

Fonds négociés en bourse : vers une normalisation des crypto-actifs

➤ Résumé

Après des années de blocages réglementaires, les produits indiciels liés aux crypto-actifs se sont imposés dans la finance mondiale. Ils ont offert aux investisseurs un accès simple et structuré à un marché autrefois réservé aux initiés. Leur essor a accéléré la normalisation de Bitcoin et attiré des flux vers les acteurs les plus établis, dont Blackrock, désormais incontournable avec l'ETF IBIT. Cette dynamique révèle toutefois une forte concentration de la garde des actifs, principalement confiée à Coinbase Custody, ce qui nourrit des inquiétudes sur un risque de dépendance excessive.

Le Canada et l'Europe ont été pionniers en lançant les premiers ETP sur crypto-actifs, et ce bien avant les États-Unis. L'Union demeure toutefois aujourd'hui limitée par la directive UCITS, qui interdit encore la création d'ETF au comptant. Cette contrainte détourne une partie des capitaux vers les États-Unis, où les structures sont plus souples, moins coûteuses et mieux conçues pour absorber des volumes importants.

➤ Sommaire

1. Contexte et définition.....	1
1.1. Définitions des produits indiciels.....	2
2. Les premières tentatives dans un écosystème naissant.....	3
2.1. Les pionniers et leurs stratégies.....	3
3. Les premiers fonds indiciels bitcoin émergent.....	5
3.1. Les succès de l'industrie financière canadienne.....	5
3.2. L'innovation européenne sous la directive UCITS.....	6
4. L'Approbation historique des ETF Spot américains.....	7
4.1. Blackrock, le leader du marché au niveau mondial.....	7
5. Fonctionnement des ETF bitcoin au comptant.....	10
5.1. Chaîne opérationnelle et intermédiaires.....	10
6. Conclusion.....	14
Annexe - Sources.....	15

1. Contexte et définition

Il convient de présenter la typologie des **produits négociés en bourse** (*Exchange Traded Products*, **ETP**) afin de mieux appréhender leurs objectifs et mécanismes sous-jacents, avant de se plonger dans les produits plus spécifiques que sont les **ETF** (*Exchange Traded Funds*), **ETN** (*Exchange Traded Notes*) liés aux crypto-actifs.

1.1. Définitions des produits indiciels

- **ETF (Exchange Traded Fund)** : fonds d'investissement coté qui vise à répliquer la performance d'un **indice de référence** (par exemple le CAC 40 ou S&P 500) ou d'un secteur comme celui de la défense ou encore des semi-conducteurs. La réplication peut être physique ou synthétique. Le mécanisme de création/rachat, assuré par des participants autorisés et soutenu par les teneurs de marché (market makers), maintient le prix de l'ETF proche de sa valeur liquidative (NAV). Les ETF combinent la diversification d'un fonds et la flexibilité d'une action, en offrant des frais de gestion généralement faibles.
- **ETC (Exchange Traded Commodity)** : titre de créance qui vise à répliquer le prix d'une **matière première** (comme l'or, le pétrole ou le blé). Contrairement à un ETF, qui est un fonds, l'ETC est une note de dette émise par une institution financière et, adossée soit à du stock physique (or en dépôt), soit à des contrats financiers (futures, swaps). Les ETC sont un outil simple et liquide pour s'exposer aux matières premières.
- **ETN (Exchange Traded Note)** : titre de créance non garanti émis par une institution financière, dont le remboursement est indexé sur la **performance d'un indice** de référence. À la différence d'un ETF, qui détient physiquement les actifs sous-jacents, l'ETN est une promesse de paiement de l'émetteur, c'est donc à l'investisseur de supporter le risque de crédit. Cette structure permet une réplication "pure" de l'indice cible, généralement avec peu d'écart de suivi et se révèle pertinent pour des indices difficiles à répliquer physiquement.

ETF bitcoin : deux modes de réplifications possibles

- ETF "spot" (au comptant)** : fonds négocié en bourse détenant directement des bitcoins comme actifs sous-jacents. Chaque part de l'ETF correspond à une fraction des bitcoins détenus par le fonds, lesquels sont conservés auprès d'un dépositaire sécurisé, généralement en *cold storage*. Ces ETF répliquent « physiquement » le cours du bitcoin, sans subir les distorsions liées au roulement des contrats à terme. Grâce aux mécanismes de création et de rachat de parts, le prix de l'ETF reste aligné, autant que possible, sur celui du bitcoin détenu en réserve.
- ETF "futures" (à terme)** : fonds négocié en bourse investissant dans des contrats financiers dont le prix reflète les anticipations sur l'évolution future du bitcoin. Chaque part de l'ETF correspond à une fraction de la valeur des contrats à terme détenus par le fonds. Ces ETF cherchent à répliquer, autant que possible, le cours du bitcoin de manière « synthétique », grâce aux mécanismes d'arbitrage du marché entre contrats à terme surévalués ou sous-évalués par rapport au prix de référence. Leur performance

effective dépend toutefois du **roulement des contrats à terme** (passage d'un contrat arrivant à échéance à un contrat plus éloigné), ce qui peut générer des coûts ou gains supplémentaires.

Ces instruments, plus particulièrement les ETF, ont connu une forte adoption ces dernières années, en particulier auprès d'une nouvelle génération d'investisseurs et ont révolutionné les marchés financiers en démocratisant l'accès à des classes d'actifs telles que les obligations, l'or, le pétrole, ou encore certains secteurs et marchés émergents autrefois réservées aux investisseurs institutionnels. Leur succès repose notamment sur plusieurs atouts parmi lesquels une diversification immédiate, des frais de gestion réduits, une liquidité élevée grâce à leur cotation en continu, ainsi qu'une transparence accrue : la composition des fonds étant généralement publiée quotidiennement.

Toutefois, cette accessibilité ne doit pas occulter l'importance d'une information claire et complète, chaque produit ayant ses spécificités propres (en termes de coûts, de liquidité, de risques de contrepartie et de mécanismes de réplication). Une éducation financière solide constitue donc un prérequis essentiel pour tirer efficacement parti de ces instruments dans une stratégie d'investissement diversifiée.

2. Les premières tentatives dans un écosystème naissant

2.1. Les pionniers et leurs stratégies

Le célèbre litige¹ entre Mark Zuckerberg et les frères Winklevoss autour de la paternité de Facebook se solda par une indemnisation dont une partie fut réinvestie dans le bitcoin, à une époque où l'actif demeurait encore confidentiel aux yeux du grand public. L'investissement des frères Winklevoss représenta alors près de **1 % de l'offre totale** de bitcoins en circulation. Ils devinrent par la suite des acteurs majeurs de l'industrie des crypto-actifs en fondant la plateforme d'échange Gemini.

Leur première initiative fut l'élaboration d'un ETF bitcoin au comptant "spot", le *Winklevoss Bitcoin Trust*. Destiné à faciliter l'accès au bitcoin pour les investisseurs traditionnels, **sans qu'ils aient à gérer les complexités techniques** (comme la conservation des clés privées ou des phrases mnémoniques) ni à passer par des plateformes d'échange spécialisées. Le 1er juillet 2013, ils déposèrent auprès de la Securities and Exchange Commission (SEC) des États-Unis une demande de création d'un tel ETF. Celle-ci fut finalement rejetée le 10 mars 2017, la SEC estimant que les plateformes d'échange n'étaient pas suffisamment encadrées et que les risques de manipulation restaient trop élevés pour garantir une protection adéquate des investisseurs. Au début de l'année 2018, ils réitérèrent leur demande mais celle-ci fut une nouvelle fois rejetée pour les mêmes raisons.

¹ Voir le film "The Social Network"

Dans le sillage du cycle haussier de 2017, qui a marqué l'émergence du bitcoin auprès du grand public, plusieurs gestionnaires d'actifs institutionnels commencèrent à s'y intéresser, y voyant l'opportunité de se positionner sur un nouveau segment de marché que pourraient représenter les ETF adossées aux crypto-actifs. **Grayscale**, qui jouera quelques années plus tard un rôle déterminant dans cette révolution, tenta de convertir son véhicule coté (GBTC) en ETF bitcoin "spot", **VanEck** déposa, de son côté, deux demandes consécutives pour un ETF bitcoin "futures". Entre 2018 et 2023, la SEC refusa pas moins de vingt dossiers supplémentaires.

Les raisons de ces refus systématiques sont multiples :

- **Immaturité du marché** : fin 2013, la capitalisation du bitcoin n'était que d'environ 1,5 milliard de dollars, contre près de 2 400 milliards pour l'ensemble du marché des ETF. Dans ce contexte, le cours du bitcoin aurait pu être aisément manipulé par des acteurs disposant de capitaux importants (technique du *pump and dump*, consistant à gonfler artificiellement le prix d'un actif avant de le revendre rapidement à un prix surévalué, au détriment d'investisseurs moins avertis).
- **Volatilité extrême** : la forte volatilité du bitcoin, liée à des volumes d'échanges faibles, à une concentration de l'offre totale entre quelques acteurs et à une liquidité limitée, constituait un obstacle majeur pour la SEC. Ces craintes étaient renforcées par l'amplitude des cycles haussiers (+ 1100 % en 2017) et baissiers (- 50 % en 2021).
- **Conservation des actifs balbutiante** : il n'existait quasiment aucun dépositaire réglementé et assuré sur le marché (*qualified custodians*). Ce qui augmentait considérablement le risque de perte des actifs sous-jacents.
- **Manque de transparence** : les plateformes d'échange n'étaient pas encadrées de façon homogène, certaines recouraient à des pratiques frauduleuses (augmentation artificielle des volumes d'échanges, détournement des avoirs clients, absence d'obligations absence de procédures de vérification de l'identité et de lutte contre le blanchiment d'argent et n'avaient aucune obligation de reporting auprès des autorités financières).

En somme, l'objectif de la SEC était en premier lieu, de protéger les investisseurs - notamment les particuliers - contre un actif dépourvu d'un cadre réglementaire clair et caractérisé par une forte instabilité des cours, mais aussi de préserver l'intégrité des marchés financiers en évitant d'introduire dans l'écosystème régulé des ETF un actif jugé immature.

3. Les premiers fonds indiciels bitcoin émergent

3.1. Les succès de l'industrie financière canadienne

Dès 2016, 3iQ Corp, gestionnaire de fonds spécialisé dans les crypto-actifs, entreprit de mettre au point un véhicule d'investissement nommé **The Bitcoin Fund**. Structuré comme un fonds d'investissement non rachetable (NRIF)², l'objectif était d'offrir aux investisseurs canadiens un accès réglementé leur permettant de s'exposer à long terme au bitcoin. **Cidel Trust Company** et **Gemini** furent désignés comme dépositaire, l'un pour la trésorerie, l'autre pour la garde des bitcoins en cold storage.

3iQ Corp développa ce projet en collaboration avec l'**Ontario Securities Commission** (OSC). Un pré-dépôt confidentiel fut effectué le 7 avril 2017, puis une demande de cotation officielle fut transmise le 28 novembre 2019. Malgré cela, le directeur de l'OSC rejeta la demande, exprimant des craintes liées au risque de manipulation de marché et concluant que le bitcoin constituait un actif illiquide au sens du National Instrument 81-102 *Investment Funds*. L'entreprise fit appel de cette décision, estimant que l'OCS avait outrepassé ses prérogatives en jugeant de la convenance des produits proposés aux investisseurs, plutôt que de se limiter à en vérifier les aspects techniques et légaux. 3iQ obtint gain de cause : après avoir démontré la robustesse des dépositaires et la liquidité du bitcoin à travers les volumes de négociation journaliers, l'arbitre du tribunal de la l'OSC annula la décision du directeur des investissements et autorisa la cotation du fonds.

The Bitcoin Fund fut coté à la bourse de Toronto (TSX) le 9 avril 2020. Il franchit rapidement les seuils de 100 millions, puis du milliard de dollars de capitalisation dans les mois suivants. Cette victoire ouvrit la voie à de nombreux gestionnaires de fonds privés, qui proposèrent par la suite des produits similaires et concurrents (trusts et ETF) sur le marché canadien.

Le 18 février 2021, **Purpose Investments** lança le premier ETF spot adossé au bitcoin au monde. Il attira plus de 400 millions de dollars dès ses premiers jours, signe d'une forte demande pour une exposition simple et régulée au bitcoin. Cette avancée plaça temporairement le Canada en position de leader mondial, avant que les Etats-Unis ne rattrapent leur retard.

3.2. L'innovation européenne sous la directive UCITS

La directive UCITS (*Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities*, ou OPCVM en français) constitue le principal cadre réglementaire européen harmonisant la création, la gestion et la mise sur le marché des fonds d'investissement. Elle définit des règles strictes en matière de diversification, de transparence vis-à-vis des investisseurs et de conservation des actifs. Cette directive autorise la création de fonds investissant dans des actifs éligibles, mais exclut les crypto-actifs de ce périmètre. En raison de cette interdiction, aucun ETF bitcoin n'est

² Les investisseurs auraient disposé de droits de rachat limités : la possibilité de racheter leurs parts une fois par an à la valeur nette d'inventaire (VNI), ou mensuellement mais avec une décote par rapport à la VNI.

permis au sein de l'Union européenne à ce jour³, le marché européen s'étant articulé autour des ETN/ETC.

Malgré cette contrainte, l'Europe a vu apparaître dès 2018 les premiers produits indicels sur crypto-actifs, notamment avec l'ETN "HODL" de 21Shares coté au SIX Swiss Exchange. L'émetteur a ensuite lancé plusieurs ETP physiquement adossés au bitcoin, dont l'ABTC, devenant l'un des acteurs centraux du marché européen aux côtés de WisdomTree, ETC Group et VanEck.

Cette dynamique a favorisé l'émergence d'un écosystème concurrentiel, mais les coûts de gestion restent plus élevés et la liquidité plus limitée, faute de pouvoir proposer des ETF au format UCITS, mieux reconnus et plus efficaces. Lorsque les États-Unis ont finalement autorisé les ETF bitcoin "spot" début 2024, une partie des capitaux auparavant investis en Europe s'est redirigée vers les produits américains, plus liquides et moins coûteux, ce qui a réduit la part de marché des ETP européens.

Certains émetteurs ont tenté de se différencier par l'innovation, en introduisant notamment des produits permettant de capter les rendements de staking sur Ethereum ou Solana. Ces initiatives n'ont toutefois pas compensé l'avantage structurel des ETF américains, d'autant que de nouveaux entrants comme BlackRock ont lancé des ETP à frais très compétitifs sur les bourses européennes.

Le règlement MiCA : une première étape vers des ETF "spot" en Europe ?

L'entrée en vigueur du règlement **MiCA** (*Markets in Crypto-Assets*) le **29 juin 2023** marque une étape clé dans la reconnaissance institutionnelle des crypto-actifs en Europe. Pour la première fois, un cadre harmonisé encadre leur émission, leur négociation et leur conservation. MiCA change la donne avec un livre blanc obligatoire pour chaque émission, un agrément de prestataire de services sur crypto-actifs (CASP) assorti d'un passeport européen permettant d'opérer dans l'ensemble de l'Union et des obligations strictes pour les déposataires (ségrégation des actifs, assurance professionnelle obligatoire).

Au-delà de ce socle réglementaire, MiCA pourrait ouvrir la voie à une évolution de la directive UCITS. En apportant sécurité juridique et standards de marché, il offre un cadre qui pourrait, à terme, permettre l'autorisation d'ETF Bitcoin "spot" en Europe. **Dans cette perspective, les crypto-actifs conformes à MiCA pourraient constituer une poche d'actifs éligibles au titre d'UCITS, dès lors qu'ils respectent ses exigences de liquidité et de protection des investisseurs.**

4. L'Approbation historique des ETF Spot américains

³ En juin 2025, l'ESMA (*European Securities and Markets Authority*), à la demande de la Commission européenne, a publié un rapport technique rappelant que les crypto-actifs demeurent inéligibles dans le cadre UCITS actuel. En revanche, elle suggère l'introduction d'un seuil d'exposition limité à 10% d'actifs alternatifs, incluant les crypto-actifs.

4.1. **Blackrock, le leader du marché au niveau mondial**

Cet essor des produits ETP sur crypto-actifs en Europe et au Canada a exercé une pression croissante sur les régulateurs et l'industrie financière américaine. En avril 2021, la SEC change de présidence avec l'arrivée de Gary Gensler, ancien banquier d'affaires et ex-président de la Commodity Futures Trading Commission (CFTC).

Une première percée significative a lieu six mois après ce changement de présidence, lorsque la SEC approuve le lancement du premier ETF américain coté au états-unis (NYSE) : le ProShares Bitcoin Strategy ETF (BITO). La structure de cet ETF future, basée sur des contrats à termes négociés sur le Chicago Mercantile Exchange (CME) sous l'égide de la CFTC, assure à la SEC un alignement entre innovation, standards de marché et protection des investisseurs. Le succès est immédiat : 1 milliards de dollars d'échange dès son premier jour de négociation.

- Dans le même temps, Grayscale poursuit sa procédure judiciaire contre la SEC afin d'obtenir la conversion de son trust GBTC en ETF spot. Le tribunal fédéral de Washington juge que le refus de la SEC est arbitraire. Cette décision accélère la vague de dépôts d'ETF spot, parmi lesquels celui de BlackRock. Le premier gestionnaire d'actifs mondial entre alors dans la course et renforce la légitimité institutionnelle du bitcoin. Dos au mur, la SEC approuve finalement, le 10 janvier 2024, la cotation et la négociation d'onze ETF spot physiquement adossés au bitcoin⁴. Cette victoire sera un tournant décisif pour le marché des crypto-actifs, générant plus de 54,75 milliards de dollars d'afflux nets et transformant fondamentalement la structure de celui-ci.
- Un ETF se distingue particulièrement par son adoption, d'une ampleur inédite dans l'histoire de la finance. L'iShares Bitcoin Trust de BlackRock devient la principale locomotive du marché. Il dépasse les dix milliards de dollars d'actifs en trente-quatre jours, puis les cinquante milliards en un peu plus de deux cents jours. Au 30 juin 2025, BlackRock déclare la détention de 696 875 bitcoins valorisés à 74,7 milliards de dollars. Cette position représente cinquante-sept pour cent du marché total des ETF américains. Le volume médian quotidien atteint environ 2,62 milliards de dollars entre le 22 juillet et le 25 août 2025.
- Fidelity occupe la deuxième place avec un encours supérieur à vingt-deux milliards de dollars. Sa stratégie repose sur une conservation interne des actifs par Fidelity Digital Assets. Cette approche attire les investisseurs institutionnels qui souhaitent limiter leur exposition à la concentration de la garde chez Coinbase.

⁴ Les 11 ETF Bitcoin "spot" approuvés par la SEC (10 janv. 2024) : ARK 21Shares Bitcoin ETF (ARKB) ; Bitwise Bitcoin ETF (BITB) ; iShares Bitcoin Trust (IBIT) ; Fidelity Wise Origin Bitcoin Trust (FBTC) ; Franklin Bitcoin ETF (EZBC) ; Grayscale Bitcoin Trust (GBTC) ; Hashdex Bitcoin ETF (DEFI) ; Invesco Galaxy Bitcoin ETF (BTCO) ; VanEck Bitcoin Trust (HODL) ; Valkyrie Bitcoin Fund (BRRR) ; WisdomTree Bitcoin Fund (BTCW).

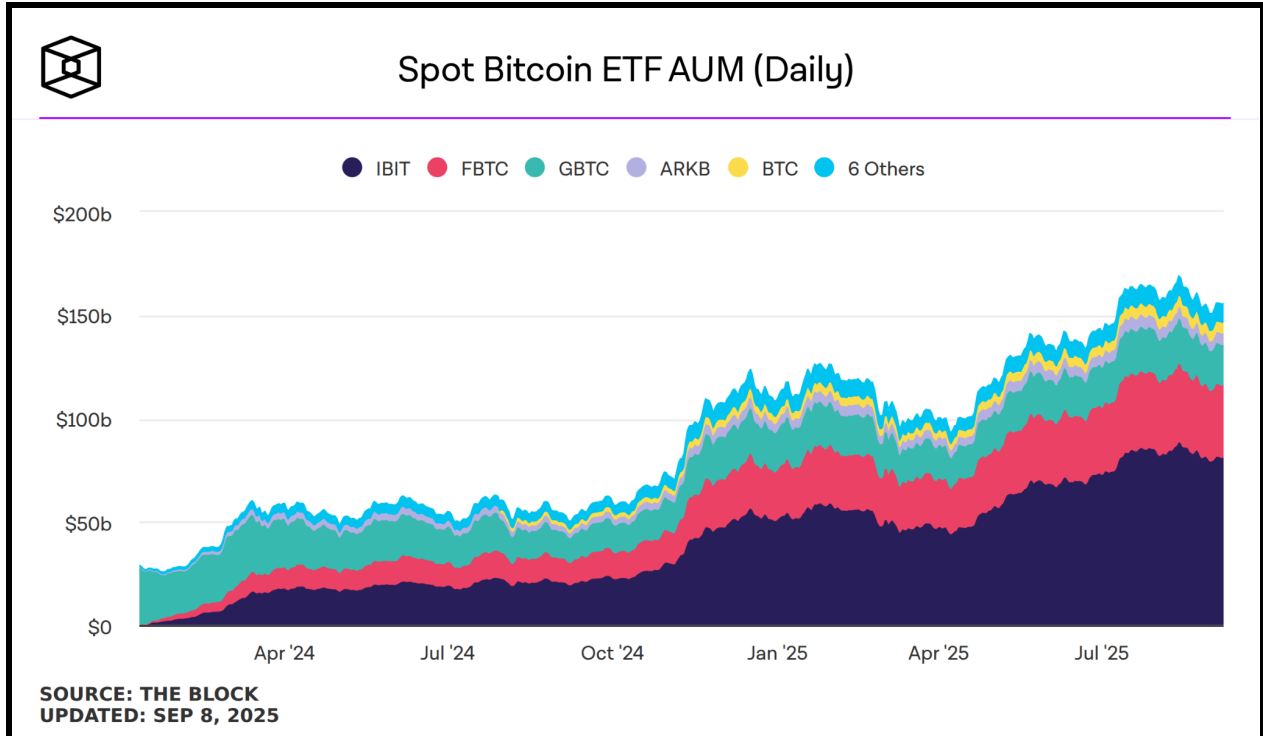


Figure 1 : Évolution quotidienne des actifs sous gestion (AUM) des principales ETF Bitcoin Spot aux États-Unis. Source : The Block

Des investisseurs institutionnels majeurs profiteront de ces nouveaux instruments financiers pour s'exposer au bitcoin via IBIT, attirés par une combinaison d'arguments compétitifs. Le fonds bénéficie d'une liquidité nettement plus profonde que celle de ses concurrents, ce qui facilite l'exécution de transactions d'envergure sans provoquer de distorsions significatives sur le marché. Il se distingue également par des frais de gestion parmi les plus bas du secteur (0,25 %), un avantage non négligeable pour des investisseurs institutionnels attentifs à l'érosion de la performance nette.

Parmi eux figurent de grandes banques et institutions financières internationales comme JPMorgan, Wells Fargo, Goldman Sachs ou encore BNP Paribas. Les hedge funds ne sont pas en reste, avec des acteurs tels que Millennium Management, Brevan Howard ou Schonfeld Strategic Advisors. Des sociétés de gestion et fonds d'investissement comme VanEck ou Macquarie Group se sont également engagés, rejoints par certains fonds souverains, à l'image du Mubadala Fund. Plus récemment, même des fonds universitaires prestigieux - dont la Harvard Management Company et le Brown University Endowment - ont choisi d'investir dans cette classe d'actifs.

Institution	Type	Actions (en M)	Montant (en M\$)
Brevan Howard Capital Management LP	Hedge fund	37.51M	2295.7 M\$

Institution	Type	Actions (en M)	Montant (en M\$)
Goldman Sachs Group Inc.	Banque d'investissement	25.62 M	1568.2 M\$
Jane Street Group LLC	Market Maker	23.97 M	1467.1 M\$
Millennium Management LLC	Hedge fund	21.43 M	1312.0 M\$
Avenir Tech Ltd	Société d'investissement	16.56 M	1013.6 M\$
Symmetry Investments LP	Hedge fund	11.23 M	687.7 M\$
Mubadala Investment Co PJSC	Fonds souverain	8.73 M	534.2 M\$
Barclays PLC	Banque d'investissement	4.19 M	256.5 M\$
Harvard Management Co. Inc.	Fondation d'université	1.91 M	116.7 M\$
Citadel Advisors LLC	Hedge fund	1.65 M	101.1 M\$

Figure 2 : Principaux investisseurs institutionnels de l'ETF Bitcoin IBIT.

Source : Formulaires 13F T2 2025 - ETF IBIT

Cette offre de produits change structurellement le comportement de l'actif. La « normalisation » de bitcoin au sein des portefeuilles institutionnels et particuliers a contribué à réduire sa volatilité de 55% sur les périodes récentes tout en ajoutant des milliards de dollars de liquidité. Cette stabilité a pour conséquence de modifier les cycles "post-halving". Le choc d'offre est mieux anticipé et lissé par la profondeur du marché et par les flux liés aux ETF. Le halving reste un catalyseur, mais son empreinte cyclique est désormais atténuée et décalée par une microstructure de marché plus mature.

5. Fonctionnement des ETF bitcoin au comptant

5.1. Chaîne opérationnelle et intermédiaires

Comme expliqué précédemment, les ETF "spot" sont des fonds d'investissement qui permettent à un large public de s'exposer directement à un actif (ou à un panier d'actifs). Pour assurer leur bon fonctionnement, une série d'intermédiaires intervient afin de maximiser l'efficacité et la sécurisation du fonds.

Les émetteurs d'ETF s'appuient sur des participants autorisés (*Authorized Participants, AP*), qui sont le plus souvent de grandes banques d'investissement (par exemple JP Morgan) ou des sociétés spécialisées dans le trading à haute fréquence (par exemple Jane Street). Ces institutions financières concluent des contrats avec l'émetteur et sont agréées par les régulateurs. Grâce à leurs algorithmes de trading et à leur capacité à traiter des volumes très élevés (plusieurs millions de dollars par seconde), elles jouent également le rôle de teneurs de marché (*market makers*). Elles assurent ainsi une réplication efficace du cours du bitcoin en arbitrant les écarts entre le prix de marché de l'ETF et sa valeur liquidative (*Net Asset Value, NAV*), c'est-à-dire la valeur intrinsèque des bitcoins détenus par le fonds.

Les participants autorisés (AP) déclenchent les mécanismes de création et de rachat de parts en fonction du prix auquel l'ETF est négocié par les investisseurs.

Création de parts	Destruction de parts
L'AP détecte que le prix de l'ETF est au-dessus de sa NAV.	L'AP détecte que le prix de l'ETF est en-dessous de sa NAV.
L'AP achète du bitcoin sur une plateforme d'échange.	L'AP achète des parts sous-évaluées en bourse.
Les bitcoins sont transférés au dépositaire.	L'AP restitue ces parts à l'émetteur.
L'émetteur de l'ETF crée de nouvelles parts et les livre à l'AP.	En échange, il récupère du bitcoin auprès du dépositaire.
L'AP revend ces parts sur le marché secondaire à un prix plus élevé.	L'AP revend ces bitcoins au prix de référence sur une plateforme d'échange.
Le nombre de parts en circulation augmente, ce qui fait baisser le prix de l'ETF vers la NAV.	Le nombre de parts en circulation diminue, ce qui fait remonter le prix de l'ETF vers la NAV.

Depuis juillet 2025, la SEC autorise la création et le rachat en nature (*in-kind*) pour les ETF de crypto-actifs (bitcoin et ethereum), comme l'illustre la figure 3. Les participants autorisés peuvent désormais livrer ou récupérer directement du bitcoin auprès des émetteurs d'ETF en contrepartie de la création ou de la destruction de parts. Avant cette décision, les ETF au comptant étaient sujets à des erreurs de réplication (environ 0,60 %) et à des frais de trading conséquents pour les AP. Désormais, les erreurs de réplication sont infimes (0,02 %), les transactions plus efficaces et la liquidité améliorée. Cette évolution, longtemps refusée par la SEC pour des raisons opérationnelles, reflète la montée en maturité des infrastructures de conservation et de trading institutionnels.

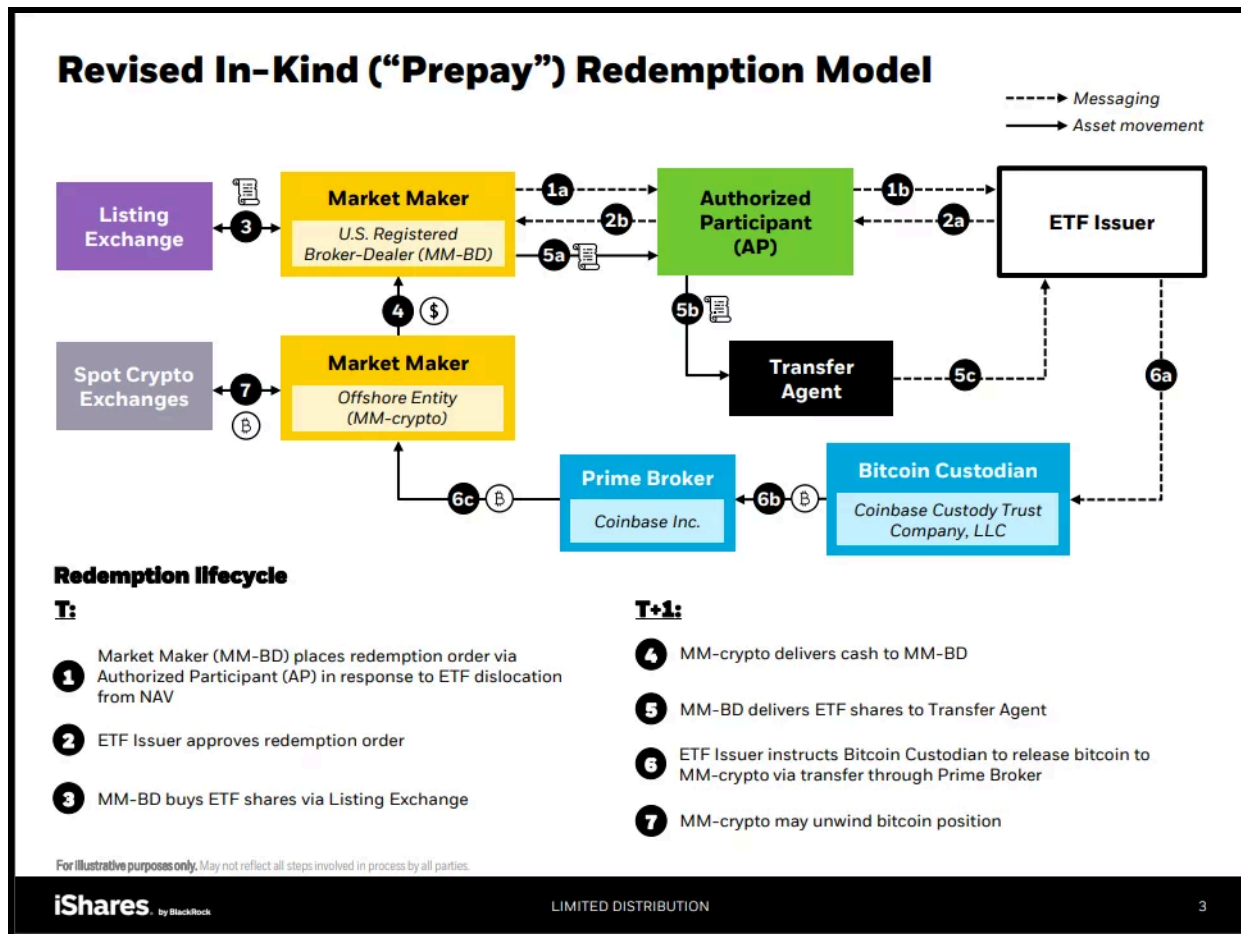


Figure 3 : Processus de création et de rachat d'un ETF Bitcoin spot impliquant participants autorisés et dépositaires. Source : BlackRock.

5.1.1. Une concentration des avoirs aux mains de quelques acteurs

La sécurisation des actifs est un enjeu crucial pour les émetteurs d'ETF proposant une exposition au bitcoin à leurs clients. Des couches de risques spécifique comme la gestion des clés privées s'ajoutent en comparaison avec des ETP adossés à une réserve physique :

- **Risque cyber** : attaques informatiques (piratage), compromission ou perte de clés privées, erreurs humaines lors de leur gestion. Une compromission des clés peut entraîner une perte irréversible des actifs. Ces produits ne sont pas couverts par la **Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC)** ou la **Securities Investor Protection Corporation (SIPC)**, et les protections d'assurance des dépositaires restent limitées.
- **Risque de concentration** : l'industrie s'appuie sur un nombre très limité de dépositaires de crypto-actifs. Cette concentration crée un possible point de défaillance unique critique : un incident opérationnel, réglementaire ou juridique

chez un dépositaire pourrait paralyser la capacité des émetteurs à assurer la liquidité et la continuité de leurs produits.

- **Risque assurantiel** : la responsabilité du dépositaire est contractuellement plafonnée. Par exemple, pour l'ETF iShares Bitcoin Trust (IBIT), la limite agrégée de responsabilité est fixée à 100 millions de dollars par adresse de stockage à froid (*cold storage*). En outre, les montants couverts sont faibles au regard des encours sous gestion et les polices d'assurance comportent de nombreuses exclusions (fraude interne, erreurs humaines, cas de force majeure).
- **Risque de liquidité & dépendance aux AP/MM** : la concentration des créations et rachats entre quelques participants autorisés (*Authorized Participants*) ou teneurs de marché (*market makers*) accroît la vulnérabilité du dispositif. Le retrait d'un acteur clé ou une dégradation de la liquidité sur la blockchain (congestion, frais de transaction élevés) peut entraîner une prime ou une décote par rapport à la valeur liquidative (Net Asset Value, NAV), un élargissement des écarts de prix (*spreads*), voire une suspension temporaire des flux.

Dans l'optique de proposer à leurs clients une infrastructure d'investissement performante, tout en assurant une haute sécurisation des avoirs, les émetteurs d'ETF se tournent vers des dépositaires spécialisés dans la conservation institutionnelle de crypto-actifs. Ces derniers mettent en œuvre des solutions de stockage à froid segmenté (*segregated cold storage*), avec mécanismes de multi-signature, contrôles d'accès renforcés, procédures de séparation des tâches et audits indépendants (SOC 1, SOC 2, voire certifications complémentaires comme ISO 27001). Le recours à ces standards élevés de sécurité et de conformité - notamment au statut de "qualified custodian" - est un élément essentiel pour rassurer les autorités de régulation.

Aux États-Unis, 9 des 11 émetteurs d'ETF Bitcoin "spot" s'appuient sur la solution Coinbase Custody proposée par Coinbase Custody Trust Company, filiale réglementée de Coinbase sous la supervision du département des services financiers de l'État de New York. D'autres acteurs comme Fidelity Digital Assets offrent également des services de conservation institutionnelle, mais restent minoritaires dans le paysage actuel.

Cette concentration quasi systémique illustre d'une part l'extrême exigence réglementaire et opérationnelle auxquels sont soumis les émetteurs d'ETF, et d'autre part le savoir-faire technologique requis ainsi que la barrière à l'entrée que constitue l'investissement dans une infrastructure de conservation de crypto-actifs hautement sécurisée. Bien qu'aucun incident de sécurité n'ait été rapporté en plus de douze ans d'opération, la dépendance de l'industrie à un nombre restreint de dépositaires représente un point de vulnérabilité potentiel.

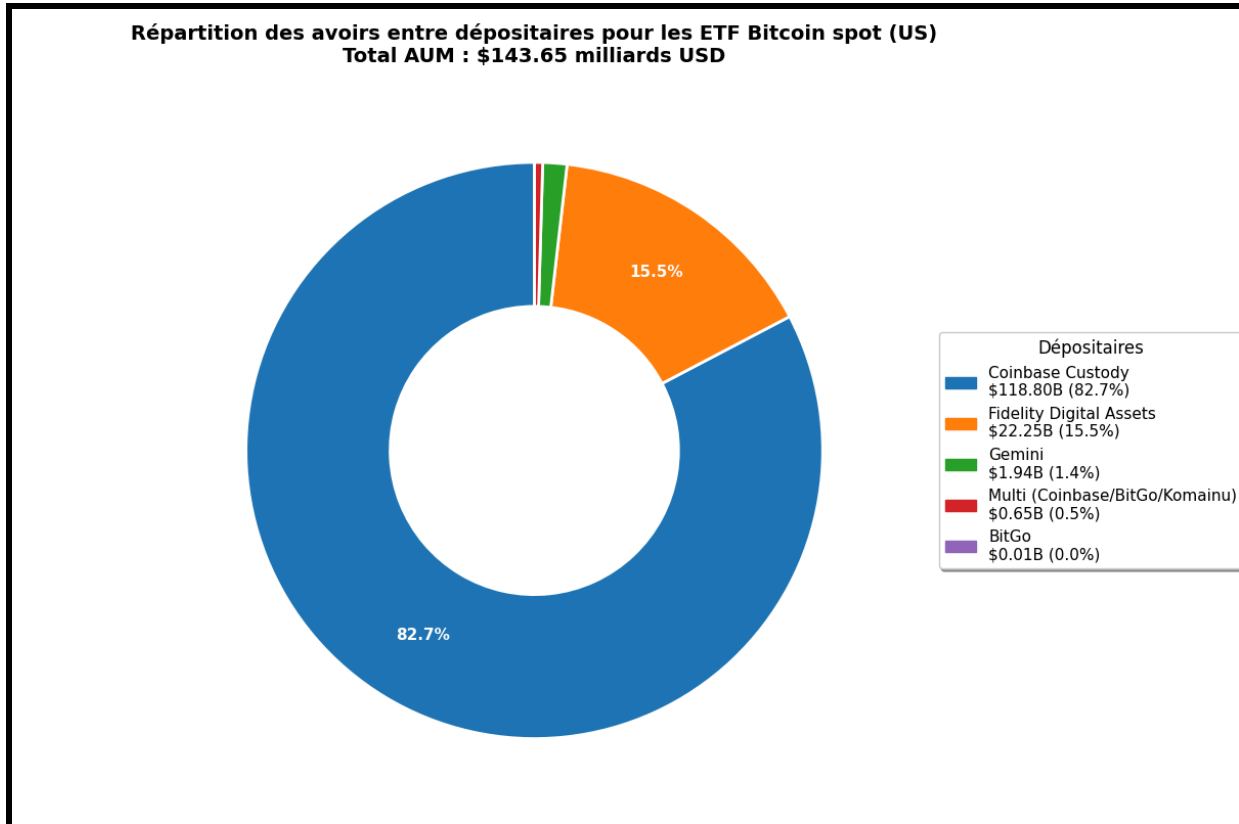


Figure 4 : Répartition des avoirs entre dépositaires pour les ETF Bitcoin spot (US) au 25-08-2025.
Source : SoSoValue - SEC.

6. Conclusion

Les produits indicés liés au Bitcoin ont marqué une étape charnière pour l'écosystème. Ils constituent un pont entre la finance traditionnelle et la finance décentralisée. Les investisseurs, qu'ils soient particuliers ou institutionnels, disposent désormais de la possibilité de s'exposer plus facilement aux crypto-actifs, sans complexité technique, et de diversifier ainsi leurs portefeuilles. L'adoption par les institutions financières traditionnelles est indispensable à la démocratisation et à la « normalisation » des crypto-actifs, et plus largement de la technologie blockchain.

Cependant, la concentration quasi systémique de la garde entre quelques acteurs américains soulève des interrogations, d'autant que les contrats d'assurance ne couvrent pas l'intégralité des montants détenus. L'Union européenne dispose des moyens pour proposer une alternative et attirer ainsi des milliards d'euros de capitaux, cependant la directive UCITS, encore trop restrictive, limite l'attractivité en n'autorisant pas la création d'ETF « spot ».

Pour la France et l'Europe, l'enjeu est double : l'adoption de la réglementation MiCA est une première étape renforçant la protection des investisseurs en garantissant des standards élevés (garde, transparence, qualité des prix), tout en soutenant l'innovation afin que la chaîne de valeur - émetteurs, dépositaires, teneurs de marché - puisse se développer sur le sol européen.

Annexe - Sources

Sites officiels :

U.S. Securities and Exchange Commission (SEC). (2017, 10 mars). *Order Disapproving a Proposed Rule Change... to List and Trade Shares Issued by the Winklevoss Bitcoin Trust* [Release No. 34-80206]. Disponible à : <https://www.sec.gov/files/rules/sro/batsbzx/2017/34-80206.pdf>

U.S. Securities and Exchange Commission (SEC). (2018, 26 juillet). *Order Setting Aside Action by Delegated Authority and Disapproving a Proposed Rule Change... Winklevoss Bitcoin Trust* [Release No. 34-83723]. Disponible à : <https://www.sec.gov/files/rules/other/2018/34-83723.pdf>

EC – Chair Gary Gensler. (2024, 10 janvier). *Statement on the Approval of Spot Bitcoin Exchange-Traded Products.* Disponible à : https://www.sec.gov/newsroom/speeches-statements/gensler-statement-spot-bitcoin-011023_SEC

SEC. (2024, 8 janvier). *Notice of Filing of Amendment No. 5... Cboe BZX – ARK 21Shares Bitcoin ETF* [Release No. 34-99288]. Disponible à : <https://www.sec.gov/files/rules/sro/cboebzx/2024/34-99288.pdf>

BlackRock / SEC archive. (2024). *Revised In-Kind (Prepay) Model for Spot Bitcoin ETFs* (schéma de flux – dépôt multi-émetteurs). Disponible à : <https://www.sec.gov/files/slpbs042724-003.pdf>

Ontario Securities Commission – Capital Markets Tribunal. (2019, 29 octobre). *Reasons and Decision: In the Matter of 3iQ Corp. and The Bitcoin Fund.* Disponible à : https://www.osc.ca/sites/default/files/pdfs/proceedings/rad_20191029_3iq-2.pdf

Ontario Securities Commission – Capital Markets Tribunal. (2019, 29 octobre). *Order: In the Matter of 3iQ Corp. and The Bitcoin Fund.* Disponible à : <https://www.capitalmarketstribunal.ca/en/proceedings/3iq-corp-re/order-matter-3iq-corp-and-bitcoin-fund-0>

SIX Swiss Exchange. (2018, 22 novembre). *SIX Hosts World's First Crypto Index ETP Listing by Amun (HODL).* Disponible à : <https://www.six-group.com/en/newsroom/archive/2018/20181122-etp-issuer-amun.html>

Deutsche Börse – Xetra. (2020, 18 juin). *World's first centrally cleared Bitcoin ETN launched on Xetra (ETC Group – BTCE).* Disponible à : <https://www.xetra.com/xetra-en/newsroom/press-releases/list-press-releases/World-s-first-centrally-cleared-Bitcoin-ETN-launched-on-Xetra-2062116>

ESMA – European Securities and Markets Authority. (2025, juin). *Final Report on the Technical Advice to the European Commission on the review of the UCITS Eligible Assets Directive.* Disponible à : https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2025-06/ESMA34-2087785638-1548_Final_report_on_the_Technical_Advice_on_the_review_of_the_UCITS_EAD.pdf.

Purpose Investments – Prospectus / page émetteur (Canada). (2021, février). *Purpose Bitcoin ETF (BTCC) – documents réglementaires.* Disponible à : <https://www.purposeinvest.com/funds/purpose-bitcoin-etf>

Evolve ETFs – communiqué/fiche produit. (2021, février). *Evolve Bitcoin ETF (EBIT) – documents réglementaires.* Disponible à : <https://evolveetfs.com/product/ebit>

iShares (BlackRock) – Europe. (2025). *iShares Bitcoin ETP (IB1T) – fiche produit (TER temporaire à 0,15 % jusqu'au 31/12/2025).* Disponible à : <https://www.blackrock.com/no/individual/products/337088/ishares-bitcoin-etp>

VanEck US – Prospectus HODL. (2024, 1er mars). *VanEck Bitcoin Trust (HODL) – Prospectus.* Disponible à : <https://www.vaneck.com/us/en/investments/bitcoin-etf-hodl/hodl-prospectus.pdf>

Franklin Templeton – EZBC. (2024-2025). *Franklin Bitcoin ETF (EZBC) – page officielle (custodien : Coinbase Custody).* Disponible à : <https://www.franklintempleton.com/strategies/bitcoin-etf>

CoinShares Valkyrie – dépôts SEC. (2024). *BRRR – Post-Effective Amendment / 10-K (multi-dépositaires : Coinbase Custody, BitGo, Komainu).* Disponible à : <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1841175/000199937124013008/brrr-posam.htm> et https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1841175/000199937125003309/brrr_10k-123124.htm

Articles :

Reuters. (2021, 20 février). *Canada's Purpose Bitcoin ETF amasses \$421.8 million in two days.* Disponible à : <https://www.reuters.com/technology/canadas-bitcoin-etf-amasses-421-8-million-two-days-2021-02-20>

Reuters. (2021, 19 octobre). *ProShares' bitcoin futures ETF (BITO) surges on debut.* Disponible à : <https://www.reuters.com/business/finance/proshares-bitcoin-futures-etf-debuts-2021-10-19>

Financial Times. (2024, 29 avril). *European bitcoin ETPs suffer mounting outflows as US spot ETFs attract billions.* Disponible à : <https://www.ft.com/content/ff885cb7-bebe-47a6-84b6-0875ea661424>

Bloomberg. (2025, 25 mars). *BlackRock Debuts Bitcoin Exchange-Traded Product in Europe (fee waiver to 0.15%).* Disponible à : <https://www.bloomberg.com/news/articles/2025-03-25/blackrock-debuts-bitcoin-exchange-traded-product-in-europe>

Reuters. (2025, 25 mars). *BlackRock launches first bitcoin product in Europe (domiciled in Switzerland; custodian Coinbase).* Disponible à : <https://www.reuters.com/technology/blackrock-launches-first-bitcoin-product-europe-2025-03-25/>.

ETF Express (WisdomTree). (2025, 26 mars). *WisdomTree reduces Physical Bitcoin ETP fee to 0.15%.* Disponible à : <https://etfexpress.com/2025/03/26/wisdomtree-reduces-physical-bitcoin-etp-fee-to-0-15-per-cent>

Reuters. (2024, 22 mai). *WisdomTree, 21Shares to list crypto products on the London Stock Exchange.* Disponible à : <https://www.reuters.com/business/finance/wisdomtree-list-crypto-products-london-stock-exchange-2024-05-22>

Investopedia. (2024, 10 janvier). *Spot Bitcoin ETFs Are Approved by SEC, Cleared to Start Trading Thursday.* Disponible à : <https://www.investopedia.com/spot-bitcoin-etfs-are-approved-by-sec-cleared-to-start-trading-thursday-8357670>

The Block – Data. (2025). *BlackRock IBIT AUM – live dashboard.* Disponible à : <https://www.theblock.co/data/crypto-markets/bitcoin-etf/blackrock-ibit-aum>

Farside Investors – Data. (2025). *Bitcoin ETF Flow (US\$m) – historical & daily.* Disponible à : <https://farside.co.uk/btc>

X – Eric Balchunas (Bloomberg). (2025). *\$IBIT crosses \$50B AUM in 227 days (record).* Disponible à : <https://x.com/EricBalchunas/status/1864654448858935524>

ETC Group / HANetf – communiqués. (2020–2024). *BTCE – premier ETN/ETP bitcoin à compensation centrale sur Xetra & mises à jour.* Disponible à : <https://hanetf.com/press-releases/worlds-first-centrally-cleared-bitcoin-etc-celebrates-its-third-anniversary> et <https://www.xetra.com/xetra-en/newsroom/press-releases/list-press-releases/World-s-first-centrally-cleared-Bitcoin-ETN-launched-on-Xetra-2062116>

*

À propos de l'Adan

L'Adan rassemble plus de 160 professionnels - nouveaux acteurs et entreprises établies - qui développent au quotidien l'innovation et les cas d'usage du web décentralisé dans tous les pans de l'économie. En levant les obstacles à leur croissance et leur compétitivité, l'Adan œuvre à l'émergence et au rayonnement des champions français et européens au service de notre souveraineté numérique. L'Adan promeut un encadrement adapté, proportionné et catalyseur de l'innovation, mais aussi une meilleure compréhension des nouvelles technologies blockchain, des crypto-actifs et de leurs opportunités.

Rédacteur

- **Sébastien Bellanger** – Alternant Adan
✉ sebastien.bellanger@edhec.com

Sous la supervision de :

- **Alizée Van Den Schrieck** – Juriste
✉ alizee.vandenschrieck@adan.eu
- **Jules Dubourg** – Secrétaire Général
✉ jules.dubourg@adan.eu

L'Adan remercie ses membres qui ont participé à la relecture de cet article.

*