

The Big Whale Report



DeFi & TradFi : la grande convergence

AVEC LE SOUTIEN DE



Morpho

ÉDITO

DeFi et TradFi : L'aube d'une grande convergence

Pendant longtemps, la finance décentralisée, ou DeFi, a scintillé à la lisière de la finance traditionnelle comme une étoile lointaine, certes fascinante, mais inatteignable. Elle promettait l'émancipation des intermédiaires, une transparence radicale et une accessibilité universelle. Pourtant, pour les institutions financières traditionnelles, cette promesse brillait d'un éclat presque trop brut. Trop expérimental, trop risqué, trop anarchique. La DeFi, malgré son potentiel, semblait condamnée à rester dans les marges, un terrain de jeu réservé aux pionniers et aux aventuriers de la technologie.

Mais aujourd'hui, cette distance s'efface. La grande convergence commence. Lorsque des géants comme BlackRock, le géant de la finance institutionnelle, entrent en scène, ce n'est plus un frémissement, mais un basculement. Le lancement de produits comme les ETF Bitcoin et Ethereum ou encore des fonds monétaires tokenisés témoigne d'une réalité nouvelle : les plus grandes institutions financières ne se contentent plus d'observer. Elles construisent, elles participent, elles deviennent des maillons clés de l'écosystème.

De l'autre côté, la DeFi s'adapte. Loin des premières heures parfois chaotiques, des projets taillés sur mesure pour répondre aux attentes de la finance traditionnelle émergent.

Ces initiatives allient l'innovation de la blockchain à des standards élevés de conformité et de sécurité, effaçant la ligne de démarcation qui séparait autrefois ces deux mondes. Les blockchains publiques, autrefois bastions de la désintermédiation, deviennent le socle d'infrastructures compatibles avec les réglementations les plus strictes.

Tout est en place. Les technologies sont matures, les acteurs prêts, et les ponts entre ces deux sphères se multiplient. Ce mariage improbable, longtemps jugé impossible, pourrait bien donner naissance à une finance hybride, plus résiliente, plus inclusive, où les aspirations idéologiques de la DeFi s'enrichissent des structures solides et de l'envergure de la finance traditionnelle.

Alors que la révolution commence, le mot d'ordre est clair : ce n'est plus une opposition, mais une collaboration. Et peut-être, dans cette convergence, trouverons-nous enfin une finance à la hauteur des promesses de ces deux mondes.

GRÉGORY RAYMOND
Head of Research,
The Big Whale



01

LA DeFi
EXPLIQUÉE

02

ENTRETIEN
PAUL FRAMBOT MORPHO« Une opportunité pour ceux
qui sauront s'adapter »

03

GUIDE : LES PRODUITS LES PLUS
PERTINENTS POUR LES ACTEURS
INSTITUTIONNELS

04

LES PIONNIERS
INSTITUTIONNELS

06

COMMENT BLACKROCK
ACCÉLÈRE LA RÉVOLUTION
DeFi

05

CARTOGRAPHIE
DE L'ÉCOSYSTÈME
DeFi ADRESSANT
LES INSTITUTIONNELS
TRADITIONNELS

07

FONDS MONÉTAIRES
TOKENISÉS : LE COMPARATIF
DES OFFRES DISPONIBLES

08

UNISWAP,
LE FUTUR DE
LA BOURSE ?

09

RÉGLEMENTATION DE LA DeFi :
QUEL CADRE ET QUEL
CALENDRIER EN EUROPE ?

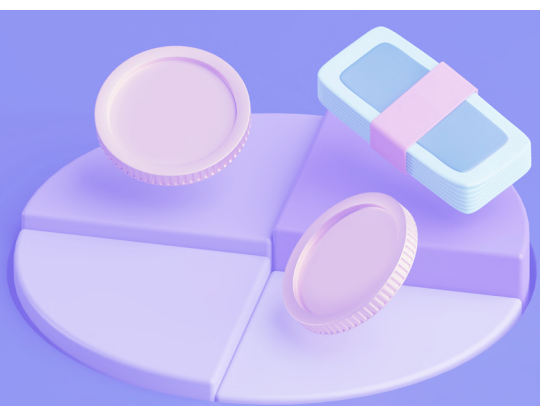
10

PLUSIEURS CENTAINES
DE MILLIARDS DE
DOLLARS DE REVENUS
POTENTIELS EN 2035

11

REMERCIEMENTS

■ som- maire



01

Comprendre



**LA DeFi
EXPLIQUÉE**



LA DeFi EXPLIQUÉE

QU'EST-CE QUE LA DeFi ?

La DeFi, ou finance décentralisée, désigne un écosystème de services financiers construits sur des blockchains, comme Ethereum, qui éliminent certains intermédiaires traditionnels. Elle permet d'automatiser des opérations telles que les prêts, les emprunts ou le trading, de manière transparente et accessible à tous. Elle offre une alternative globale et programmable aux systèmes financiers classiques.

POURQUOI LA DeFi EST-ELLE PERTINENTE POUR LES INSTITUTIONNELS ?

- **Diversification** : Nouvelles opportunités d'investissement dans des protocoles innovants.
- **Efficacité** : Réduction des coûts grâce à l'automatisation des processus.
- **Transparence** : Les transactions et les règles sont publiques et vérifiables.
- **Rendements compétitifs** : Les transactions et les règles sont publiques et vérifiables.
- **Liquidité immédiate** : Accès rapide à des pools de liquidité globaux.

SES POINTS FORTS

- **Décentralisation** : Élimine certains intermédiaires financiers traditionnels
- **Infrastructure publique** : Pas de besoin de développer et maintenir la sienne
- **Smart contracts** : Permettent l'automatisation des transactions et la création de services financiers innovants
- **Accessibilité** : Disponible 24/7 via des blockchains publiques comme Ethereum

PRINCIPAUX AVANTAGES OPÉRATIONNELS

- **Programmabilité** : Flexibilité pour créer des produits financiers personnalisés.
- **Interopérabilité** : Connexion entre différents protocoles pour une gestion optimisée.
- **Sécurité** : Audits réguliers des contrats intelligents (avec des limites à considérer).

RISQUES À SURVEILLER

- **Volatilité** : Les rendements peuvent fluctuer fortement.
- **Régulation** : Un cadre juridique en évolution rapide.
- **Sécurité des protocoles** : Risque de piratage ou de bugs dans les smart contracts.

02

Entretien

PAUL FRAMBOT
MORPHO

« UNE OPPORTUNITÉ POUR CEUX
QUI SAURONT S'ADAPTER »



PAUL FRAMBOT MORPHO

PAUL FRAMBOT, FONDATEUR DU PROTOCOLE DE LENDING MORPHO, DÉCRYPTE LES INEFFICACITÉS STRUCTURELLES DU SYSTÈME FINANCIER TRADITIONNEL ET EXPLIQUE COMMENT LA FINANCE DÉCENTRALISÉE (DeFi) PEUT OFFRIR DES SOLUTIONS RADICALEMENT PLUS EFFICACES.

EN QUOI LE SYSTÈME FINANCIER TRADITIONNEL ACTUEL EST-IL INEFFECTIF POUR LES INSTITUTIONS FINANCIÈRES QUI L'UTILISENT ?

L'une des inefficacités majeures du système financier traditionnel réside dans la fragmentation des infrastructures. Chaque banque, chaque institution financière développe et maintient sa propre infrastructure technique, souvent avec des systèmes fermés et propriétaires. Cela engendre des coûts énormes : duplication des efforts de développement, maintenance complexe, et inefficacité dans le partage de la liquidité. Par exemple, les mécanismes de gestion des marges ou de liquidation sont souvent recréés de zéro par chaque institution, alors qu'ils pourraient être standardisés et partagés via une infrastructure commune. Cette redondance finit par peser sur les coûts pour l'utilisateur final. Une autre source d'inefficacité est l'absence d'agrégation de la liquidité. Aujourd'hui, les carnets d'ordres et les bases de données de liquidité sont dispersés entre de multiples acteurs. Cela limite la capacité des institutions à exécuter des transactions importantes sans perturber le marché ou obtenir des prix sous-optimaux. À l'inverse, une infrastructure décentralisée, comme celle que propose la DeFi, regroupe la liquidité et permet une exécution beaucoup plus fluide et efficace. Ces deux éléments – fragmentation technique et dispersion de la liquidité – rendent le système actuel coûteux, lent et souvent inadéquat face aux besoins des acteurs financiers modernes.

« Une opportunité pour ceux qui sauront s'adapter »

COMMENT SE DÉROULENT VOS DISCUSSIONS AVEC LES GRANDES INSTITUTIONS FINANCIÈRES, COMME LES BANQUES ?

Pendant longtemps, discuter avec des institutions financières ressemblait plus à une sorte de sensibilisation ou d'éducation sur l'écosystème blockchain. Il y a un an, la plupart des échanges étaient limités à des départements d'innovation, avec des initiatives de type pilotes qui avançaient lentement et finissaient souvent par ne rien donner. Mais depuis quelques mois, tout a changé. Aujourd'hui, ces grandes institutions, qu'on aurait imaginées attendre avant de prendre position, sont bien plus proactives. Elles reconnaissent l'importance stratégique de l'écosystème blockchain, non seulement pour comprendre le fonctionnement de cette technologie, mais aussi pour en tirer parti et capter des opportunités de marché concrètes. Ce basculement s'explique par une transition économique et technologique qui pousse les institutions financières à s'intéresser de près à la distribution décentralisée des produits financiers. Les usages on-chain se développent rapidement : les gens adoptent des wallets, les fintechs migrent leurs infrastructures financières sur la blockchain. Ce n'est plus un simple exercice académique pour ces banques ou asset managers ; c'est une nécessité commerciale. En trois mois, la dynamique a radicalement accéléré. Aujourd'hui, ce sont les institutions elles-mêmes qui initient les conversations, demandent des explications détaillées et cherchent activement à collaborer pour intégrer des solutions décentralisées dans leurs offres.

PAUL FRAMBOT MORPHO

QUELS SONT LES INSTITUTIONNELS LES PLUS ENCLINS À ADOPTER UN PROTOCOLE COMME MORPHO ET LA DeFi EN GÉNÉRAL ?

On observe deux grands types d'intérêts chez les institutionnels. D'un côté, il y a les utilisateurs classiques, ceux qui veulent emprunter ou prêter en utilisant les protocoles directement, mais c'est une minorité. Le véritable engouement vient de ceux qui souhaitent construire sur la base de Morpho : les "builders". Ils voient dans Morpho une infrastructure open source qu'ils peuvent réutiliser pour développer leurs propres produits financiers. Cela leur permet de packager, tokeniser et distribuer des opportunités financières de manière beaucoup plus agile et adaptée à leurs besoins spécifiques. L'avantage pour ces institutions est évident : elles peuvent adapter la technologie pour répondre aux besoins de leurs clients tout en conservant le contrôle sur l'infrastructure.

« Les fintechs sont des partenaires naturels de la DeFi »

Par exemple, un asset manager peut créer des vaults adaptés, qui génèrent des revenus optimisés pour leur clientèle. Ensuite, ces produits tokenisés sont distribués via des fintechs ou leurs propres réseaux de distribution. L'adoption de Morpho se fait donc principalement par des acteurs cherchant à innover dans leurs offres, plutôt que par des institutions cherchant simplement à consommer la DeFi telle qu'elle existe.

LES FINTECHS REPRÉSENTENT-ELLES UNE CIBLE POUR MORPHO ?

Absolument. Les fintechs sont des partenaires naturels de la DeFi, et leur transition vers des infrastructures on-chain est l'un des principaux moteurs de l'intérêt des institutions. La logique est simple : historiquement, les fintechs distribuaient des produits financiers issus de grands asset managers, comme BlackRock ou Fidelity. Mais en contrôlant désormais leurs propres infrastructures sur la blockchain, elles s'émancipent de ces acteurs traditionnels. Résultat : les asset managers se retrouvent face à un risque de désintermédiation. Pour contrer cela, ces gestionnaires de capitaux doivent eux aussi se positionner on-chain. Si une fintech utilise des solutions DeFi comme Morpho pour gérer ses produits, il est impératif pour un asset manager d'être compatible. Cela crée un effet boule de neige où les institutions n'ont d'autre choix que d'entrer dans l'écosystème blockchain.



PAUL FRAMBOT MORPHO

DE QUOI ONT BESOIN LES GRANDS ACTEURS FINANCIERS POUR UTILISER LA DeFi ?

Les grands acteurs financiers ont principalement besoin de trois choses pour adopter la DeFi : la confiance, le contrôle et des garanties de sécurité. La confiance concerne d'abord la robustesse des protocoles : ils doivent être audités, résilients et exempts de vulnérabilités susceptibles d'entraîner des pertes. Les institutions ne peuvent se permettre d'intégrer des solutions où le risque d'un hack ou d'une défaillance technique mettrait en péril leurs actifs ou leur réputation. Cela passe par des audits approfondis, des partenariats avec des tiers fiables et des assurances techniques solides. Ensuite, ces institutions veulent du contrôle. Dans les systèmes DeFi traditionnels comme Aave, elles déposent leurs fonds mais n'ont aucun pouvoir sur la gestion des paramètres de risque ou les mises à jour du code, qui sont dictés par l'équipe ou la DAO du protocole. Avec des solutions comme Morpho, les institutions peuvent avoir un ownership plus direct : elles peuvent déployer leurs propres vaults, gérer elles-mêmes le risk management, et personnaliser les paramètres selon leurs besoins. Cela répond à une exigence clé des acteurs institutionnels qui souhaitent intégrer la DeFi tout en conservant un contrôle similaire à celui qu'ils exercent sur leurs systèmes internes actuels.

QUELS SONT LES CHIFFRES CLÉS DE MORPHO QUE LES INSTITUTIONNELS DEVRAIENT CONNAÎTRE ?

Morpho est aujourd'hui le deuxième plus grand protocole de lending sur Ethereum, avec près de 3 milliards de dollars de dépôts. En seulement neuf mois depuis son lancement, le protocole a généré 20 millions de dollars en revenus pour les acteurs qui l'utilisent, ce qui est une performance remarquable. Une vingtaine d'institutionnels, au sens large, utilisent déjà Morpho pour créer des vaults, et la majorité de ces initiatives sont profitables. Ce succès démontre à quel point l'écosystème DeFi peut offrir des opportunités viables, même à des acteurs institutionnels qui

« Les institutions qui adoptent la DeFi peuvent repenser leur rôle et devenir des leaders dans l'écosystème »

entrent seulement dans cet univers. Ces chiffres montrent aussi que la DeFi n'est plus une niche : elle s'impose comme une infrastructure centrale pour le futur de la finance.

LA DeFi MENACE-T-ELLE LES ACTEURS TRADITIONNELS DE LA FINANCE ?

Oui, la DeFi représente une menace pour certains acteurs traditionnels, mais c'est avant tout une opportunité pour ceux qui sauront s'adapter. La menace vient principalement de la désintermédiation. Dans le modèle traditionnel, les institutions financières agissent comme des intermédiaires centralisés pour presque toutes les transactions : prêts, trading, gestion d'actifs, etc. La DeFi réduit ce rôle en permettant à n'importe qui de participer directement à ces activités via des protocoles ouverts. Cela met une pression énorme sur les marges des acteurs traditionnels, car les coûts opérationnels sont drastiquement réduits dans un écosystème décentralisé. Les banques ou les asset managers qui ne s'adaptent pas pourraient perdre des parts de marché au profit de solutions plus efficaces et moins coûteuses. Cependant, cette menace est aussi une chance. Les institutions qui adoptent la DeFi peuvent repenser leur rôle et devenir des leaders dans l'écosystème. Au lieu de se limiter à des modèles économiques traditionnels, elles peuvent développer des services innovants, exploiter des infrastructures décentralisées pour améliorer leur efficacité et toucher de nouveaux marchés. Bien que la transition soit difficile pour certains acteurs, la DeFi offre la possibilité de moderniser la finance, de mieux servir les clients et de rester compétitif dans un environnement technologique en pleine mutation.

PAUL FRAMBOT MORPHO

LA RÉGLEMENTATION EST SOUVENT PERÇUE COMME UN FREIN AU DÉVELOPPEMENT DE LA DeFi, PENSEZ-VOUS QUE CELA PEUT FACILITER OU FREINER L'INNOVATION ?

Je pense que la réglementation, si elle est bien appliquée, peut jouer un rôle de facilitateur pour l'innovation. L'idée de réguler les interfaces, comme le propose MiCA 2, me paraît juste. C'est normal que les applications qui offrent des services financiers à des utilisateurs dans un cadre donné respectent les lois locales. Par exemple, si nous proposons un service en France, il est logique de se conformer à la réglementation française, notamment en matière de transparence, de gestion des risques ou de lutte contre le blanchiment d'argent. Cependant, il faut bien distinguer les protocoles des applications. Les protocoles, comme Morpho, doivent rester neutres, ouverts et accessibles à tous, à l'image de standards comme HTTP pour le web. Vouloir intégrer des mécanismes de régulation directement dans le code des protocoles serait contre-productif et limiterait leur adoption globale. En revanche, chaque application construite sur ces protocoles peut et doit s'adapter aux exigences locales. Cette séparation des responsabilités est essentielle pour garantir à la fois la conformité réglementaire et la préservation de l'innovation.

COMMENT VOYEZ-VOUS L'ÉVOLUTION DE LA DeFi DANS LES 5 À 10 PROCHAINES ANNÉES ?

La DeFi est destinée à devenir l'épine dorsale de la finance mondiale. Aujourd'hui, les infrastructures financières sont fragmentées : chaque banque, chaque institution possède ses propres systèmes, ses propres serveurs, ses propres équipes de développement. C'est inefficace et coûteux. La blockchain permet de regrouper toutes ces infrastructures sur une base commune, open source et interopérable. Cela ne signifie pas que les banques disparaîtront, mais elles joueront un rôle différent, en s'appuyant sur cette infrastructure partagée pour proposer des services innovants et compétitifs. À long terme, je suis convaincu que toute la finance, des prêts aux échanges en passant par la gestion d'actifs, reposera sur des protocoles décentralisés comme Morpho. Les gains d'efficacité, l'accessibilité accrue et la réduction des coûts en font une évolution inévitable. La question n'est pas de savoir si la finance traditionnelle s'adaptera, mais à quelle vitesse et avec quelle ampleur.



03

Guide

**LES PRODUITS
LES PLUS PERTINENTS
POUR LES ACTEURS
INSTITUTIONNELS**



LES PRODUITS LES PLUS PERTINENTS POUR LES ACTEURS INSTITUTIONNELS

La finance décentralisée (DeFi) offre une panoplie de projets et d'innovations susceptibles de transformer les opérations des institutions financières traditionnelles. Ces projets répondent aux enjeux d'efficacité, de conformité, de transparence et de liquidité, tout en introduisant de nouveaux modèles économiques.

ACTIFS FINANCIERS TRADITIONNELS TOKENISÉS

La tokenisation consiste à convertir des actifs traditionnels en jetons numériques enregistrés sur une blockchain. Ce processus apporte une plus grande transparence, une liquidité accrue et des transactions plus rapides.

BLACKROCK BUIDL

Ce fonds monétaire tokenisé basé sur Ethereum est conçu pour offrir une gestion simplifiée des actifs tokenisés, avec une transparence accrue et une liquidité en temps réel. BlackRock montre ainsi comment les institutions peuvent utiliser les blockchains publiques pour moderniser les produits financiers. Depuis mars 2024, il a attiré plus de 450 millions de dollars.

SPIKO

La start-up française propose deux fonds monétaires tokenisés, l'un contenant des bons du Trésor américain, l'autre des obligations souveraines des États français et allemands. Depuis son lancement à l'été 2024, elle a attiré plus de 100 millions d'euros d'encours.



TAURUS

Plateforme de tokenisation, mais proposant également des solutions de conservation et de trading d'actifs numériques, la start-up suisse s'affirme comme l'une des marques les plus reconnues dans l'écosystème.



BlackRock

LES PRODUITS LES PLUS PERTINENTS POUR LES ACTEURS INSTITUTIONNELS

PLATEFORMES DE PRÊTS ET D'EMPRUNTS

Les plateformes de prêts DeFi automatisent les processus de crédit grâce à des smart contracts, éliminant les intermédiaires et réduisant les coûts.

MORPHO

Les institutions peuvent avoir un ownership plus direct : elles peuvent déployer leurs propres vaults, gérer elles-mêmes le risk management, et personnaliser les paramètres selon leurs besoins. Cela répond à une exigence clé des acteurs institutionnels qui souhaitent intégrer la DeFi tout en conservant un contrôle similaire à celui qu'ils exercent sur leurs systèmes internes actuels.

EULER

Dans la même veine, Euler permet de créer des marchés de crédit décentralisés, sans permission et non-custodial, tout en ajustant les paramètres de risque-rendement selon les besoins des institutionnels.

AAVE

Cette application pionnière, bien que populaire et robuste, présente néanmoins des limites pour répondre aux standards institutionnels les plus stricts. En effet, sur cette plateforme, les fonds des utilisateurs sont mutualisés dans des pools partagés. Si ce fonctionnement maximise la liquidité et l'efficacité pour les utilisateurs de la DeFi, il peut freiner certaines institutions.

DEX ET MÉCANISMES DE LIQUIDITÉ

Les DEX (échanges décentralisés) remplacent les modèles traditionnels d'échange d'actifs en permettant des transactions directes entre utilisateurs, sans intermédiaire.

UNISWAP

Ces plateformes décentralisées fonctionnent grâce à des AMM (Automated Market Makers), qui assurent la liquidité en utilisant des algorithmes. Les institutions peuvent y accéder pour échanger des actifs numériques ou fournir de la liquidité en toute transparence. À moyen terme, elles pourront créer leurs propres marchés avec leurs règles spécifiques.

LES PRODUITS LES PLUS PERTINENTS POUR LES ACTEURS INSTITUTIONNELS

STAKING ET SERVICES DE RENDEMENTS

Le staking permet aux utilisateurs de verrouiller leurs actifs numériques pour sécuriser un réseau blockchain en échange de récompenses.

KILN

Avec plus de 10 milliards de dollars d'actifs numériques stakés, Kiln est la plateforme de staking de référence pour les acteurs financiers institutionnels. Au-delà du staking, elle propose également à ses clients d'autres types de rendement, notamment sur les stablecoins. Les institutionnels traditionnels se concentrent sur l'intégration avec des solutions de conservation réglementées, offrant ainsi des solutions conformes et un reporting de qualité pour ajouter le staking à leurs produits.



ETP CRYPTO

Les Exchange-Traded Products (ETP) permettent d'accéder à des cryptomonnaies comme le Bitcoin ou l'Ethereum via des véhicules régulés, éliminant les complexités liées à la détention directe d'actifs numériques.

COINSHARES

Leader européen, CoinShares a su rendre les cryptomonnaies accessibles aux investisseurs institutionnels grâce à une gamme diversifiée d'ETP. Avec des innovations comme le staking intégré, CoinShares offre à ses clients des rendements supplémentaires, capitalisant sur les mécanismes natifs des blockchains tout en garantissant des niveaux de conformité élevés.

21SHARES

Basée en Suisse, 21Shares se distingue par sa capacité à anticiper les besoins du marché. En lançant des ETP sur des actifs émergents comme Solana ou Polygon, elle s'est imposée comme un acteur incontournable. 21Shares intègre également le staking dans plusieurs produits, augmentant l'attractivité pour les investisseurs en quête de rendement optimisé.

LES PRODUITS LES PLUS PERTINENTS POUR LES ACTEURS INSTITUTIONNELS

STABLECOINS ET MONNAIES NUMÉRIQUES

Les stablecoins, soutenus par des actifs réels ou algorithmiques, jouent un rôle central dans les paiements et les transferts de fonds.

USDC / EURC (CIRCLE)

Les stablecoins de Circle sont largement adoptés dans l'écosystème DeFi. L'USDC (39 milliards de dollars de capitalisation) est souvent utilisé comme unité de compte en dollars dans les prêts, les paiements et les règlements instantanés dans l'écosystème blockchain. Tout comme son équivalent en euros (EURC, 84 millions d'euros de capitalisation), ils sont régulés dans l'espace européen.



EURCV (SG-FORGE)

Développé par la filiale blockchain de Société Générale, le EUR CoinVertible est également régulé en Europe et bénéficie des plus hauts standards de sécurité. Sa capitalisation est de 39 millions d'euros.



04

Histoire

LES PIONNIERS INSTITUTIONNELS



LES PIONNIERS INSTITUTIONNELS



BLACKROCK

BlackRock, leader mondial de la gestion d'actifs, s'impose dans les cryptos avec des initiatives clés. En 2024, ses ETF Bitcoin (puis Ethereum) au comptant ont rencontré un immense succès, permettant aux investisseurs institutionnels d'accéder facilement à ces actifs numériques. Parallèlement, BlackRock a lancé BUIDL, un fonds monétaire tokenisé basé sur Ethereum, illustrant son engagement envers la tokenisation pour moderniser la finance. La firme collabore aussi avec Coinbase, qui assure la conservation sécurisée des actifs via Coinbase Custody, renforçant ainsi la confiance des investisseurs.

BlackRock

LES PIONNIERS INSTITUTIONNELS

LES ÉMETTEURS D'ETP EUROPÉENS

Bitwise

VanEck®

CS



21

De nombreux émetteurs d'ETP, tels que CoinShares, 21Shares, Bitwise, ETC Group et VanEck, ont adopté le staking pour améliorer le rendement de leurs produits. En utilisant cette pratique, ils exploitent les récompenses offertes par la participation au mécanisme de consensus des blockchains comme Ethereum ou Solana, tout en les répercutant partiellement sur les investisseurs.

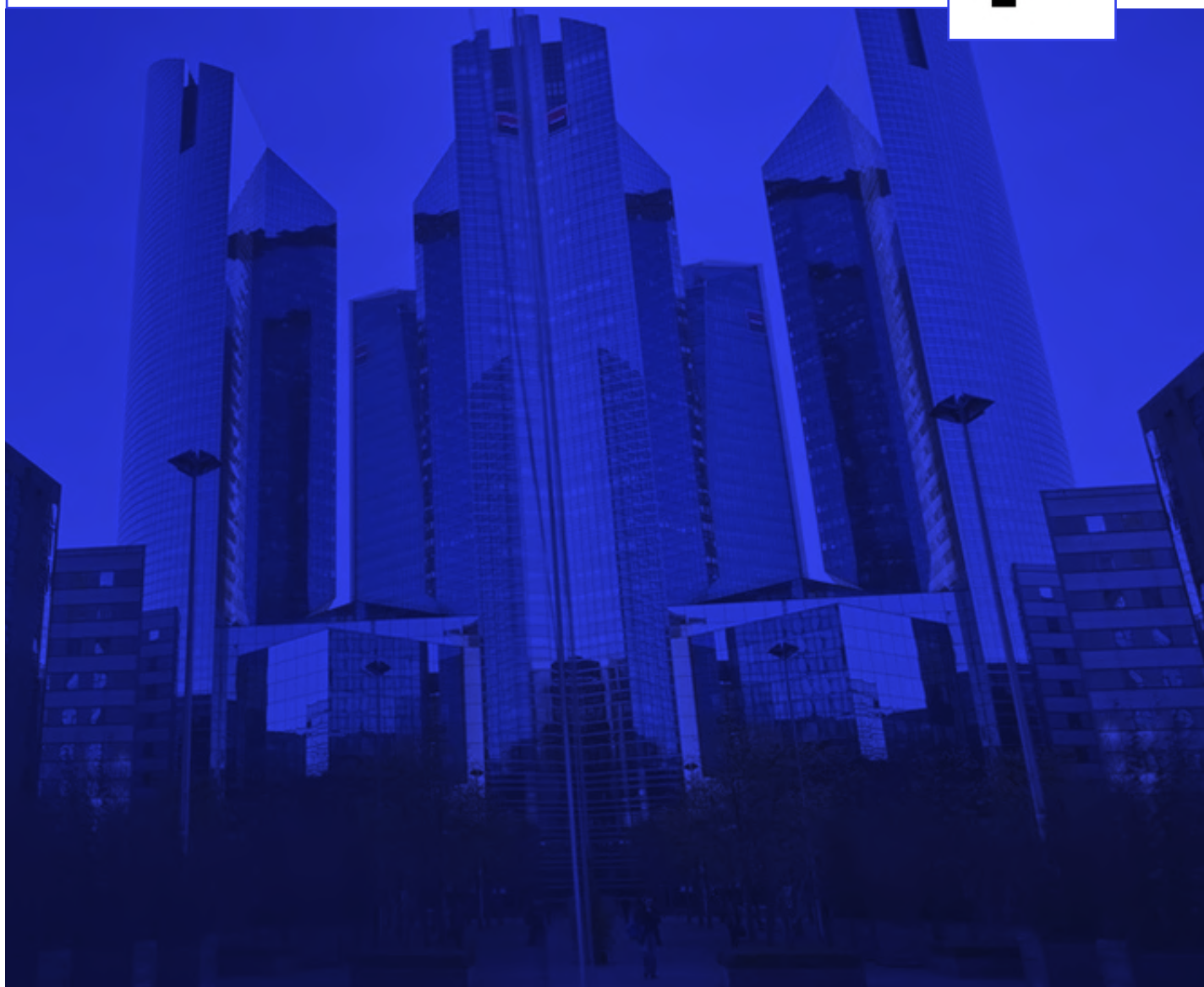
Cette stratégie permet d'augmenter l'attractivité de leurs produits en offrant des performances potentielles supérieures à celles d'un simple investissement passif sur les actifs sous-jacents. Elle témoigne également d'un engagement à tirer parti des caractéristiques natives des cryptomonnaies pour maximiser les bénéfices, tout en renforçant leur rôle actif dans les écosystèmes blockchain.

LES PIONNIERS INSTITUTIONNELS

SG-FORGE

SG-Forge, filiale du groupe Société Générale, s'affirme comme un pionnier de l'innovation blockchain dans la finance traditionnelle. L'entreprise a émis des obligations numériques directement sur blockchain, exploitant les avantages de cette technologie pour améliorer la transparence, l'efficacité et la traçabilité des transactions.

En 2023, SG-Forge a également lancé l'EURCV, un stablecoin adossé à l'euro et conçu pour les transactions institutionnelles sur blockchain publique, notamment Ethereum. Certifié conforme aux réglementations européennes, l'EURCV vise à simplifier les paiements et les règlements tout en garantissant une stabilité et une sécurité adaptées aux exigences des entreprises.



LES PIONNIERS INSTITUTIONNELS

JPMORGAN

JPMorgan, l'une des plus grandes banques mondiales, a pris une position de leader dans l'adoption de la blockchain avec plusieurs initiatives majeures. La banque a lancé le JPM Coin, un stablecoin destiné à faciliter les paiements instantanés et les règlements transfrontaliers pour ses clients institutionnels.

JPMorgan a également créé Onyx, une plateforme dédiée à l'innovation blockchain, qui englobe des solutions comme Liink, un réseau blockchain pour les paiements interbancaires. Par ailleurs, la banque collabore étroitement avec ConsenSys, une entreprise clé de l'écosystème Ethereum.

J.P.Morgan



J.P.Morgan

05

Mapping

L'ÉCOSYSTÈME DeFi
ADRESSANT
LES INSTITUTIONNELS
TRADITIONNELS

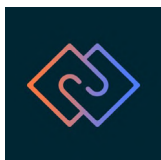


L'ÉCOSYSTÈME DeFi ADRESSANT LES INSTITUTIONNELS TRADITIONNELS

Staking providers



BLOCKDAEMON



TWINSTAKE



FIGMENT



KILN

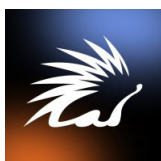


COINBASE

Fonds monétaires tokenisés



BLACKROCK



SPIKO

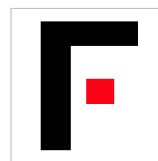
FRANKLIN
TEMPLETON

HASHNOTE

Plateformes de tokenisation

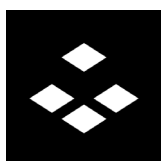


TAURUS



SG FORGE

Custody



ANCHORAGE

KOMAINU
(AVEC LEDGER
ENTERPRISE)

XAPO

BANQUE
DELUBAC

TAURUS



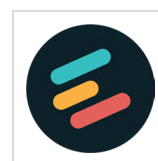
BITGO



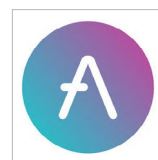
CACEIS

COINBASE
CUSTODYLEDGER
ENTERPRISE

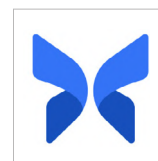
Lending



EULER



AAVE



MORPHO

L'ÉCOSYSTÈME DeFi ADRESSANT LES INSTITUTIONNELS TRADITIONNELS

Brokers / Market makers / OTC



FLOWDESK



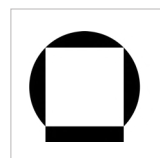
APLO



COINSHARES



WINTERMUTE



GALAXY

COINBASE
INSTITUTIONAL

Banques

GOLDMAN
SACHS

JPMORGAN



BNP PARIBAS



CACEIS



BNY MELLON

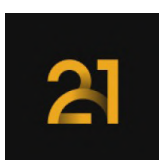


SG FORGE

Émetteurs de ETP / ETF



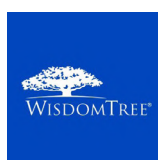
BLACKROCK



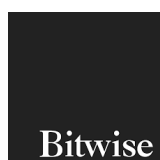
21SHARES



COINSHARES



WISDOMTREE



BITWISE



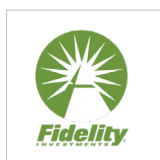
INVESCO



VALKYRIE



GALAXY

FRANKLIN
TEMPLETON

FIDELITY



ETC GROUP

Data



KAIKO



PYTH NETWORK



CHAINLINK

06

Gros plan

COMMENT BLACKROCK
ACCÉLÈRE
LA RÉVOLUTION DeFi



COMMENT BLACKROCK ACCÉLÈRE LA RÉVOLUTION DeFi

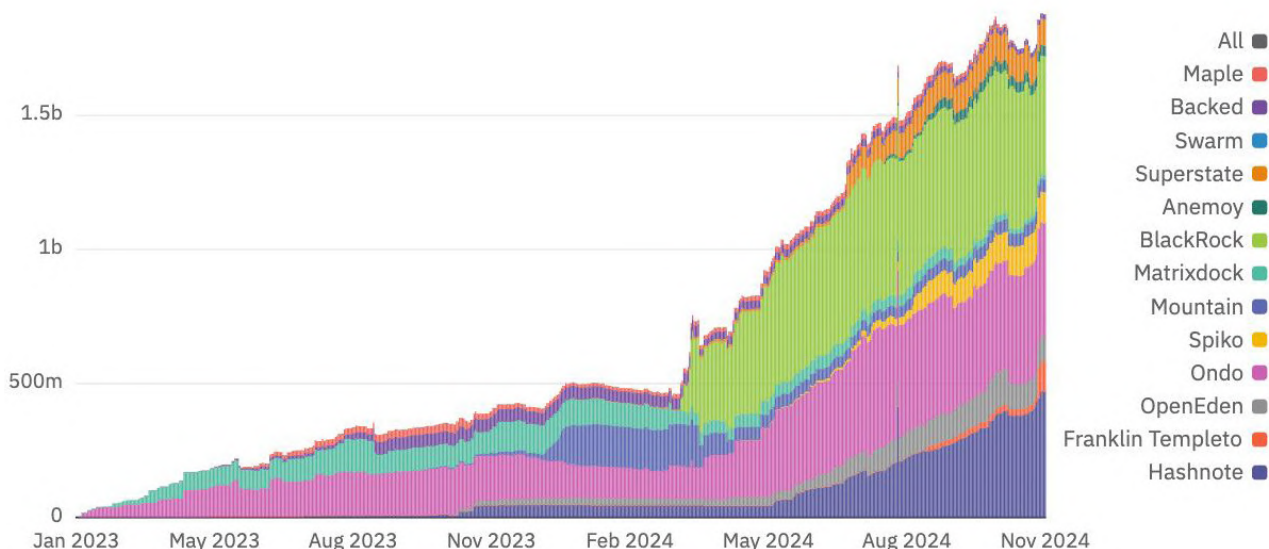
L'arrivée de BlackRock a bouleversé le marché. Depuis l'annonce du déploiement sur Ethereum du BUIDL, le fonds monétaire tokenisé du géant américain de la gestion d'actifs, ce secteur a connu un essor fulgurant. En mars, le marché représentait à peine plus de 500 millions de dollars. Aujourd'hui, ce montant a presque quadruplé, atteignant près de 2 milliards de dollars.

«Certes, d'autres acteurs traditionnels ont déjà lancé des produits similaires, mais BlackRock apporte une visibilité médiatique inédite. Désormais, toutes les institutions financières s'intéressent sérieusement à ce marché», explique Sébastien Dérivieux, cofondateur de Steakhouse Financial, une société de conseil pour les organisations autonomes décentralisées (DAO).

Le 1er novembre 2024, UBS — la plus grande banque privée du monde, qui a notamment absorbé Credit Suisse cet été — a également lancé sur Ethereum son propre fonds monétaire tokenisé.

Une preuve supplémentaire de l'engouement croissant pour ce marché. À ce jour, le BUIDL de BlackRock domine largement avec près de 28,72 % de parts de marché (530 millions de dollars), suivi par le USYC de Hashnote (395 millions de dollars) et le USDY d'Ondo Finance (218 millions de dollars).

L'intégration de ces fonds pourrait renforcer la résilience de la DeFi, la rendant ainsi plus crédible aux yeux des institutions financières traditionnelles. Cette évolution s'inscrit dans la perspective plus large d'une tokenisation généralisée des actifs financiers.



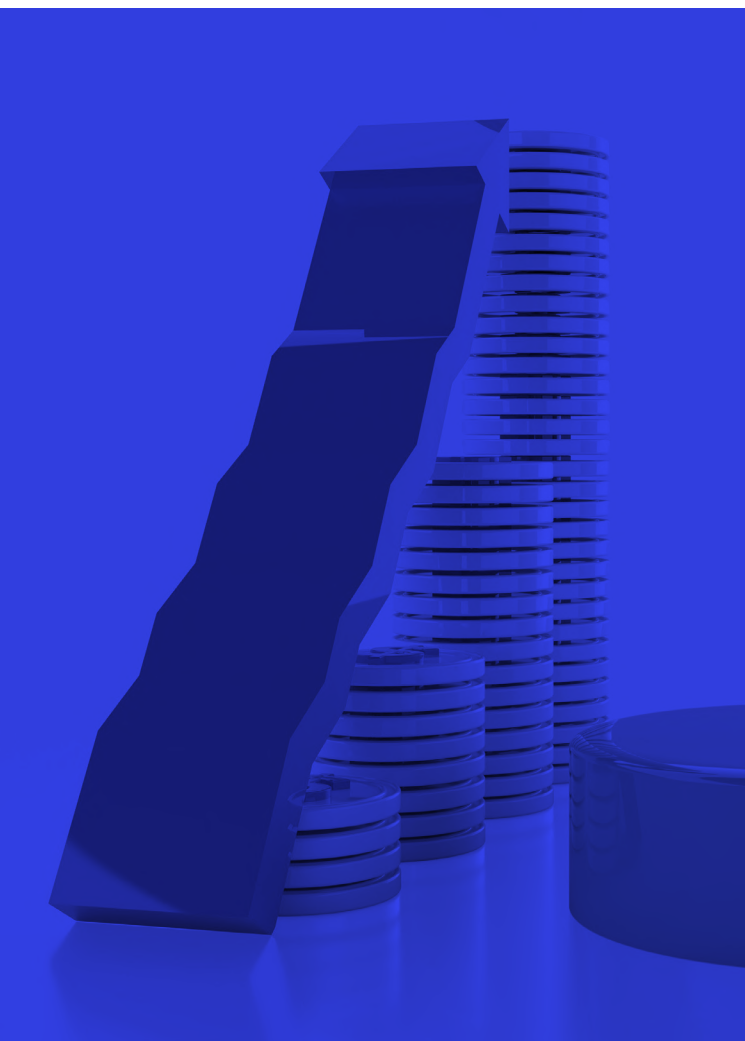
COMMENT BLACKROCK ACCÉLÈRE LA RÉVOLUTION DeFi

À l'instar des stablecoins, les fonds monétaires ont bénéficié d'un environnement de taux élevés pour leur développement. Composés presque exclusivement d'obligations d'État, ils offrent à leurs investisseurs des rendements avoisinant 4,5 % annualisés fin 2024.

L'adoption de produits de la finance traditionnelle par les acteurs crypto a débuté avec Tether et Circle, qui ont intégré des obligations de l'État américain dans leur réserve pour plusieurs dizaines de milliards de dollars. Cependant, c'est MakerDAO (désormais Sky), émetteur du DAI — premier stablecoin décentralisé du marché — qui a véritablement initié ce mouvement en finance décentralisée (DeFi). À partir d'octobre 2022, MakerDAO a commencé à incorporer des bons du Trésor américain dans sa réserve, permettant ainsi de maintenir des rendements attractifs malgré la chute des cours des cryptomonnaies.

INTRODUCTION DU "TAUX SANS RISQUE" EN DeFi

Un fonds monétaire est un type d'investissement qui place principalement son capital dans des actifs considérés comme «sans risque», tels que les obligations d'État, les dépôts en espèces ou les obligations d'entreprises à faible risque. Ces fonds attirent les investisseurs cherchant un placement temporaire sûr, particulièrement en période d'incertitude économique. Leur liquidité permet aux investisseurs de retirer rapidement leurs fonds sans frais supplémentaires. L'intégration des fonds monétaires en finance décentralisée (DeFi) est cruciale pour renforcer la résilience du système et le rendre plus attrayant pour les institutions financières traditionnelles. «Actuellement, les principaux collatéraux en DeFi sont le bitcoin et l'ether, qui sont très volatils. Les fonds monétaires tokenisés offrent une excellente alternative», explique Sébastien Dérivaux. «Leur intégration va introduire des produits à la fois liquides et plus stables pour les investisseurs.» Au-delà d'offrir un collatéral plus sûr, ces fonds permettent aux protocoles de diversifier leur trésorerie. Plusieurs acteurs majeurs ont déjà intégré le BUIDL de BlackRock à leur réserve. Ethena, émetteur de l'USDe — le deuxième plus grand stablecoin décentralisé du marché (2,7 milliards de dollars) — prévoit même de lancer l'USTb, un stablecoin entièrement basé sur le BUIDL de BlackRock. De son côté, Aave, géant du prêt décentralisé, envisage une démarche similaire. «Les bons du Trésor ne sont que le début de la tokenisation, qui s'étendra à bien d'autres actifs traditionnels dans les années à venir», prédit Kevin Chan, vice-président de BlockTower, un fonds de capital-risque américain ayant investi dans Centrifuge et Maple Finance, deux projets pionniers dans la tokenisation d'actifs traditionnels.



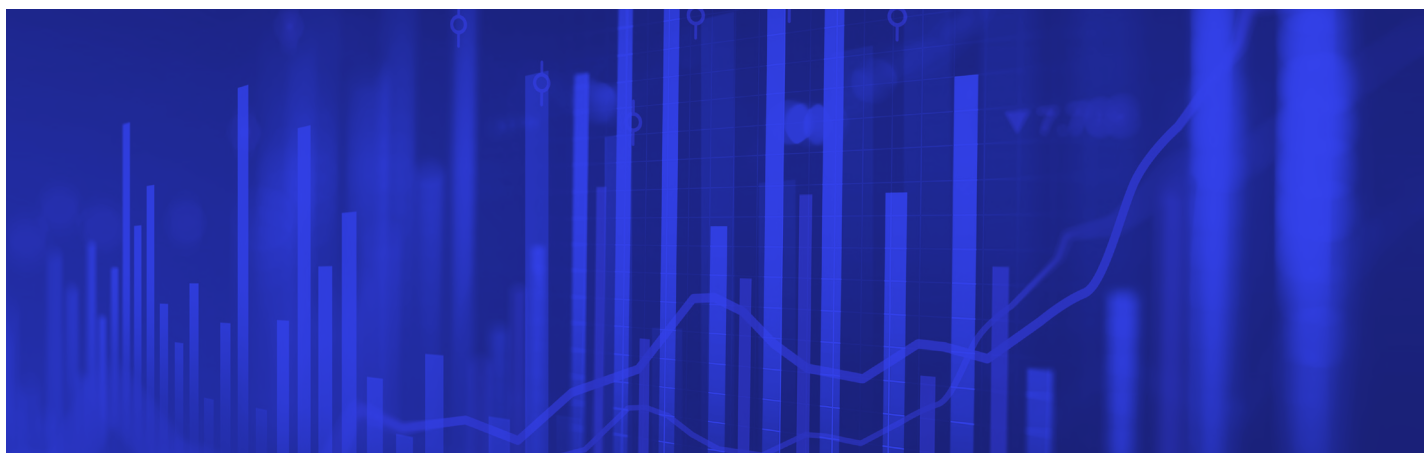
COMMENT BLACKROCK ACCÉLÈRE LA RÉVOLUTION DeFi

UNE COMPOSABILITÉ ACCRUE POUR LA FINANCE TRADITIONNELLE

Si des acteurs comme BlackRock affirment désormais publiquement que la tokenisation des actifs sur blockchain représente l'avenir de la finance, c'est en raison des nombreux avantages qu'offre cette représentation numérique. Les fonds monétaires en sont l'illustration parfaite. Dans leur version tokenisée, ces fonds versent des dividendes quotidiens, et les investisseurs peuvent transférer leurs tokens 24 heures sur 24, 7 jours sur 7, tout au long de l'année. Cette composabilité ouvre des perspectives considérables pour la finance traditionnelle et ouvre la voie à de nouvelles stratégies de gestion de fonds. Le 18 octobre, Bloomberg rapportait que BlackRock négociait avec des plateformes d'échange telles que Binance, OKX et Deribit pour intégrer le BUIDL comme collatéral dans des contrats de produits dérivés crypto. La start-up française Spiko, qui propose également deux fonds monétaires libellés en euros et en dollars, est en pourparlers avec des plateformes d'échange pour un usage similaire. **« La majorité des collatéraux listés par les teneurs de marché sont en USDT, le stablecoin de Tether, qui ne génère aucun rendement et présente un risque de contrepartie plus élevé que les fonds monétaires. Les fonds monétaires tokenisés peuvent donc considérablement améliorer la gestion des collatéraux »,** explique son PDG et cofondateur Paul-Adrien Hyppolite.

BIENTÔT DES STABLECOINS ÉMIS PAR LES FONDS MONÉTAIRES ?

À l'heure actuelle, les réglementations mondiales, particulièrement en Europe, établissent une distinction nette entre les instruments de paiement et d'épargne. Les fonds monétaires, classés dans la seconde catégorie, ne peuvent être utilisés pour les paiements. De même, les stablecoins ne sont pas autorisés à redistribuer les rendements générés par leurs réserves à leurs détenteurs. Cependant, certains acteurs, dont le gestionnaire d'actifs américain Franklin Templeton, anticipent publiquement que les caractéristiques techniques de la blockchain permettront un jour de surmonter ces limitations. «Les émetteurs de stablecoins et de fonds monétaires tokenisés cherchent tous deux à fusionner épargne et paiements. Néanmoins, je crois que les fonds monétaires offrent davantage de garanties en termes de risque», explique Paul-Adrien Hyppolite. Il poursuit : **«Imaginez acheter un café avec votre solde de fonds monétaires. Un rachat automatique de parts pourrait s'effectuer au moment du paiement.»** L'entrepreneur ne cache pas son ambition de devenir une «nouvelle forme de banque» à l'avenir. Bien que de nombreux obstacles réglementaires subsistent, l'évolution pourrait être rapide. Dans son rapport du quatrième trimestre 2024, le département du Trésor américain consacre une vingtaine de pages aux stablecoins et aux fonds monétaires tokenisés, soulignant leur potentiel pour «améliorer significativement le fonctionnement des marchés de capitaux».



07

Guide

FONDS MONÉTAIRES TOKENISÉS : LE COMPARATIF DES OFFRES DISPONIBLES



FONDS MONÉTAIRES TOKENISÉS : LE COMPARATIF DES OFFRES DISPONIBLES

DE BLACKROCK À FRANKLIN TEMPLETON EN PASSANT PAR SPIKO, VOICI UN TOUR D'HORIZON DES FONDS MONÉTAIRES TOKENISÉS QUE NOUS AVONS ANALYSÉS SELON LEUR STRUCTURE, LEUR ACCESSIBILITÉ ET LEURS FRAIS.

Dans un contexte financier en pleine mutation, les fonds monétaires traditionnels, ces instruments d'investissement privilégiant la sécurité à travers des obligations d'État et d'entreprises à court terme, connaissent une révolution numérique. L'émergence des fonds monétaires tokenisés (TMF) marque un tournant décisif dans l'industrie financière. Ces nouveaux véhicules d'investissement, qui représentent la version blockchain des fonds monétaires classiques, bouleversent les codes établis avec cinq innovations majeures :

- **Des rendements transparents** versés chaque jour
- **Des transactions instantanées** disponibles 24h/24, 7j/7
- **Un accès facilité** grâce à la division des parts, démocratisant l'investissement

Cependant, la diversité des réglementations internationales façonne un paysage complexe où chaque TMF présente ses propres spécificités. Notre analyse approfondie se concentre sur sept critères clés :

- **L'accessibilité** : qui peut acquérir et détenir ces tokens ?
- **Le ticket d'entrée** : quel capital minimal est requis ?
- **La liquidité** : quelle est la fréquence des échanges possible ?
- **La composition** : quels actifs sous-jacents et quels dépositaires ?
- **La tarification** : quelle structure de frais ?
- **Le processus** : comment participer à ces investissements ?

ÉMETTEURS DE FONDS MONÉTAIRES TOKÉNISÉS



	CAPITALISATION (EN MILLIONS \$)	BLOCKCHAINS	IMMATRICULATION	DÉPOSITAIRE	FRAIS DE GESTION
BUIDL (BLACKROCK)	533	ETHEREUM	ÎLES VIERGES BRITANNIQUES	BNY MELLON	0,5%
FOBXX (FRANKLIN TEMPLETON)	408	STELLAR, ARBITRUM, POLYGON, AVALANCHE	USA	JP MORGAN	0,15%
USDY (HASHNOTE)	380	ETHEREUM, CANTO, NEAR	ÎLES CAÏMANS	BNY MELLON	0% (10% FRAIS PERFORMANCE)
USTB (SUPERSTATE)	107	ETHEREUM	USA	UMB BANK	À PARTIR DE 0,05%
TBILL (OPENEDEN)	107	ETHEREUM, ARBITRUM	ÎLES VIERGES BRITANNIQUES	BNB PARIBAS	0,3%
EUTBL (SPIKO)	74	ETHEREUM, POLYGON	FRANCE	CACEIS (CREDIT AGRICOLE)	À PARTIR DE 0,1%
USTBL (SPIKO)	40	ETHEREUM, POLYGON	FRANCE	CACEIS (CREDIT AGRICOLE)	0,4%

FONDS MONÉTAIRES TOKENISÉS : LE COMPARATIF DES OFFRES DISPONIBLES

Blackrock _USD Institutional Digital Liquid Fund (BUIDL)

BUIDL est émis par BlackRock via une structure basée aux Îles Vierges britanniques, s'appuyant sur la technologie de tokenisation de la start-up américaine Securitize. C'est le TMF avec la plus grande capitalisation, s'élevant à 533 millions de dollars. BUIDL fonctionne avec une liste blanche d'acteurs ayant passé un KYC, leur permettant d'échanger sur les marchés primaire et secondaire. L'investissement minimum est de 5 millions de dollars, ce qui réserve BUIDL aux grands acteurs. Il est possible d'obtenir ou de rendre du BUIDL sur le marché primaire instantanément, à tout moment, en échangeant de l'USDC, le stablecoin émis par Circle. Le sous-jacent de BUIDL est composé de bons du Trésor américain, conservés par la banque américaine BNY Mellon.



Franklin _OnChain U.S. Government Money Fund (FOBXX)

FOBXX est émis par Franklin Templeton via une structure basée aux États-Unis, s'appuyant sur sa propre plateforme de tokenisation. FOBXX affiche une capitalisation de 408 millions de dollars : la quasi-totalité (384 millions de dollars) est sur la blockchain Stellar, première chaîne d'hébergement du TMF. Il est également présent sur Arbitrum et Polygon, des layers 2 d'Ethereum. FOBXX utilise une liste blanche pour l'accès à son produit sur les marchés primaire et secondaire. Il impose un minimum d'investissement de 20 dollars sur Stellar, tandis que les autres blockchains nécessitent au moins 50.000 dollars. Le sous-jacent de FOBXX se compose de bons du Trésor américain, conservés par JPMorgan.

FONDS MONÉTAIRES TOKENISÉS : LE COMPARATIF DES OFFRES DISPONIBLES



Hashnote Short Duration Yield Coin (USYC)

L'USYC est émis par l'entreprise américaine Hashnote via une structure basée aux Îles Caïmans, utilisant sa propre plateforme de tokenisation. USYC affiche une capitalisation de 380 millions de dollars: la quasi-totalité (378 millions) est sur la blockchain Ethereum, le reste étant réparti entre Canto et Near. Fait notable, la capitalisation d'USYC a longtemps stagné autour de 40 millions de dollars avant de connaître une forte croissance, grâce à son intégration au sein de Usual, l'émetteur du stablecoin USD0. L'obtention ou le rachat d'USYC sur le marché primaire se fait instantanément, à tout moment, en échangeant du PYUSD ou de l'USDC, les stablecoins émis respectivement par PayPal et Circle. Hashnote utilise une liste blanche pour l'accès à son produit sur les marchés primaire et secondaire. L'investissement minimum est fixé à 100 000 dollars. Le sous-jacent d'USYC est composé de bons du Trésor américain, conservés par BNY Mellon. Il n'y a pas de frais de gestion, mais des frais de performance de 10 % sont appliqués.

Superstate Short Duration US Government Securities Fund (USTB)

USTB est émis par Superstate via une structure basée aux États-Unis, s'appuyant sur sa propre plateforme de tokenisation. Son CEO est Robert Leshner, connu pour avoir créé Compound, l'un des premiers protocoles d'emprunt décentralisé. USTB affiche une capitalisation de 107 millions de dollars et n'est disponible que sur la blockchain Ethereum.

USTB utilise une liste blanche pour l'accès à son produit sur les marchés primaire et secondaire. L'investissement minimum est fixé à 100 000 dollars. L'obtention et le rachat d'USTB sur le marché primaire s'effectuent une fois par jour via des paiements en stablecoins USDC. Le sous-jacent de l'USTB est composé de bons du Trésor américain, conservés par l'UMB Bank.



FONDS MONÉTAIRES TOKENISÉS : LE COMPARATIF DES OFFRES DISPONIBLES

OpenEden TBILL Vault (TBILL)

TBILL est émis par OpenEden via une structure basée aux îles Vierges britanniques, utilisant sa propre plateforme de tokenisation.

La capitalisation de TBILL atteint 107 millions de dollars, répartis entre Ethereum (95 millions) et Arbitrum (12 millions). TBILL utilise une liste blanche pour l'accès à son produit sur les marchés primaire et secondaire. L'investissement minimum s'élève à 100 000 dollars. Le sous-jacent de TBILL se compose de bons du Trésor américain, conservés par BNP Paribas.



Spiko US T-Bills Money Market Fund (USTBL)

USTBL est émis par Spiko via une structure basée en France, utilisant sa propre plateforme de tokenisation. Elle a annoncé une levée de fonds de 4 millions d'euros au premier semestre 2024. La capitalisation de l'USTBL atteint 40,5 millions de dollars. USTBL utilise une liste blanche pour l'accès à son produit sur les marchés primaire et secondaire. L'investissement minimum est fixé à 1000 dollars. L'obtention et le rachat d'USTBL sur le marché primaire s'effectuent une fois par jour via des paiements en dollars. Le sous-jacent d'USTBL se compose de bons du Trésor américain, conservés par CACEIS (Crédit Agricole).

FONDS MONÉTAIRES TOKENISÉS : LE COMPARATIF DES OFFRES DISPONIBLES



Spiko EU T-Bills Money Market Fund (EUTBL)

EUTBL est également émis par Spiko. La capitalisation de l'EUTBL s'élève à 73,8 millions de dollars. L'EUTBL représente environ les trois quarts du marché de la dette européenne tokenisée. EUTBL utilise une liste blanche pour l'accès à son produit sur les marchés primaire et secondaire. L'investissement minimum est fixé à 1000 euros. L'obtention et le rachat d'EUTBL sur le marché primaire s'effectuent une fois par jour via des paiements en euros. Le support des stablecoins n'est pas encore disponible. Le sous-jacent d'EUTBL se compose de bons du Trésor émis par les gouvernements de la zone euro, conservés par CACEIS (Crédit Agricole). Les frais de gestion s'élèvent à 0,3%, auxquels s'ajoutent des frais administratifs de 0,10%.

08

Perspectives

UNISWAP, LE FUTUR
DE LA BOURSE ?



UNISWAP, LE FUTUR DE LA BOURSE ?

La finance décentralisée (DeFi) fait face à un paradoxe : malgré son potentiel révolutionnaire, elle peine à s'imposer faute de connexions suffisantes avec la finance traditionnelle. Uniswap Labs, leader incontesté des plateformes d'échange décentralisées avec son protocole Uniswap, entend bien changer la donne. Nos sources révèlent une offensive diplomatique d'envergure en Europe, particulièrement en France, où l'entreprise a multiplié les rendez-vous avec les institutions financières.

« **La collaboration avec les acteurs traditionnels est désormais au cœur de leur stratégie de développement** », confie une source proche du dossier à Bercy. L'ouverture d'une antenne parisienne serait même à l'étude pour consolider ces liens avec la place financière européenne. L'ascension d'Uniswap Labs est fulgurante. Après une levée de fonds de 165 millions de dollars auprès d'investisseurs de premier plan comme Polychain, Andreessen Horowitz et Paradigm, l'entreprise bouleverse les codes avec sa technologie d'Automatic Market Maker (AMM). Cette innovation permet de s'affranchir des intermédiaires traditionnels - brokers, chambres de compensation et opérateurs boursiers - en automatisant intégralement les échanges d'actifs numériques.

« **Notre technologie AMM représente une avancée majeure en termes d'efficacité opérationnelle et de réduction des risques** », souligne Jon Fink Isaksen, responsable des politiques européennes chez Uniswap Labs. Cette approche séduit déjà au-delà de la sphère crypto, comme en témoigne Paul Frambot, PDG de Morpho Labs : « **Uniswap trace une voie unique entre innovation DeFi et compatibilité avec la finance traditionnelle.** »

Le géant de la finance décentralisée intensifie son offensive auprès des institutions financières traditionnelles. Une stratégie audacieuse qui pourrait redéfinir les contours du système financier mondial.

Les chiffres parlent d'eux-mêmes : avec 30% du marché des échanges décentralisés et un volume de transactions de 100 milliards de dollars en novembre 2024, Uniswap s'impose comme un acteur incontournable.

Dans un virage stratégique majeur, Uniswap Labs a initié en octobre 2023 sa première phase de monétisation. L'introduction de frais de 0,15% sur certaines transactions majeures a généré près de 10 millions de dollars de revenus. Cette évolution s'accompagne d'une refonte de l'expérience utilisateur, jugée cruciale pour l'adoption massive. « **Notre mission est de construire des produits accessibles, sécurisés et pérennes** », affirme Jon Fink Isaksen. Une ambition qui pourrait bien redessiner les contours de la finance mondiale, à condition que les institutions traditionnelles suivent le mouvement.

09

Conformité

QUEL CADRE
ET QUEL CALENDRIER
EN EUROPE ?



QUEL CADRE ET QUEL CALENDRIER EN EUROPE ?

ALORS QUE MiCA ENTRERA PLEINEMENT EN APPLICATION EN JANVIER 2025, LE RÈGLEMENT EUROPÉEN PROMET D'EXCLURE LA FINANCE DÉCENTRALISÉE (DeFi) DE SON CHAMP D'APPLICATION.

MiCA n'était même pas encore voté que Christine Lagarde, présidente de la Banque centrale européenne, appelait déjà en juin 2022 à une seconde mouture du texte européen. Ce nouveau texte viserait à harmoniser les règles relatives aux crypto-actifs entre les pays membres de l'Union européenne, mais cette fois-ci pour la finance décentralisée (DeFi). La DeFi est un terme générique désignant les services financiers de pair à pair (P2P) — sans intermédiaire — sur les blockchains publiques. « MiCA a été conçu pour réguler les intermédiaires centralisés, comme les plateformes d'échange, afin de les obliger à adopter des structures réglementaires proches de celles des institutions financières traditionnelles », explique Sébastien Praicheux, avocat associé chez Norton Rose Fulbright. Il précise : **« La DeFi a été exclue du champ de MiCA pour ne pas freiner brutalement l'innovation »**. Alors que le texte s'apprête à entrer en application le 1er janvier prochain (avec une période transitoire de 18 mois pour les acteurs déjà enregistrés), de nombreux points restent très flous. Notamment celui de la « décentralisation » des entreprises et projets — une question cruciale puisqu'elle doit permettre de déterminer si une entreprise échappe justement à MiCA (Markets in Crypto-Assets) en bénéficiant de « l'exemption DeFi ». Cette situation est d'autant plus préoccupante qu'il n'existe actuellement presque aucune documentation officielle sur le sujet, et donc pas de définition juridique claire de la décentralisation. Cela fait craindre de potentielles mauvaises surprises pour de nombreux acteurs.

LES INTERFACES DeFi FONT-ELLES PARTIE DE MiCA ?

L'autorité européenne des marchés financiers (ESMA) est l'organe européen le plus actif sur ce sujet. **« Le régulateur boursier européen est convaincu qu'il existe des intermédiaires non régulés servant de passerelles vers des applications décentralisées et des marchés automatisés comme Uniswap. Par conséquent, certains d'entre eux pourraient finalement entrer dans le périmètre de MiCA »**, explique à The Big Whale un lobbyiste basé à Bruxelles. En clair, les start-ups développant les interfaces pour accéder aux smart contracts des protocoles pourraient être visées. En avril dernier, Rune Christensen, fondateur de MakerDAO (aujourd'hui Sky), s'est publiquement inquiété d'une possible obligation d'obtenir une licence MiCA. « Cela rendrait impossible l'accès aux interfaces DeFi telles que nous les connaissons aujourd'hui », s'alarmait-il. Selon nos informations, plusieurs échanges ont eu lieu ces derniers mois entre le régulateur danois et des représentants d'Uniswap et de MakerDAO pour obtenir des garanties sur ce sujet. **« L'objectif principal pour des projets décentralisés comme Sky est de s'assurer que le régulateur fasse une distinction claire entre la technologie blockchain décentralisée, comme la DeFi, et les produits centralisés [...] Pour l'instant, l'Union européenne l'a bien compris »**, s'est réjoui Rune Christensen dans une interview à The Big Whale.

Si l'ACPR (Autorité de contrôle prudentiel et de résolution) et l'Autorité des marchés financiers (AMF) ont publié en 2023 des recommandations pour encadrer la DeFi, c'est le rapport de l'autorité de supervision financière danoise (DFSA) qui est allé le plus loin en proposant le 25 juin dernier une sorte de « test de décentralisation ».

QUEL CADRE ET QUEL CALENDRIER EN EUROPE ?

« C'est le rapport le plus précis sur le sujet dont nous disposons actuellement », indique

Marina Markezic, présidente et cofondatrice de l'EUCI (European Crypto Initiative), l'une des plus grandes associations de défense du secteur en Europe. D'après l'autorité financière danoise, les interfaces pouvant être exclues du périmètre de MiCA sont qualifiées de « privées », c'est-à-dire qu'à tout moment, l'utilisateur garde un contrôle total sur ses actifs ou sur les ordres qu'il passe via l'interface. Le régulateur danois précise que l'entité à l'origine d'un protocole « ne peut pas être considérée comme un fournisseur de plateforme de trading pour les actifs crypto » si celle-ci « ne contrôle pas les smart contracts » composant le protocole. Généralement, ces contrats sont contrôlés par une communauté via un jeton de gouvernance. « Dans son évaluation de la décentralisation, le régulateur danois analyse également la répartition des jetons de gouvernance pour vérifier qu'aucun groupe restreint n'exerce un contrôle centralisé », explique Stéphane Daniel, avocat associé chez d&a partners, cabinet consultant Morpho Labs, créateur du protocole de prêt et d'emprunt Morpho Blue. Ce point pourrait s'avérer problématique, car les principales DAO du secteur sont souvent influencées par un groupe ou une figure centrale.

« C'est particulièrement évident dans le cas de MakerDAO, où Rune Christensen a un poids considérable », confie un investisseur du secteur. Ainsi, selon la logique de la DFSA, des protocoles comme Uniswap ou Morpho semblent hors de danger, ayant largement limité leur influence sur la DAO de leurs protocoles. Des acteurs comme Aave ou MakerDAO devraient eux aussi bénéficier de la fameuse « exemption DeFi », même si cette « garantie » est moins pérenne. Notons que la DFSA semble également exempter les stablecoins dits « décentralisés » du cadre juridique conçu pour leurs versions centralisées (entré en vigueur à l'été 2024).

Selon le superviseur, ces derniers ne peuvent être couverts par MiCA que si « l'émetteur est identifiable [...] c'est-à-dire une entité juridique derrière l'émission à laquelle les droits associés peuvent être adressés ». Cela exclurait donc des projets comme le DAI de Sky ou l'EURA et l'USDA d'Angle. « Il reste un gros risque juridique », souligne toutefois Pablo Veyrat, cofondateur d'Angle Labs. Selon les acteurs de la finance décentralisée comme Angle, une application stricte de MiCA pourrait conduire à un marché européen où il n'y aurait que des acteurs « centralisés ou totalement décentralisés » comme Morpho. « Les autres pourraient décider de partir, notamment aux États-Unis », explique Pablo Veyrat. Tout fraîchement réélu président des États-Unis, Donald Trump a expliqué pendant la campagne qu'il mènerait une politique pro-crypto.



QUEL CADRE ET QUEL CALENDRIER EN EUROPE ?

PAS DE RÉGULATION DE LA DeFi DANS LES MOIS À VENIR

En attendant, quelles sont les prochaines étapes en Europe ? En fin d'année, la Commission européenne publiera un rapport sur les activités comme le staking et les NFT (jetons non fongibles), actuellement non couverts par MiCA. Bien que de nombreux lobbyistes pensaient que ce rapport définirait largement les contours d'une future réglementation de la DeFi, cette hypothèse semble désormais moins probable. « Les chances que la Commission prenne rapidement des mesures décisives sur la DeFi sont actuellement faibles », explique une source à Bruxelles. Elle alerte cependant sur un point : **« Il est possible que l'ESMA cherche à unir les régulateurs nationaux pour appliquer MiCA à des entités potentiellement liées à la DeFi, comme le montrent les préoccupations relatives aux interfaces. »** Néanmoins, l'ESMA n'a pas le pouvoir de légiférer. Elle peut uniquement conseiller sur l'application cohérente des règles existantes dans l'UE.

Pour l'instant, de nombreux représentants européens considèrent que l'ampleur du marché de la DeFi et la complexité de ses structures ne justifient pas **« les ressources réglementaires nécessaires pour la réguler de manière adéquate et proportionnée »**. De plus, il existe déjà des cadres réglementaires, comme le régime pilote, permettant aux institutionnels d'expérimenter sur la blockchain. Bien que la finance traditionnelle soit encore éloignée de la DeFi, elle commence à s'y intéresser, comme le montre la participation de BNP Paribas, première banque de la zone euro, dans la Série A de Kriptown, une start-up visant à lancer la première Bourse tokenisée. « La régulation doit être progressive, il faut être prudent », souligne un acteur du secteur. **« Le risque serait d'entraver excessivement le secteur par rapport au reste du monde. Commençons par appliquer MiCA, dont de nombreux aspects restent flous, et nous verrons ensuite. »**



10

Tribune

**PLUSIEURS CENTAINES
DE MILLIARDS DE DOLLARS
DE REVENUS POTENTIELS
EN 2035**

PAR JUSTINE DESTOBBELEIRE
DIGITAL-ASSETS & BLOCKCHAIN LEAD, SIA PARTNERS



PLUSIEURS CENTAINES DE MILLIARDS DE DOLLARS DE REVENUS POTENTIELS EN 2035

Larry Fink, PDG de BlackRock, déclare : **« La tokenisation des valeurs mobilières définira la prochaine génération de marchés »**. Mais la création d'actifs tokenisés n'est qu'une première étape. Leur plein potentiel repose sur la mise en place d'infrastructures capables de les échanger, les placer ou les utiliser comme collatéral de manière efficace et sécurisée. Dans l'univers de la finance décentralisée (DeFi), de telles infrastructures existent déjà. S'en inspirer et les adapter pour répondre aux exigences de la finance traditionnelle constitue un défi ambitieux, mais prometteur. C'est dans ce contexte que naît la notion de DeFi institutionnelle : l'intégration des technologies et concepts de la DeFi par les institutions financières. Sia Partners estime que cette intégration pourrait générer près de 240 milliards de revenus pour la finance de marché traditionnelle d'ici 2035. Cet article explore l'état actuel de la DeFi institutionnelle, en mettant en lumière deux cas d'usage stratégiques : le REPO on-chain dans le refinancement et les AMM dans le Forex. Enfin, nous analysons les pré-requis nécessaires pour intégrer durablement ces innovations dans les infrastructures financières actuelles.

LE REPO ON-CHAIN : PRÊTER ET EMPRUNTER EN MOBILISANT UN COLLATÉRAL, DES FONCTIONNALITÉS CENTRALES POUR CRÉER DE LA LIQUIDITÉ SUR LE MARCHÉ SECONDAIRE

Le REPO (Repurchase Agreement) est un instrument clé de la finance de marché traditionnelle, qui permet notamment à une institution de vendre des actifs, tels que des obligations, tout en s'engageant à les racheter à une date ultérieure à un prix prédéfini.

Ce mécanisme sert principalement à lever des liquidités à court terme en utilisant des actifs comme garantie. Le marché mondial du REPO est évalué à près de 15 000 milliards de dollars. Le REPO on-chain se profile comme une pièce maîtresse pour la finance décentralisée permettant notamment de créer de la liquidité sur le marché secondaire. Sia Partners estime que le REPO on-chain pourrait générer 60 milliards de dollars de revenus à horizon 2035. Pour concrétiser cette vision de REPO on-chain, le secteur financier peut tirer parti des succès de la finance décentralisée (DeFi). Des protocoles comme Aave et Compound ont démontré leur efficacité en combinant innovation technologique et performance opérationnelle. Des acteurs tels qu'Ondo Finance vont plus loin en adaptant ces concepts, notamment avec Flux Finance, une solution de refinancement dédiée à son fonds monétaire tokenisé OUSG, qui intègre en partie le BUIDL de BlackRock.

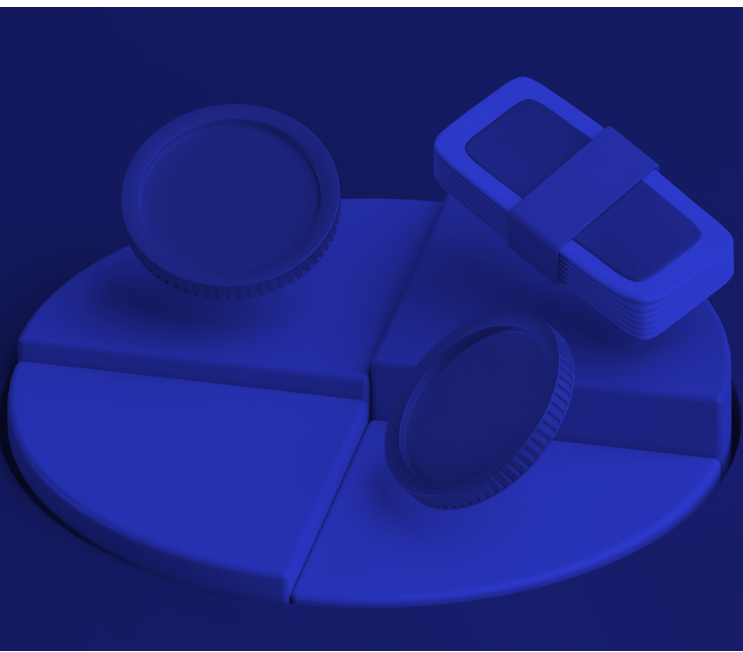


PLUSIEURS CENTAINES DE MILLIARDS DE DOLLARS DE REVENUS POTENTIELS EN 2035

Depuis plusieurs années, des solutions hybrides combinent la transparence et l'efficacité des échanges on-chain avec des infrastructures de gestion des risques issues du système financier traditionnel. Des entreprises comme JP Morgan, avec sa plateforme Kinexys, ou les entreprises Broadridge et HQLAx en sont les fers de lance. Ces initiatives prouvent que la transition vers un système de refinancement entièrement décentralisé n'est plus une utopie, mais une transition déjà en marche. Enfin, le REPO on-chain ne se limite pas à offrir une solution de refinancement directement sur la blockchain. Il se distingue également par sa capacité à surmonter les complexités opérationnelles inhérentes à son homologue traditionnel, permettant ainsi des opérations de refinancement sur des durées extrêmement courtes, de quelques heures à seulement quelques minutes. Si le REPO on-chain illustre comment la tokenisation peut transformer les mécanismes de refinancement traditionnels, l'utilisation des Automated Market Makers (AMM) dans le marché des changes (Forex) offre un exemple tout aussi puissant de l'application des concepts de la DeFi à des transactions internationales à très grande échelle.

L'AUTOMATED MARKET MAKER POUR RÉALISER DES OPÉRATIONS SUR LE MARCHÉ DES CHANGES TOKÉNISÉ

Le marché des changes, également appelé Forex (Foreign Exchange Market), est le marché international des devises, où s'échangent en continu les monnaies du monde entier. Avec des transactions dépassant les 7 500 milliards de dollars par jour, il s'agit du plus grand marché financier au monde. Son rôle est essentiel : il facilite le commerce mondial, les investissements internationaux et la gestion des risques liés aux fluctuations des taux de change. Opérant 24h/24, le Forex regroupe une multitude d'acteurs, des banques centrales aux traders indépendants. En DeFi, un Automated Market Maker (AMM) est un système algorithmique utilisé pour faciliter les échanges d'actifs tokenisés, notamment dans les marchés décentralisés. Contrairement aux marchés traditionnels où les prix sont déterminés par l'offre et la demande entre acheteurs et vendeurs, les AMM reposent sur des formules mathématiques pour ajuster les prix en fonction des quantités disponibles dans des pools de liquidité. Ces pools, alimentés par des utilisateurs qui fournissent des fonds en échange de frais pour chaque transaction, garantissent une liquidité constante, même pour des actifs peu échangés. Très prisés dans la DeFi, les AMM rendent les transactions plus accessibles, éliminent les intermédiaires traditionnels et réduisent les coûts, tout en permettant un fonctionnement continu, 24h/24 et 7j/7. Les AMM présentent plusieurs avantages pour les opérations de forex, rendant leur utilisation particulièrement pertinente. Tout d'abord, les transactions sont atomiques, ce qui garantit qu'une opération est entièrement exécutée ou annulée, éliminant ainsi les risques d'échec partiel ou d'incertitudes liées à la contrepartie.



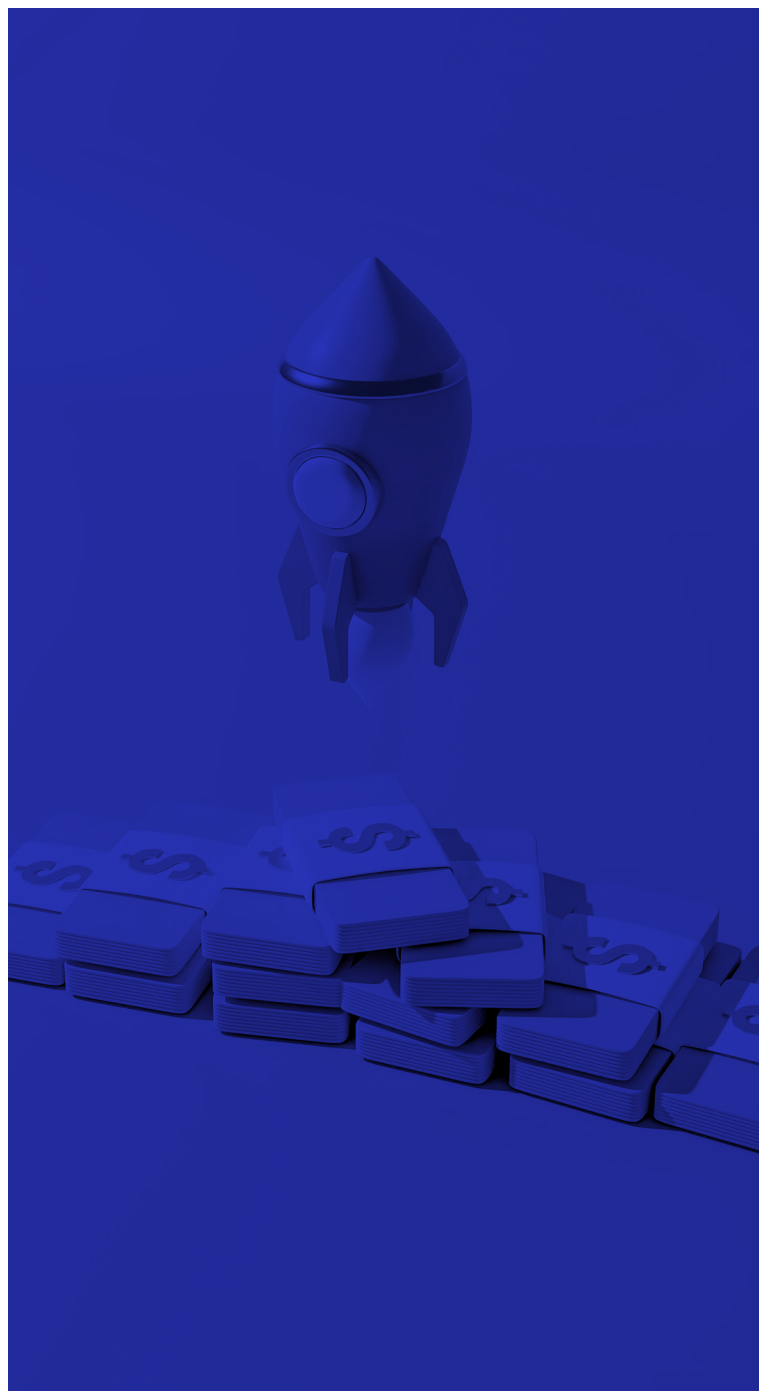
PLUSIEURS CENTAINES DE MILLIARDS DE DOLLARS DE REVENUS POTENTIELS EN 2035

De plus, le settlement instantané permet un transfert immédiat des actifs, réduisant le risque de contrepartie et les délais généralement associés aux systèmes traditionnels. Les AMM agissent également comme un acheteur de dernier recours, offrant une garantie de liquidité constante même dans des conditions de marché difficiles. Ces caractéristiques font des AMM une solution moderne et efficace pour répondre aux défis des marchés forex traditionnels. Sia Partners estime que les AMM sur du forex pourraient générer 160 milliards de revenus d'ici 2035. Le projet Mariana, piloté par la Banque des Règlements Internationaux (BRI) en collaboration avec les banques centrales de France, de Singapour et de Suisse, explore l'utilisation d'un Automated Market Maker (AMM) pour faciliter les transactions transfrontalières de monnaies numériques de banques centrales (CBDC). L'objectif est de tirer parti des AMM pour assurer un règlement immédiat pour une opération de Paiement contre Paiement. Grâce à des algorithmes et à des pools de liquidité, les AMM permettent de simplifier l'échange entre différentes CBDC. Ce projet novateur vise à démontrer comment la technologie de la DeFi peut être intégrée dans des systèmes réglementés, ouvrant la voie à une infrastructure financière plus efficace et interconnectée pour les paiements internationaux.

LA TOKÉNISATION DES ACTIFS ET DES MONNAIES, LE PREMIER FACTEUR STRUCTURANT DE L'ADOPTION DE LA DeFi INSTITUTIONNELLE

L'adoption institutionnelle de la DeFi repose sur plusieurs piliers essentiels qui structurent cette transition. La tokenisation des actifs et des monnaies traditionnelles constitue le premier prérequis fondamental.

Ce processus établit un pont crucial entre les infrastructures financières traditionnelles et le monde décentralisé, permettant une nouvelle gamme d'applications. Ensuite, l'émergence d'un cadre réglementaire clair, particulièrement aux États-Unis, est indispensable pour rassurer les acteurs institutionnels.



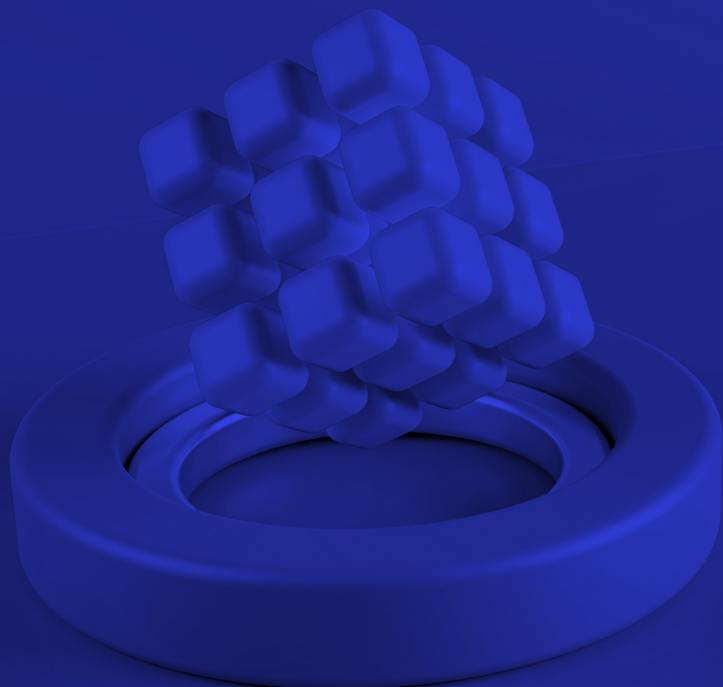
PLUSIEURS CENTAINES DE MILLIARDS DE DOLLARS DE REVENUS POTENTIELS EN 2035

Les zones d'ombre juridiques, notamment sur le statut des tokens ou la fiscalité, freinent l'adoption massive de la DeFi par les grandes entreprises financières. Un cadre législatif transparent donnerait aux institutions la certitude nécessaire pour investir, expérimenter et opérer dans cet écosystème en pleine expansion. Le développement d'infrastructures et d'outils adaptés est également crucial. Les institutions nécessitent des solutions pour interconnecter leurs systèmes traditionnels avec les blockchains publiques et privées. Cela inclut des systèmes de custody sécurisés, des normes de tokens interopérables. Ces outils permettraient de rendre l'accès à la DeFi plus fluide, sûr et conforme pour les grandes organisations. Par ailleurs, la DeFi doit s'inscrire dans une phase d'expérimentation plus poussée. Aujourd'hui, seuls quelques cas d'usage concrets ont émergé, notamment les pools de liquidité et le prêt-emprunt. Pour convaincre les institutions, la DeFi doit démontrer sa capacité à répondre à des besoins financiers plus diversifiés, comme la

gestion d'actifs, les assurances ou les marchés de dérivés complexes.

VERS UNE CONVERGENCE ÉLARGIE ENTRE FINANCE DÉCENTRALISÉE ET SYSTÈMES GLOBAUX

La DeFi institutionnelle ouvre la voie à une refonte des marchés, avec des cas d'usage prometteurs tels que le REPO on-chain ou les AMM sur le Forex. Cependant, pour libérer tout son potentiel, cette transition nécessite non seulement des avancées technologiques et réglementaires, mais aussi une intégration plus profonde avec d'autres secteurs économiques. Au-delà de la finance de marché, la DeFi institutionnelle pourrait également être source d'innovation dans des domaines comme le commerce international ou les énergies renouvelables. La tokenisation des actifs physiques ou des crédits carbone, par exemple, permettrait de créer des marchés transparents et efficaces, garantissant leur traçabilité et leur liquidité.



REMERCIEMENTS

VICTOR BUSSON

Taurus, CMO

KEVIN CHAN

BlockTower, vice-président

RUNE CHRISTENSEN

Sky (ex-MakerDAO), fondateur

STÉPHANE DANIEL

d&a partners, avocat associé

JUSTINE DESTOBBELEIRE

Sia Partners, Digital-Assets
& Blockchain Lead

SÉBASTIEN DÉRIVAUX

Steakhouse Financial, CEO

PAUL FRAMBOT

Morpho Labs, CEO

PAUL-ADRIEN HYPPOLITE

Spiko, CEO

JON FINK ISAKSEN

Uniswap Labs, Head of Policy,
EMEA

MARINA MARKEZIC

European Crypto Initiative,
présidente

CYRILLE PASTOUR

Swaap, CEO

BENOÎT PELLEVOIZIN

CoinShares, directeur France

SÉBASTIEN PRAICHEUX

Norton Rose Fulbright,
avocat associé

PABLO VEYRAT

Angle Labs, CEO

Ce rapport a été conçu par le service
recherche de **The Big Whale** et sous la
direction de **Grégory Raymond**.

www.thebigwhale.io

Nous contacter : contact@thebigwhale.io
9 rue des Colonnes, 75002 Paris, FRANCE