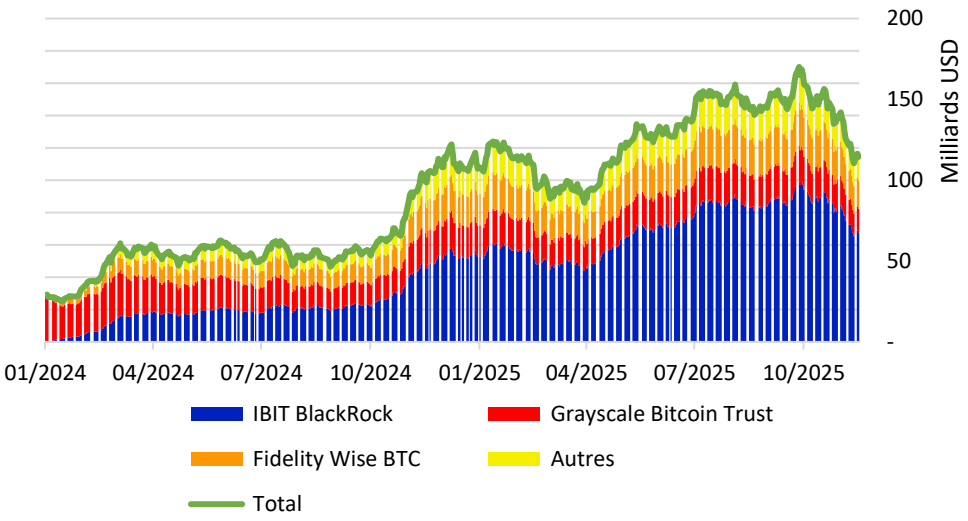
Les investissements institutionnels en fonds indiciels crypto en hausse

Par Riad Benahmed, Claire Brousse, Enda Palazzeschi

En 2024, les autorités américaines ont autorisé la mise sur le marché des premiers fonds indiciels cotés en bourse adossés à des crypto-actifs. Ces produits financiers réglementés ont permis aux investisseurs institutionnels, aux banques et aux hedge funds de jouer un plus grand rôle sur les marchés des crypto-actifs aux États-Unis, ce qui peut engendrer des risques pour la stabilité financière.

Graphique 1 : Actifs sous gestion des fonds indiciels (Exchange-traded funds, ETF) spot Bitcoin



Source : Bloomberg
Note : Données au 26/11/2025

En 2024, les investisseurs institutionnels ont investi dans les crypto-actifs à travers des ETF

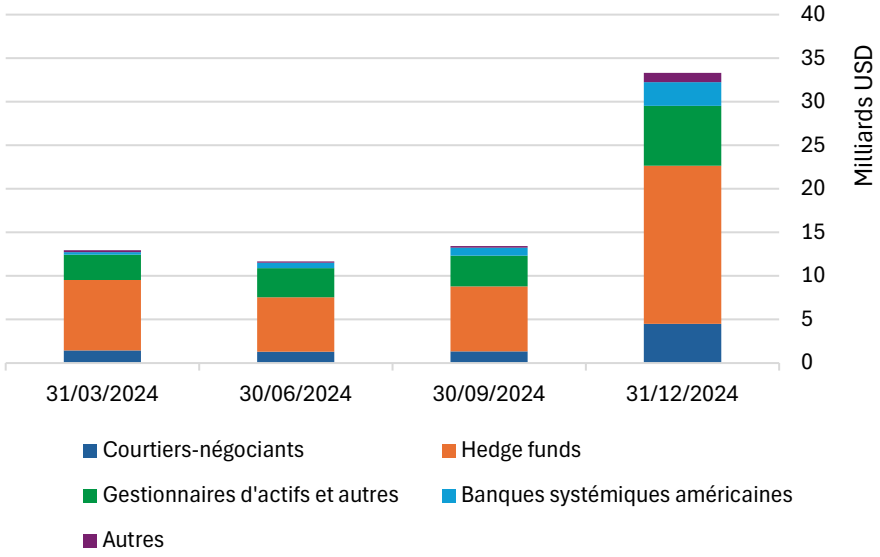
Jusqu'à fin 2023, les marchés de crypto-actifs (actifs numériques décentralisés, dont le Bitcoin et l'Ether) étaient largement dominés par les investisseurs particuliers. Les investisseurs institutionnels ont profité de la mise sur le marché de produits réglementés et autorisés par l'autorité américaine des marchés financiers, la *Securities and Exchange Commission* (SEC), pour engager des investissements sur les crypto-actifs, par les fonds indiciels cotés en bourse (*Exchange-traded funds,* ETF) : les ETF Bitcoin mis sur le marché en janvier 2024 et les ETF Ether en juin 2024. Ces ETF sont des fonds cotés en continu qui cherchent à suivre le plus fidèlement possible le cours d'un crypto-actif. Ils ont connu une forte croissance, avec une collecte cumulée depuis leur mise sur le marché et leurs actifs sous gestion atteignent près

de 115 milliards de dollars pour les principaux ETF Bitcoin et 17 milliards de dollars pour les ETF Ether à fin novembre 2025 (Graphique 1) A titre de comparaison, la capitalisation totale du Bitcoin s'élève quant à elle à 1735 milliards de dollars et celle de l'Ether à 354 milliards de dollars à fin novembre 2025.

Le formulaire 13F (SEC, 2025) offre une vision granulaire de l'exposition des investisseurs institutionnels aux ETF crypto-actifs émis et cotés aux États-Unis. Le formulaire 13F est un rapport trimestriel qui doit être communiqué à la SEC par les investisseurs institutionnels détenant au moins 100 millions de dollars d'actifs sous gestion. Il recense leurs avoirs en titres de capital ou équivalents négociés sur les marchés américains. Depuis leur mise sur le marché américain, les ETF Bitcoin et Ether font partie des titres à déclarer.

Ce formulaire met en évidence que la mise sur le marché des ETF crypto-actifs a servi de catalyseur à la demande institutionnelle. En 2024, près de 2000 investisseurs institutionnels étaient, pour compte propre ou pour le compte de clients, exposés aux ETF Bitcoin. Les encours d'ETF Bitcoin des investisseurs institutionnels ont connu une progression remarquable, passant de 13 milliards de dollars au premier trimestre 2024 à plus de 33 milliards à la fin de l'année, les 10 milliards restants sont détenus par les investisseurs particuliers (Graphique 2). Les investisseurs institutionnels représentaient environ 30% du marché à fin 2024. Les fonds spéculatifs (« *hedge funds* ») et les gestionnaires d'actifs constituent les principaux investisseurs en ETF Bitcoin, avec des positions respectives de près de 18 et 7 milliards de dollars.

Graphique 2 : Encours détenus par des investisseurs institutionnels aux ETF Bitcoin sur le marché américain



Source : Formulaire 13-F de la SEC.

Les banques systémiques animent le marché des ETF crypto-actifs

La tenue de marché des ETF est principalement assurée par des courtiers en titres (*broker-dealers*) enregistrés auprès de la SEC et sélectionnés par les émetteurs d'ETF. Ces acteurs, appelés « participants autorisés », ont le droit de créer ou de racheter des parts d'ETF pour ajuster l'offre en fonction de la demande. Les *broker-dealers* sont souvent des filiales de

banques américaines d'importance systémique mondiale (*global systemically important banks*, G-SIB).

La capacité des participants autorisés à échanger des crypto-actifs avec les émetteurs avait été initialement limitée par la SEC mais celle-ci est revenue sur sa position et, depuis fin juillet 2025, autorise l'échange de crypto-actifs entre les broker-dealers et les émetteurs.

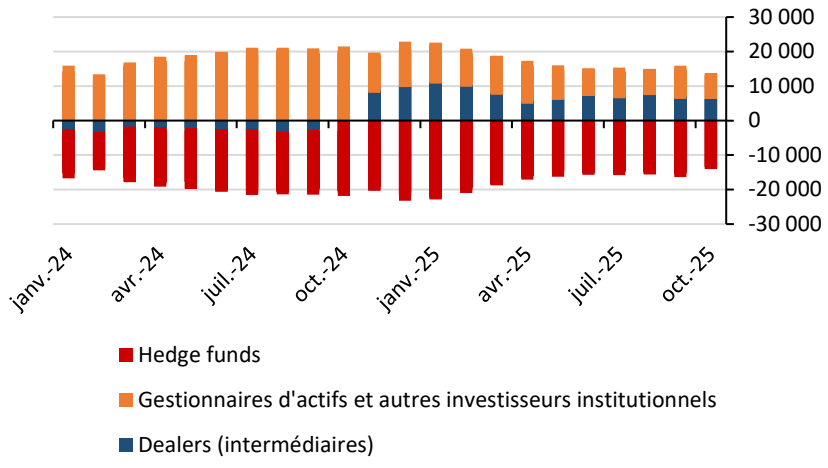
En outre, les G-SIB disposent de filiales spécialisées en gestion d'actifs, qui gèrent des portefeuilles de crypto-actifs pour le compte de clients. Certaines G-SIB américaines déclarent des investissements importants en ETF en crypto-actifs (plus de 2,7 milliards de dollars à fin 2024), qui découlent de leur double activité combinant intermédiation sur les marchés à travers leur filiale de *broker-dealer* et gestion d'actifs pour compte de tiers.

Les *hedge funds* réalisent des arbitrages entre marché au comptant et marché à terme

Les investisseurs peuvent investir dans des crypto-actifs en achetant directement les crypto-actifs ou des parts d'ETF en crypto-actifs ; ou bien en achetant des contrats à terme (*futures*) sur crypto actifs négociés sur le Chicago Mercantile Exchange (CME), qui consistent à s'engager à acheter des crypto-actifs à un prix convenu d'avance à une date ultérieure. Ces contrats à terme offrent une exposition synthétique au Bitcoin sans nécessiter de détenir l'actif sous-jacent ou une part d'ETF. Cela permet aux investisseurs institutionnels d'exploiter un effet de levier, car les contrats à terme requièrent une mise initiale inférieure au prix de l'actif sous-jacent.

Les données du régulateur américain des marchés de dérivés, la *Commodity Futures Trading Commission*, révèlent que les gestionnaires d'actifs et les fonds de pension détiennent des positions nettes acheteuses, dites « longues », sur les contrats à terme en Bitcoin, reflétant un pari haussier sur le Bitcoin (Graphique 3).

Graphique 3 : Nombre de contrats à terme (futures) Bitcoin du CME par catégorie d'investisseurs



Source : Commodity Futures Trading Commission, Financial Futures
Note : 5 unités de Bitcoins par contrat à terme.

À l'inverse, les *hedge funds* détiennent des positions nettes vendeuses, dites « courtes », des contrats à terme (Graphique 3). Ces ventes à terme de Bitcoin n'expriment pas une anticipation baissière, mais résultent de la mise en œuvre de stratégies d'arbitrage entre le marché Bitcoin au comptant des ETF et le marché à terme. Il existe un écart de prix entre les

ETF Bitcoin et les contrats à terme : les prix à terme sont généralement supérieurs aux prix au comptant. Cette différence de prix, appelée « base », varie entre 0,3% et 0,8% pour un contrat à terme à échéance d'un mois, soit une base annualisée entre 5% et 12%. Pour en tirer parti, les *hedge funds* prennent des positions courtes sur les contrats à terme tout en couvrant ces positions par des positions longues au comptant de parts d'ETF Bitcoin et réalisent un profit lorsque cet écart de prix se réduit à l'échéance des contrats à terme. L'avantage pour les hedge funds d'utiliser des ETF Bitcoin est principalement lié à la liquidité supérieure et aux coûts de transaction inférieurs des ETF par rapport aux transactions de Bitcoin.

Des acteurs potentiellement systémiques se positionnent comme intermédiaires sur le marché

La conservation des crypto-actifs sous-jacents aux ETF crypto-actifs est généralement réalisée par des tiers, et est fortement concentrée autour de quelques acteurs majeurs, tels que Coinbase qui détient 80% des crypto-actifs sous-jacents des principaux ETF. Cette concentration crée un risque systémique en cas de cyberattaque ou de faillite, qui pourrait ébranler la confiance et soulever des questions sur la sécurité des avoirs des investisseurs, un risque mis en lumière par l'effondrement de la plateforme FTX en 2022.

Les investissements ETF crypto par les institutionnels créent de nouveaux canaux de contagion vers le système financier traditionnel. La forte volatilité des crypto-actifs pourrait se transmettre aux marchés financiers par ces nouveaux produits. En outre, les ETF ne sont échangés que sur les plages horaires de la bourse américaine et, en dehors de ces plages horaires, ne peuvent se couvrir contre une forte volatilité, engendrant une asymétrie de liquidité et un risque de liquidité pour les émetteurs.