

The Big Whale Report

Produits dérivés crypto :

Au coeur de la croissance institutionnelle

avec le soutien de



2025



Les dérivés, colonne vertébrale d'un secteur en maturation

Ce n'est pas une surprise, mais les dérivés crypto restent minuscules face à leurs équivalents traditionnels.

Fin juin 2024, la Banque des règlements internationaux recensait plus de 700 000 milliards de dollars d'encours notionnels pour les dérivés de taux et de change. À titre de comparaison, les dérivés crypto n'ont généré "que" 7 360 milliards de dollars de volumes échangés en août 2025.

L'écart reste vertigineux (quasiment de 1 à 100 !).

Mais replacés dans leur propre écosystème, les dérivés jouent déjà un rôle central. Ils représentent aujourd'hui environ les deux tiers des volumes échangés en crypto, soit une proportion comparable à celle observée dans la finance traditionnelle. Ce basculement du spot vers les contrats perpétuels ou à terme n'est pas anodin : il traduit la maturation du marché et la montée en puissance d'instruments qui facilitent la découverte des prix, accroissent la liquidité et offrent aux acteurs la possibilité de se couvrir contre la volatilité.

C'est aussi par les dérivés que s'opère l'institutionnalisation progressive du secteur. Des mineurs qui verrouillent leurs revenus futurs aux hedge funds qui arbitrent les marchés, en passant par les investisseurs long terme soucieux de gérer leur exposition, ces outils sont devenus indispensables. Ils fournissent des références de prix plus robustes et servent de socle à la création de produits financiers plus complexes, à commencer par les ETF.

Jusqu'ici, la grande majorité de ces volumes était concentrée sur des plateformes offshore, inaccessibles aux investisseurs institutionnels pour des raisons de conformité. Cette limite est en train de s'atténuer. Aux États-Unis comme en Europe, les premiers contrats perpétuels régulés sont désormais proposés par des acteurs agréés tels que Coinbase, Gemini ou One Trading. Ces initiatives ouvrent enfin la voie à une participation plus large des professionnels, capables d'intégrer ces instruments dans des portefeuilles diversifiés sous un cadre réglementaire reconnu.

Si marché des dérivés crypto reste un "nain" à l'échelle mondiale, son rôle interne et sa dynamique de structuration en font un pilier incontournable de l'écosystème.

Grégory Raymond
Head of Research





01

Les infos importantes

02

Les dérivés déjà au coeur du secteur crypto

03

Le rôle déterminant des dérivés

04

Les acteurs principaux

05

Clarification réglementaire en cours

06

Hyperliquid, une solide alternative onchain ?

07

L'analyse de The Big Whale

01

Les infos
importantes

Le CME pulvérise ses records

Le CME Group a connu un trimestre sans précédent sur les produits dérivés crypto. De juillet à septembre, les volumes cumulés sur futures et options ont atteint 901 milliards de dollars, établissant un nouveau record historique pour la bourse américaine. L'open interest a également atteint des niveaux inédits, avec une moyenne de 31,3 milliards de dollars et un pic à 39 milliards le 18 septembre. Cette dynamique s'inscrit dans un contexte de forte volatilité sur le marché, mais aussi dans une demande croissante des investisseurs institutionnels pour des expositions régulées.

Le CME adoptera le quasi "24/7" en 2026

Dès le début de l'année 2026, la négociation de tous les dérivés crypto du CME basculera vers un fonctionnement quasiment continu. L'opérateur prévoit de supprimer les coupures quotidiennes, ne conservant qu'une fenêtre de maintenance hebdomadaire réduite. Cette évolution est stratégique : les futures régulés devront offrir une expérience aussi fluide que celle des perpétuels sur les plateformes crypto, sans sacrifier la rigueur du cadre réglementaire américain. Ce passage au quasi-24/7 permet aussi au CME de capter des flux jusque-là réservés aux CEX, en particulier lors des épisodes de volatilité en soirée ou le week-end. Pour les desks institutionnels, cela change la donne : gérer l'exposition via des futures régulés devient plus simple, et les risques de "gap" entre fermeture et réouverture se réduisent mécaniquement.

Cboe crée les "Continuous Futures", version régulée des perps

Le Cboe Futures Exchange introduira le 15 décembre des produits inédits : les Continuous Futures sur BTC et ETH, des contrats sans date d'échéance, qui s'apparentent aux fameux perpétuels des CEX. À la différence des perps classiques, ces produits intègrent un mécanisme de fair value ajusté quotidiennement, associé à un margining centralisé et une supervision réglementaire complète. C'est une innovation majeure dans le monde des dérivés listés.

IBIT (BlackRock) dépasse Deribit sur les options Bitcoin

L'ETF IBIT de BlackRock est devenu, fin septembre, le principal sous-jacent de référence pour les options Bitcoin, avec un open interest estimé à 38 milliards de dollars, dépassant les 32 milliards de Deribit. C'est une bascule symbolique : pour la première fois, un instrument listé au NYSE sert de support principal aux marchés d'options Bitcoin, jadis dominés par une seule plateforme offshore.

Les hedge funds choisissent les dérivés pour s'exposer à la crypto

Une enquête AIMA / PwC publiée en novembre montre que 55 % des hedge funds détiennent désormais une exposition crypto, un niveau record. Parmi eux, 67 % utilisent exclusivement les dérivés — futures, options et swaps — pour gérer leurs positions. Ce choix s'explique par le besoin de s'exposer sans détenir directement les actifs, souvent compliqués en termes de garde, d'audit ou de compliance. L'étude révèle également que la progression la plus forte vient des fonds systématiques et des multi-stratégies, attirés par les niveaux de volatilité, la profondeur croissante des marchés régulés (CME, Cboe) et l'arrivée des options sur ETF crypto. Le spot, historiquement point d'entrée, devient marginal pour les institutionnels, qui privilégient la flexibilité et les exigences prudentielles des dérivés listés.

Gemini obtient sa licence MiCA à Malte et prépare le lancement de dérivés en Europe

Gemini franchit une nouvelle étape dans sa stratégie européenne. L'échange fondé par les jumeaux Winklevoss a obtenu sa licence MiCA auprès du régulateur maltais (MFSA), lui permettant de proposer ses services dans plus de 30 juridictions de l'Union européenne sous un cadre harmonisé. Cette approbation fait suite à l'obtention, en mai, de la licence MiFID II, qui autorise Gemini à offrir des produits dérivés, puis au lancement de ses actions tokenisées en Europe début juin. Avec cette double base réglementaire (MiCA + MiFID II), Gemini se positionne désormais comme l'un des rares acteurs capables de distribuer en Europe un catalogue complet mêlant spot, actions tokenisées et dérivés crypto régulés.

02

Les dérivés
déjà au
coeur du
secteur
crypto



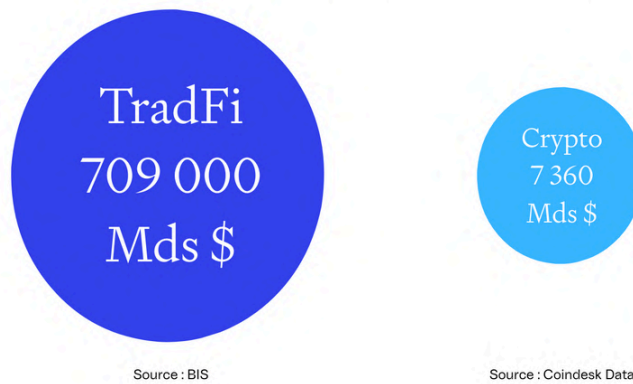
Analyse

Les dérivés déjà au coeur du secteur crypto

Un marché encore marginal si on le compare à son équivalent TradFi

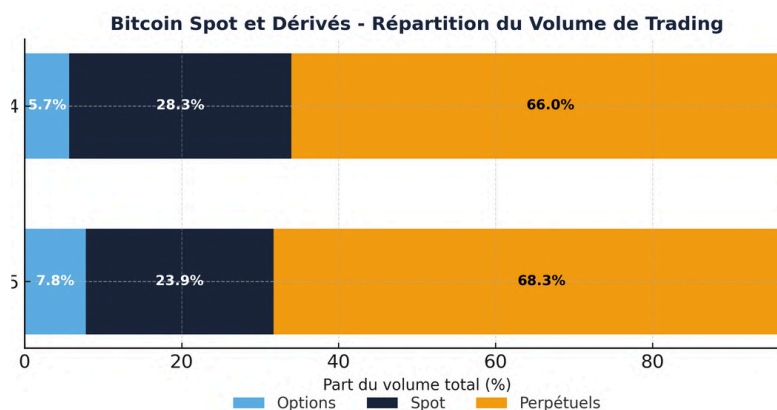
Les produits dérivés crypto restent très petits si on les compare à la masse colossale de la finance traditionnelle. Fin juin 2024, la Banque des règlements internationaux (BRI) recensait 579 000 milliards de dollars d'encours notionnels pour les dérivés de taux et 130 000 milliards pour les dérivés de change. En face, les dérivés crypto ont généré en août 2025 un volume mensuel de 7 360 milliards de dollars, soit un rapport de un à 100. Même si les métriques ne sont pas directement comparables (notionnels en encours pour la TradFi, volumes échangés pour la crypto), l'ordre de grandeur est sans appel : les dérivés crypto restent une niche face au système financier global.

Volumes d'échange mensuels des produits dérivés



75 % des volumes des plateformes crypto concernent les dérivés

À l'intérieur de l'écosystème, la dynamique est bien différente. Depuis plusieurs années, les dérivés ont dépassé le spot et représentent désormais environ 75 % des volumes traités. En août 2025, les volumes combinés spot et dérivés sur les plateformes centralisées ont atteint 9 720 milliards de dollars ; les dérivés seuls représentent 7 360 milliards. Cette proportion reflète la même logique qu'en TradFi : les investisseurs institutionnels comme les traders sophistiqués privilégient ces instruments pour se couvrir, spéculer ou arbitrer. Les dérivés sont aussi devenus essentiels : les ratios spot/futures montrent que ce sont aujourd'hui les perps qui dictent l'évolution du bitcoin et de l'ether.



03

Le rôle
déterminant
des dérivés



Mission

Le rôle déterminant des dérivés dans la structuration du secteur crypto

01

Découverte de prix et légitimité

Dans tout marché financier, la liquidité et la profondeur des dérivés permettent d'établir un prix de référence plus robuste. Pour le bitcoin ou l'ether, l'existence de marchés dérivés liquides limite les risques de manipulation sur le spot et donne aux investisseurs institutionnels davantage de confiance dans les cotations. C'est aussi une condition préalable à la création de produits structurés (ETF, ETN) qui nécessitent des références solides.

02

Couverture et gestion des risque

Les dérivés offrent la possibilité de se protéger contre la volatilité, inhérente aux cryptos. Les mineurs de bitcoins peuvent couvrir la valeur future de leur production, les investisseurs long terme peuvent se prémunir contre des corrections brutales, et les teneurs de marché ajuster leurs expositions. Dans un secteur où les fluctuations dépassent souvent 10 % en une journée, cette fonction est indispensable.

03

Accroissement de la liquidité globale

Les produits dérivés attirent des profils variés de traders (institutionnels, hedge funds, arbitragistes), mais aussi retail sophistiqué. Cette diversité alimente les carnets d'ordres, renforce la liquidité et réduit les spreads, ce qui profite à l'ensemble du marché, y compris au spot. On l'a vu lors des records de volumes : en période de volatilité, ce sont les perpétuels qui concentrent jusqu'à 30 milliards de dollars de volumes quotidiens, contre quelques milliards seulement sur le spot.

04

Institutionnalisation progressive

La montée en puissance des dérivés régulés ouvre le marché à des acteurs institutionnels qui ne pouvaient pas se tourner vers les plateformes offshore comme Binance ou OKX. Cela accroît la base d'investisseurs, facilite l'intégration des cryptos dans les portefeuilles diversifiés et rapproche ce marché des standards de la TradFi



04

Les acteurs
principaux



Mapping

Les acteurs principaux

Binance écrase la concurrence depuis sa plateforme offshore

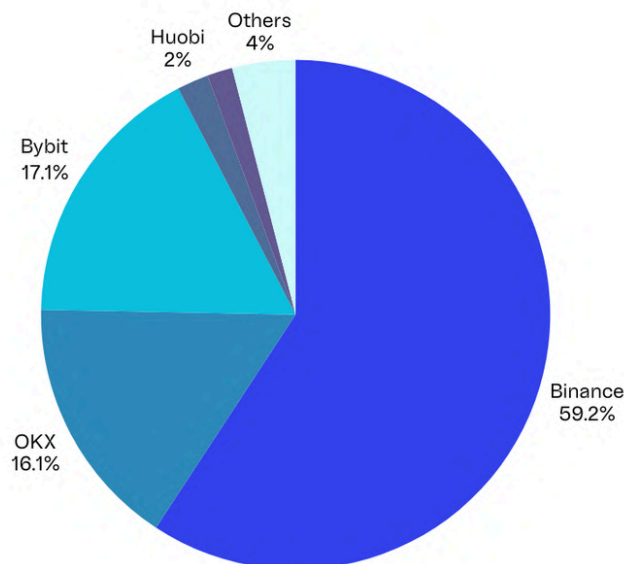
Le marché des contrats perpétuels reste concentré autour d'un trio de plateformes : Binance, Bybit et OKX, qui à elles seules captent près de 70 % de l'open interest sur le bitcoin. Leur domination s'explique autant par la profondeur de leurs carnets que par leur capacité à offrir une large gamme d'actifs et des conditions de trading compétitives.

Derrière ce podium, une deuxième ligne d'acteurs (Kraken, Gate.io, Bitget, XT.com, Gemini, KuCoin, BingX) grignotent des parts de marché, souvent en misant sur une stratégie différenciée : conformité pour Kraken, multiplication des paires exotiques pour Gate.io, politique d'incentives agressive pour Bitget, ancrage régional pour KuCoin ou BingX, etc.

Si leur poids reste limité face aux leaders, ces plateformes participent à la fragmentation de l'offre et à la diffusion des perps auprès d'un public plus large. Elles témoignent aussi d'une réalité : l'innovation et la concurrence se jouent principalement en offshore, loin des juridictions les plus strictes, ce qui explique en partie pourquoi les marchés régulés peinent encore à rivaliser en volume.

Une grande majorité de ces plateformes ne sont pas accessibles aux utilisateurs américains et européens pour des raisons réglementaires.

Parts de marché des dérivés par exchange



Source : Kaiko

05

Clarification
réglementaire
en cours



Cadre légal

Clarification réglementaire en cours

L'Europe et les États-Unis ont leurs premiers acteurs encadrés

Aux États-Unis, les contrats perpétuels sont en train de passer de l'ombre à la lumière. Depuis le 21 juillet 2025, Coinbase propose des perps sur BTC et ETH, entièrement régulés et conformes aux règles de la CFTC, avec jusqu'à 10x de levier et un modèle de contrat long-dated. Cela constitue une réponse directe aux traders confinés jusqu'alors aux plateformes offshore. Kraken propose également depuis juillet des produits dérivés aux États-Unis, grâce au rachat de la plateforme régulée NinjaTrader.

En Europe, la trajectoire est plus lente et exigeante : les dérivés, y compris les perps, tombent sous le coup de MiFID II lorsqu'ils sont proposés à des clients de l'UE, impliquant de lourds standards de transparence, licence et surveillance. À ce jour, seuls One Trading, OKX, Gemini et Kraken proposent des perps aux investisseurs européens grâce à la combinaison des licences MiFID II et MiCA.

Mais le paysage pourrait bientôt s'élargir : Bitstamp prépare une offre de perpétuels régulés en Europe en s'appuyant sur son agrément MiFID II, tout comme Coinbase ou Crypto.com.

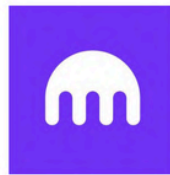
Plateformes disponibles en Europe et autorisées à offrir des dérivés



One Trading



OKX



Kraken



Gemini



Bitstamp



Coinbase



Crypto.com



06

Hyperliquid,
une solide
alternative
onchain ?



DEX

Hyperliquid, une solide alternative onchain ?

Pour la 1ère fois, un DEX Perp rivalise avec les grandes plateformes traditionnelles

Depuis son lancement, Hyperliquid s'est imposé comme l'un des projets DeFi les plus scrutés du moment. Construit autour d'une infrastructure décentralisée, il a réussi à capter une part significative du marché des dérivés crypto (5 %), jusqu'ici dominé par les grandes plateformes centralisées (CEX) comme Binance, Bybit ou OKX.

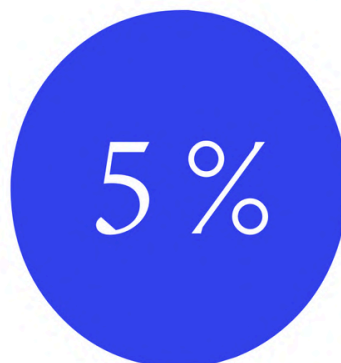
Le protocole repose sur un carnet d'ordres entièrement onchain, avec une exécution rapide et des coûts faibles, ce qui le rapproche de l'expérience proposée par des plateformes traditionnelles. En quelques mois, il a réussi à s'imposer dans le trading des contrats perpétuels, au point d'être désormais considéré comme un acteur crédible pour les traders natifs du secteur. Sa stratégie s'appuie aussi sur un alignement fort des incitations : les revenus générés alimentent des rachats de son token HYPE, et l'équipe a multiplié les initiatives communautaires, à commencer par de larges distributions aux premiers utilisateurs.

Au-delà du trading, Hyperliquid cherche à élargir son périmètre. Le lancement de l'USDH, son stablecoin natif, s'inscrit dans une logique de diversification et de consolidation de l'écosystème. L'idée est de capter une partie des revenus issus des réserves, aujourd'hui monopolisés par des émetteurs centralisés comme Circle. Mais la gouvernance autour de ce projet a déjà suscité des débats, certains dénonçant un processus trop fermé.

Reste que l'adoption institutionnelle d'Hyperliquid semble, à ce stade, difficilement envisageable. Le protocole fonctionne sans véritable procédure de KYC et n'entre dans aucun cadre réglementaire établi. Or les investisseurs institutionnels ne peuvent se permettre de traiter avec des infrastructures qui ne respectent pas les standards en matière de conformité et de gestion des risques. Le lancement d'un stablecoin accentue encore cette problématique, puisque les régulateurs exigent désormais des preuves solides en termes de réserves, d'audits et de transparence.

Un projet qui reste néanmoins à suivre de très près.

Part de marché du volume des dérivés sur Hyperliquid



Source : Hyperflows



Comparaison

Perp DEX vs CEX : deux architectures différentes

Sécurité

Les CEX régulés sont supposés protéger leurs utilisateurs. La pratique montre toutefois certaines failles : rappel à l'ordre par les régulateurs, faillite de FTX, ou encore le hack récent de Bybit.

Les perp DEX réduisent une partie de ce risque, car les utilisateurs conservent la garde de leurs fonds et peuvent les retirer à tout moment. L'activité et les dépôts sont en outre vérifiables en temps réel. En revanche, le risque principal est celui d'une vulnérabilité dans le code du protocole.

Certains CEX offrent néanmoins des solutions de garde externe via Copper, Ceffu ou Fireblocks, réservées à une minorité d'utilisateurs institutionnels. Dans les faits, la sécurité des CEX repose sur la loi, tandis que celle des perp DEX repose sur le code.

Fiabilité et performances

Les CEX les plus établis offrent une grande robustesse technique : peu d'interruptions et une capacité à absorber d'importants volumes avec une faible latence. À l'inverse, les perp DEX ont longtemps souffert des limites techniques des blockchains. Les réseaux saturaient vite, les transactions étaient lentes et les utilisateurs pouvaient subir des attaques de type MEV (maximal extractable value). Pour pallier ces contraintes, les perp DEX se sont installés sur des layers 2 avec séquenceur unique, ou sur des blockchains opérées par un petit nombre de validateurs colocalisés. C'est le cas d'Hyperliquid, dont les validateurs sont basés à Tokyo, à proximité des serveurs de Binance, ce qui facilite l'arbitrage pour les market makers.

Liquidité

La liquidité reste un enjeu central. Les plateformes doivent réduire le spread et disposer de volumes suffisants pour absorber les ordres. Les market makers jouent ici un rôle clé : en posant des ordres d'achat et de vente simultanément, ils assurent la profondeur du marché tout en capturant l'écart de prix. Une plateforme doit attirer à la fois market makers et utilisateurs. Ce cercle vertueux tend à concentrer l'activité sur quelques acteurs dominants, Binance étant devenu le principal lieu de formation des prix. Pour séduire les market makers, CEX et perp DEX proposent des remises, parfois jusqu'à des frais négatifs. Hyperliquid va plus loin en priorisant l'annulation des ordres maker par rapport aux taker afin de limiter l'exposition aux ordres dits toxiques. De plus, certains perp DEX déploient désormais des vaults qui agissent comme market makers, offrant un rendement aux déposants tout en améliorant la liquidité. Ces stratégies comportent néanmoins des risques de pertes.

Avantages spécifiques des perp DEX

Les perp DEX évoluent dans un cadre réglementaire incertain qui leur permet d'opérer là où les perps sont interdits aux particuliers, souvent sans procédure KYC. Le listing de nouveaux tokens est aussi plus rapide, sans audit préalable. Mais cette situation pourrait changer avec le durcissement des contrôles, en particulier sur les interfaces qui restent centralisées. Ils bénéficient également d'une forte interopérabilité avec la DeFi. Intégrés directement dans des wallets, agrégateurs ou protocoles de lending, ils étendent leur portée sans avoir à développer eux-mêmes ces services annexes. Hyperliquid illustre cette logique : son protocole est intégré dans Phantom, Rabby ou Infinex, qui offrent le trading de perps directement dans leur application. Les plateformes profitent d'une liquidité mutualisée, tandis que les applications monétisent leur base d'utilisateurs.

07

L'analyse de
The Big
Whale



Les plateformes régulées ont de nombreux défis à relever avec leurs concurrents offshore et les plateformes décentralisées

Les produits dérivés sont devenus l'épine dorsale du marché crypto. Ils représentent près des trois quarts des volumes échangés chaque mois, un poids qui confirme leur rôle central pour la liquidité et la formation des prix. Mais derrière cette domination se cache un paradoxe : la majorité de ces volumes est encore concentrée sur des plateformes opérant en dehors des grands cadres réglementaires.

Binance illustre cette réalité. Le géant mondial reste de loin le premier acteur sur les dérivés, avec plus d'un tiers des volumes. Mais la disponibilité de ses dérivés s'appuie encore sur des juridictions offshore et un modèle qui n'offre pas les garanties de transparence ou de conformité exigées par les investisseurs institutionnels. Ce statu quo explique pourquoi, malgré son poids, Binance reste à l'écart des grands flux venant de la finance traditionnelle.

En parallèle, la donne évolue aux États-Unis et en Europe. L'adoption de cadres clairs (par la CFTC aux États-Unis, MiFID II en Europe) a permis à des acteurs régulés comme Coinbase ou Kraken de lancer leurs propres offres de produits dérivés. Leur objectif est clair : capter une clientèle institutionnelle qui n'entrera dans ce marché qu'avec des contreparties agréées, soumises aux mêmes règles que les bourses traditionnelles. Ces initiatives en sont encore à leurs débuts, mais elles dessinent la voie d'une intégration progressive des dérivés crypto dans les portefeuilles institutionnels.

Un autre acteur bouscule le paysage : Hyperliquid. Ce protocole décentralisé, dont l'essor est fulgurant, pèse désormais une part croissante des volumes (5 %), au point d'apparaître comme un concurrent crédible face aux échanges centralisés. Son modèle, sans KYC et basé sur une gouvernance communautaire, séduit de nombreux traders à la recherche de profondeur de marché et de conditions flexibles.

Mais il constitue aussi une limite : sans vérification d'identité et sans encadrement réglementaire, Hyperliquid reste incompatible avec les standards institutionnels. Reste que son innovation, sa croissance et sa capacité à fédérer une communauté active en font un projet à suivre de près.

Ce rapport a été réalisé par
le service recherche de The Big Whale

www.thebigwhale.io

Nous contacter : contact@thebigwhale.io

