaux objets, à se connecter à de nouvelles infrastructures. On a vraiment l'impression d'un changement de paradigme.**

### **Benoît Usciati**

Oui, absolument. On change d'infrastructure, et nous sommes donc en train, avec l'ensemble des acteurs de marché, de refondre les processus opérationnels. C'est vraiment la phase dans laquelle nous nous trouvons aujourd'hui : celle de la co-conception des nouveaux processus.

A l'avenir, les participants devront naturellement s'adapter pour se connecter à cette nouvelle infrastructure, d'abord côté titres, puis jusqu'à la jambe cash avec Pontes. Cela impliquera nécessairement des coûts d'adaptation.

C'est précisément pour cette raison que le maître-mot de Pythagore est la progressivité. Un calendrier clair est communiqué à l'ensemble des participants afin de leur laisser le temps de se préparer, de co-construire avec Euroclear les nouveaux processus opérationnels, de s'assurer que la valeur ajoutée est bien au rendez-vous, puis de mettre en œuvre les adaptations nécessaires.

Cette phase doit démarrer à partir de 2027, avec pour objectif une migration progressive du marché à l'horizon 2028. Comme Alice l'indiquait tout à l'heure, il y aura pendant un certain temps une coexistence entre deux infrastructures : l'infrastructure historique, d'une part, et la nouvelle infrastructure DLT, d'autre part.

Avec Euroclear, notre objectif est très clairement d'éviter toute fragmentation du marché. Nous ne voulons pas voir émerger deux silos qui ne communiqueraient pas entre eux, ni deux marchés NEUCP distincts.

Il est essentiel de préserver l'unicité du marché. Les deux infrastructures devront donc être en mesure de communiquer entre elles : c'est ce que l'on appelle, en termes techniques, l'interopérabilité. Les titres pourront ainsi circuler d'une infrastructure à l'autre.

## **Conclusion : un projet français, une ambition européenne**

### **Lucile Rives**

**Pourquoi est-ce qu'il faut que ça marche ? Si l'expérience Pythagore réussit, qu'est-ce que cela changera, au-delà du marché NEUCP, pour la place financière européenne — voire au-delà ?**

## **Benoît Usciati**

Il s'agit de la première démarche de mise à l'échelle de l'utilisation des technologies de registres distribués pour un marché de titres de dette. On sort ainsi d'une logique d'expérimentations ou de cas d'usage isolés pour aller vers quelque chose de beaucoup plus ambitieux.

Pourquoi ce choix ? Comme Alice l'a indiqué, le marché NEUCP est avant tout un marché mature, particulièrement adapté à une telle démarche de modernisation.

C'est un marché caractérisé par une forte concentration des acteurs : il n'y en a pas tant que cela à coordonner. Les produits sont techniquement simples, avec des maturités courtes et, pour certains émetteurs, une fréquence d'émissions élevée. Les gains potentiels en matière d'efficacité opérationnelle sont donc importants.

C'est aussi un marché de taille significative, ce qui en fait un levier clé pour la modernisation des infrastructures financières européennes.

Si Pythagore réussit, cela pourrait ouvrir la voie à des développements similaires sur d'autres marchés, d'autres classes d'actifs ou dans d'autres juridictions.

À ce titre, on peut faire le lien avec des travaux engagés sur la place de Paris : un groupe stratégique de place, centré sur l'innovation et la tokenisation, a récemment été lancé conjointement par l'Autorité des marchés financiers, la Banque de France et la direction générale du Trésor. Et dans le cadre de ce groupe de place, les travaux engagés sur Pythagore seront suivis de très près.

L'an dernier, à l'occasion des quarante ans du marché, Denis Beau a prononcé un discours intitulé « Le marché du UCP, une réussite française, une ambition européenne ». Pour Pythagore, la logique est la même : c'est une initiative française, mais ouverte à la participation d'acteurs européens, voire internationaux, ce qui est cohérent avec un cadre réglementaire du marché NEUCP qui est lui-même très ouvert.

C'est également un partenariat avec une infrastructure de marché à forte dimension européenne, Euroclear. Et, comme on l'a évoqué, Pythagore est par ailleurs aligné avec le projet Pontes, qui a une résonance importante à l'échelle européenne.

Cela étant dit, Pythagore ne pourra pas tout faire. Il est bien sûr essentiel que le projet réussisse, mais il ne constitue qu'une brique, ou une contribution, à la construction de l'Union de l'épargne et de l'investissement.

À ce titre, Pythagore servira les objectifs de l'UEI en renforçant l'efficacité opérationnelle, la transparence et la réduction des coûts. Mais, encore une fois, il ne s'agit que d'une brique parmi d'autres.

À cet égard, je recommande la lecture d'un discours récent de Piero Cipollone, membre du directoire de la Banque centrale européenne, prononcé récemment à la Maison de l'Euro à

Bruxelles. Il y rappelle les conditions nécessaires pour développer les infrastructures de marché de demain et promouvoir l'innovation dans un cadre européen intégré.

Il identifie trois conditions principales : d'abord, la mise à disposition d'une ancre monétaire, à savoir la monnaie numérique de banque centrale de gros — le projet Pontes ; ensuite, l'existence de partenariats public-privé – condition satisfaite par Pythagore ; et enfin, la mise en place, à l'échelle européenne, d'une brique législative supplémentaire, sans laquelle ces innovations ne pourront pleinement se développer et fonctionner.

### Lucile Rives

**Pour conclure, et pour revenir sur l'Union de l'épargne et de l'investissement — un sujet récurrent dans cette émission — l'un des objectifs de l'UEI est de limiter la fragmentation des marchés européens. On voit bien les gains potentiels de la tokenisation en matière de rapidité, de robustesse ou de transparence, sur le marché des NEUCP et demain, peut-être, sur d'autres marchés. Mais l'enjeu de la fragmentation semble demeurer : si chaque marché développe sa propre DLT ou sa propre blockchain, ne risque-t-on pas de s'éloigner de l'objectif de fluidité recherché par l'UEI ?**

### Benoît Usciati

C'est effectivement un point central, et tout l'enjeu des travaux menés autour du projet APPIA. Pontes, par exemple, s'inscrit dans une logique d'interopérabilité : il s'agit de permettre à différentes infrastructures DLT de dialoguer entre elles, notamment grâce à une brique "cash" en monnaie de banque centrale.

APPIA va plus loin. L'objectif est de dépasser la seule interopérabilité pour aller vers une logique d'intégration : imaginer un cadre unifié dans lequel coexisteraient différentes DLT, des actifs tokenisés, et des actifs de règlement — comme la monnaie numérique de banque centrale — permettant des circulations fluides de tokens d'une infrastructure à l'autre.

### Lucile Rives

**On continue d'explorer ce sujet passionnant de la tokenisation dans le prochain épisode et on partagera les liens vers les discours que vous avez cités. Merci à tous les deux d'être venus dans Dialogue &co.**

### Aller plus loin

[Le Marché des Titres de Créance Négociables : une réussite française, une ambition européenne | Banque de France](#)

[Le projet Pythagore, modernisation du marché des NEU CP-NEU MTN | Banque de France](#)

[A Paris, la Banque de France et Euroclear vont tokeniser la dette à court terme | Banque de France](#)

[Piero Cipollone: Building the rails for Europe's tokenised financial markets](#)

[L'Eurosystème dévoile la feuille de route Appia pour la finance tokenisée en Europe](#)

[Tokenisation and DLT](#)

[Le marché des titres de créances négociables \(TCN\) | Banque de France](#)