

Les marchés centralisés de cryptoactifs ont-ils un avenir ?

DOMINIQUE TORRE - GREDEG - UNIVERSITÉ CÔTE D'AZUR - CNRS

La faillite de FTX : les faits

La faillite de la plateforme de marché FTX, marché secondaire de cryptoactifs, a ébranlé le monde de la finance. En apparence du moins, les problèmes de FTX ont commencé début novembre (2022) avec les déboires de la société Alameda Research et ceux d'autres filiales de FTX. Alameda était spécialisé dans des placements à levier très risqués qu'elle aurait collatéralisé notamment avec des jetons (tokens) illiquides, pour partie émis par la plateforme de marché FTX elle-même et par certains de ses partenaires. Les « paris » de FTX se chiffrant à des montants énormes se sont révélés perdants : Alameda et FTX, sans liquidité pour honorer leurs engagements, ont cherché des solutions avant de faire défaut. Cette situation a conduit la plupart des partenaires de FTX à se débarrasser de leurs parts dans le groupe. On a vu Binance, le principal marché secondaire de crypto-actifs, à la fois concurrent mais aussi partenaire de FTX, liquider ses avoirs en jetons FTX (en acronyme FTT). Le 9 novembre, FTX a cessé de rembourser les avoirs de tous ses clients. Le 11 novembre, après une dernière et infructueuse tentative de sauvetage (Sam Bankman-Fried, le patron de FTX - depuis démissionnaire - aurait recherché 8 milliards de dollars pour sauver l'édifice) qui aurait même mobilisé Binance en chevalier blanc potentiel, FTX et 134 de ses filiales sont déclarés en faillite. La presse américaine révèle que FTX aurait détourné dans le cadre des opérations d'Alameda des montants compris entre 8 et 10 milliards de dollars de clients qui les lui avaient confiés pour une gestion beaucoup moins risquée. Puis, quelques heures plus tard, parce que nous sommes aussi dans le monde de la technologie et des hackers, FTX est piraté et 600 millions de dollars lui sont soustraits directement ou du compte de sa principale filiale américaine. L'origine de cette opération reste officiellement inconnue.

Cette faillite du 2ème (ou du 3ème selon la source) marché secondaire international de cryptoactifs entraîne des réactions en chaîne. Comme lors des krachs financiers, elles passent par les fondamentaux ou par des retournements d'anticipations/des réactions de perte de confiance. Côté fondamentaux, les contreparties lésées sur les produits à levier ne sont sans doute pas les plus à plaindre, mais il y a aussi toutes les sociétés, petites et grandes, dans lesquelles la galaxie FTX avait investi. Les clients de FTX également, qui avaient choisi la plateforme pour gérer leurs portefeuilles de cryptoactifs comme la société de capital-

risque Sequoia qui perd 150 millions de dollars, le fonds de pension des enseignants de l'Ontario au Canada et beaucoup d'autres. Côté anticipations, les concurrents de FTX qui craignent un assèchement des transactions sur leurs propres places et font face à des mouvements de panique chez leurs clients. Ces marchés s'appellent Binance bien sûr et la galaxie imaginée par son audacieux créateur Zhao Changpeng, Gemini et son propre écosystème, Blockfi ou encore Coinbase. En France, c'est Coinhouse, et puis bien d'autres sur les 5 continents. Blockfi annonce rapidement la suspension des retraits de ses clients.

Victimes d'un mouvement de panique, Gemini et Genesis - la banque de prêts en cryptos liée à la plateforme -, cessent aussi d'exécuter les demandes de retrait de leurs comptes. Coinhouse fait de même temporairement. Binance qui voit que la crise devient systémique propose d'abonder de 1 milliard de dollars un fonds pouvant servir de base de dédommagements aux victimes de la faillite. Il est suivi par d'autres opérateurs, pour des montants plus modestes. A l'heure où s'écrit ce texte, la crise se poursuit et chaque jour apporte de nouveaux développements à une situation qui n'est pas encore réellement stabilisée.

Il va sans dire que cryptoactifs eux-mêmes, déjà en petite forme depuis le déclenchement de la guerre en Ukraine, sont à nouveau plombés par le chaos qui frappe leurs marchés secondaires.

Pourquoi un tel déferlement ?

Comme Binance, Gemini ou Blockfi, FTX est une plateforme tenant lieu de marché secondaire centralisé de cryptoactifs (avec l'acronyme CEFI pour Centralized Finance). Un peu paradoxalement dans le monde des cryptoactifs dont l'une des caractéristiques essentielles est la validation des échanges par le biais de blockchains - des processus décentralisés -, ces marchés sont apparus comme une manière efficace de rechercher de la liquidité et de la sécurité, deux avantages que la centralisation procure plus facilement. Autre bénéfice des CEFI, ils permettent l'organisation de prêts et d'emprunts en cryptoactifs

(essentiellement des stable-coins eux-mêmes sécurisés par une couverture en devise), sorte de compartiment obligataire du monde des cryptos : pour le prêteur, ce sont des rendements supérieurs à ceux du marché obligataire, et pour l'emprunteur la possibilité de réaliser des leviers intéressants. Aux côtés de ces plateformes CEFI figurent les plateformes décentralisées (DEFI) : elles poussent la logique des cryptoactifs à son terme en reposant sur des *smart-contracts* (contrats intelligents en français) qui organisent les transactions sans chambre de compensation mais à nouveau à l'aide de blockchains. Laissons-les de côté puisqu'elles ne sont pas concernées à ce jour.

A première vue, les plateformes CEFI semblent donc à même de sécuriser les transactions, un peu comme une version raisonnable de l'univers des cryptoactifs, avec ses stable-coins peu risqués, et un modèle économique « à l'ancienne » reposant sur les commissions et les coûts de transaction.



Mais pour FTX, cette forme d'intermédiation a dû sembler bien timide. En créant de nombreuses structures, aux objectifs différents mais aux connexions avérées avec la maison mère, les fondateurs de FTX créaient un groupe financier qu'ils espéraient ultra-performant. A eux les rendements l'Alameda, mais aussi les primes de risques qu'ils ne paieraient pas aux clients FTX pour la plupart inconscients du sort de leurs dépôts. Ils échappaient aussi aux régulations nationales qui excluent de tels montages pour les teneurs de marché. Grâce à sa constellation de filiales, FTX se serait servi des dépôts de ses clients comme garantie d'opérations spéculatives menées pour son compte propre. Si les vérifications le confirment, débarrassées de sa terminologie crypto, ces opérations reviendraient à imaginer qu'Euronext, ou une des plateformes alternatives concurrentes, sortent de leur activité d'intermédiation pour prendre des risques et accroître leur rendement en se servant des placements sans risque de ses clients. FTX est-elle la seule plateforme dans ce type de position ? L'actualité semble indiquer que certains de ses concurrents ont aussi un peu tout mélangé. De quelle nature est par exemple le lien entre Gemini et Genesis, la banque spécialisée dans le prêt de cryptoactifs qui semble proche de la faillite ? On se souvient aussi que juste avant l'éclatement de la crise FTX, on lisait que Binance se proposait d'acheter une banque. Est-ce un hasard ? Verra-t-on d'autres tandems ou attelages renoncer dans les jours qui viennent, et surtout mettre en évidence des liens étranges entre plateformes CEFI, banques et sociétés financières ?

Que faire après ça ?

A chaque crise financière, on recherche des solutions qui n'ont généralement pas l'avantage de prévenir toute crise future, mais au moins d'empêcher que les mêmes types crises ne se reproduisent. Le contre-exemple est celui des crises mexicaine, asiatique et russe de la fin du siècle dernier, crises semblables mais rapprochées dans le temps pour que les régulateurs n'aient pu les patcher à temps. Si nous en avons les moyens, il faudrait éviter ce type de mésaventure et analyser les disfonctionnements. La crise actuelle présente en effet 3 spécificités : (i) elle est le fait d'une gouvernance opaque de structures imbriquées, (ii) ces montages juridico-financiers bénéficient d'une extraterritorialité qui les rend incontrôlables, (iii) ils traitent de produits que leurs partenaires ne maîtrisent pas bien, ce qui leur donnent un avantage informationnel dont ils peuvent abuser.

-Réformer la gouvernance

Les questions de gouvernance sont au centre de nombreuses crises financières. L'imbrication des structures de titrisation du risque de contrepartie des années 2000 a obscurci l'identification par les parties du responsable des paiements à réaliser en cas de défaut de l'emprunteur. La crise dite des *subprimes* en a été la conséquence. Dans le cas présent, le bon sens voudrait que l'on ne puisse être responsable d'une activité de marché, c'est-à-dire d'une activité consistant à organiser les transactions et en même temps d'une activité bancaire ou de gestion de portefeuille, *a fortiori* de gestion alternative. On parle aujourd'hui de séparer l'activité de dépositaire d'actifs de celle de gestionnaire des fonds spéculatifs opérant sur les plateformes. Une spécialisation des rôles, une étanchéité des structures de gouvernance, entraveraient l'émergence de conflits d'intérêt semblables à celui qu'on observe aujourd'hui.

-Combattre l'extraterritorialité

La France, via l'Autorité des Marchés Financiers, a une position singulière au niveau international. En mars 2020, elle a agréé comme prestataire de services numériques - un statut d'intermédiation prévu par la loi PACTE - la plateforme Coinhouse. La rédaction de loi PACTE se présente dans ce domaine comme l'énumération d'activités devant demander agrément : la conservation, l'achat, la vente et l'échange d'actifs numériques. D'autres activités ne sont pas tenues à bénéficier de cet agrément comme la gestion d'un portefeuille d'actifs numériques. C'est une lacune que de ne pas interdire à une plateforme de cumuler les deux types de tâches. L'AMF ne l'a pas souligné, et n'a pas pris beaucoup de précautions avant d'agréer Coinhouse. Si elle semble très imparfaite, la prise en charge de Coinhouse par l'AMF est cependant un premier pas. Les principales CEFI, comme Binance, installé

notamment à Malte - membre de la Communauté Européenne -, sont en situation d'extra-territorialité. Cette situation n'est pas admissible compte tenu des montants gérés par ces marchés secondaires. Comme dans d'autres domaines, seule une institution internationale pourrait cependant se saisir de cette question et tenter d'améliorer la situation, sans certitude d'y parvenir. Des instances telles que la Banque des Règlements Internationaux ou le Fonds Monétaire International pourraient être mobilisées, avec le soutien des principales autorités politiques mondiales pour rendre par exemple hors la loi les structures réfractaires.

-Eclairer le contenu des transactions

L'une des principales conséquences de l'effondrement de FTX est une nouvelle perte de confiance dans les cryptoactifs eux-mêmes. Les problèmes de FTX ou ceux qui affectent ses concurrents sont bien entendu liés aux activités des plateformes et non à la nature des produits qu'elles négocient. On ne peut cependant nier que l'émergence de plateformes audacieuses/peu scrupuleuses dans l'univers de cryptoactifs n'est pas une coïncidence. Et cela pour deux raisons. (i) Les amateurs de risques, stimulés par un couple risque/rendement très extrême, sont nombreux parmi les détenteurs de cryptoactifs qui présentent justement de telles caractéristiques. Nos étudiants qui se passionnaient pour le

NASDAQ en 1999, pour les produits structurés et les options exotiques dans les années 2000, sont maintenant stimulés par des cryptoactifs dont certains connaissent bien la nature mais que d'autres prennent pour la poule aux œufs d'or. Ceux qui gouvernent l'activité financière associée aux cryptoactifs ont peut-être été comme eux au tout début. Puis, ils ont compris qu'ils pouvaient faire de leurs frissons une source de revenu fondée sur leur avantage informationnel, sans perdre pour autant leur tendance à sous-estimer le risque, avant qu'il ne se concrétise pas par des pertes abyssales. (ii) Quant à leur partenaires, investisseurs de tous bords, mais aussi financiers traditionnels, ils sont un peu perdus.

L'opacité des blockchains, le galimatias des *white papers* censés expliquer le contenu des différents produits, mais souvent écrits par des informaticiens dans un langage seulement compréhensible par eux seuls, les découragent et les détournent même d'un investissement intellectuel pourtant nécessaire pour bien évaluer le contenu de leurs décisions, qu'ils acquièrent des cryptoactifs ou qu'ils les prêtent sur une plateforme. Dans ce domaine, seule la formation de tous les financiers aux caractéristiques et aux risques liés aux cryptoactifs et aux activités qu'ils génèrent pourrait s'avérer efficace dans un terme proche.

Les marchés secondaires de cryptoactifs sont nécessaires comme tous les marchés secondaires, dès que nous admettons l'existence des marchés primaires qui émettent les produits dont ils assurent la revente et le prêt. Peut-on imaginer que la crise actuelle et les formules décentralisées marginaliseront les formules centralisées qui défraient aujourd'hui la chronique ? Il est trop tôt pour conclure. Il n'est d'ailleurs pas certain que les marchés décentralisés passent eux-mêmes au travers des crises futures. Si nous parvenons à canaliser la crise présente, et à en éviter d'autres qui lui ressemblent, il faudra juste après se poser la question plus complexe de l'utilité économique et sociale des cryptoactifs, plus précisément des différentes catégories de cryptoactifs et de l'activité qu'ils génèrent.