

Gestion des investissements et blockchain : le grand remaniement

Opportunités et risques pour les gérants d'actifs 2.0



Alessandro Tentori,
AXA IM Italy CIO & Rates Strategist
Research – Core Investments

Laurence Arnold,
Head of Innovation Management &
Strategic Initiatives



Points clés

- Il est fort probable qu'à l'avenir, la blockchain ait un impact sur chaque aspect des activités d'un gestionnaire d'actifs, ce qui influera considérablement sur les tendances en matière de productivité et de rentabilité au sein du secteur dans son ensemble
- La blockchain a le potentiel de réduire la complexité de la gestion d'actifs
- Dans cet article, nous examinons plusieurs aspects de la blockchain que nous jugeons particulièrement pertinents dans notre périmètre, de la tokenisation des fonds et des titres à l'inclusion financière
- Nous évoquons également brièvement les monnaies numériques et les défis qu'elles sont susceptibles de présenter pour l'architecture financière actuelle
- Selon nous, l'avenir de la gestion de fonds repose davantage sur les nouvelles techniques de finance décentralisée (DeFi) que sur l'ajustement de nos modèles opérationnels existants en vue de les adapter à un système décentralisé

Nous pensons que la technologie « blockchain » va considérablement perturber le secteur de la gestion d'actifs. L'univers de la gestion des investissements est complexe et comporte de nombreux intermédiaires. Notre environnement réglementé compte une multitude de tiers de confiance, c'est-à-dire d'institutions financières visant à protéger les investisseurs. Compte tenu de la pression omniprésente qui s'exerce sur les commissions, cette technologie pourrait nous permettre de repenser nos modèles et de susciter des gains d'efficacité tout en préservant les intérêts de nos clients.

Dans le secteur de la gestion d'actifs, les initiatives menées ces dix dernières années autour de la technologie blockchain ont été expérimentales. Aucune mise en œuvre concrète n'a été effectuée et nul ne savait comment et quand cette technologie pourrait être étendue et parvenir à maturité. Toutefois, l'activité s'est intensifiée depuis un an, à tel point que la blockchain fait désormais partie du paysage de la gestion d'actifs.

Les plateformes ont acquis de nouveaux moyens de distribution des fonds, les banques centrales travaillent sur les monnaies numériques en réaction aux moyens de

paiement numériques privés potentiels¹ et les autorités élaborent de nouveaux cadres de réglementation. En avril, la Banque européenne d'investissement a émis une obligation numérique de 100 millions d'euros sur Ethereum, une blockchain décentralisée et open-source.

Parallèlement, le secteur plus global de la finance décentralisée (DeFi) et des crypto-monnaies traverse une période d'expansion spectaculaire. Au total, notre cadre de références financières se trouve profondément remodelé.

L'importance de la technologie blockchain

La technologie blockchain permet avant tout aux crypto-monnaies d'exister. Dans le secteur des services financiers, c'est son impact sur l'écosystème qui suscite une rupture majeure. Nous pensons que l'ensemble de la chaîne de valeur peut bénéficier de cette technologie car elle permet de supprimer des échelons, d'accélérer le traitement des transactions financières et de faciliter l'échange et la conservation des données. Les actifs numériques, la finance décentralisée et la « tokenisation » des titres financiers et des liquidités devraient, selon nous, profondément modifier notre mode de fonctionnement.

Aujourd'hui, la technologie des registres distribués (Distributed Ledgers Technology, DLT), qui sous-tend la technologie blockchain, permet à un émetteur d'enregistrer directement des titres et des fonds dans une base de données distribuée. Les contrats intelligents les rendent programmables et permettent d'automatiser les processus de bout en bout, c'est-à-dire de déclencher automatiquement des événements.

La technologie DLT peut permettre de résoudre certains problèmes au sein de l'écosystème de la gestion d'actifs. Le processus de rapprochement de vastes séries de données entre organisations pourrait, par exemple, être considérablement simplifié dans la mesure où l'infrastructure et les protocoles technologiques permettent à de multiples parties prenantes d'accéder à ces données, de les valider et de les enregistrer simultanément et de manière immuable sur un réseau décentralisé.

Pour nos clients, cette technologie sera synonyme d'efficacité, de transparence, de données en temps réel et d'accès à des réseaux mondiaux, tout en offrant la possibilité de réduire les risques opérationnels et de contrepartie, ainsi que les coûts. Elle a également le potentiel d'attirer de nouveaux clients car la tokenisation ouvre de nouvelles perspectives, comme l'accès à des actifs ou à des fonds illiquides par le biais du fractionnement.

La finance décentralisée (DeFi) a recours aux contrats intelligents pour exécuter des processus assortis de règles

commerciales et de paiements intégrés. Dans l'univers de la DeFi, les détenteurs d'actifs peuvent directement prêter des actifs et de l'argent, assurer des actifs et payer des intérêts. Le fait de disposer d'un réseau peer-to-peer instantané offre une série d'opportunités à nos clients. De notre côté, en tant que gestionnaire d'actifs, nous comptons continuer à apporter de la valeur grâce à des solutions intégrant de nouveaux types d'actifs et des processus simplifiés.

Tokenisation des fonds, titres et liquidités

Des changements fondamentaux interviennent tout au long de la chaîne de valeur. De la distribution de fonds aux investissements, en passant par les processus de négociation et de post-négociation, la technologie blockchain influe principalement sur les procédures de middle et de back-office.

L'activité de distribution de fonds constitue un exemple intéressant d'application de cette technologie. Les processus sont fragmentés entre différents marchés locaux ; le nombre d'intermédiaires est élevé et il faut procéder à des rapprochements permanents. Le manque de transparence et les modèles de distribution coûteux s'ajoutent aux (bonnes) raisons de tirer parti de cette technologie dans cet univers.

La tokenisation des fonds (émission de fonds sur la blockchain), l'automatisation des souscriptions et les flux de rachat par le biais de contrats intelligents permettent de réaliser des gains d'efficacité importants.

La tokenisation permet en outre le fractionnement, lequel présente de multiples avantages, notamment celui d'attirer de nouveaux investisseurs particuliers dotés d'un capital plus modeste et de créer de la liquidité pour les fonds détenant des actifs illiquides.

Les titres financiers sont susceptibles d'être émis sur la blockchain, ce qui pourrait réduire les coûts d'émission, rationaliser les processus de règlement, réduire les rapprochements entre établissements financiers et, au final, permettre la création d'un cycle de vie des actifs entièrement automatisé.

L'expérience des MNBC

Pour exploiter pleinement le potentiel des cycles de vie automatisés, il est essentiel de disposer de liquidités sur la chaîne, autrement dit d'éviter les dépôts en espèces ou les comptes séquestres détenus temporairement par des tiers à des fins de règlement. C'est pourquoi AXA IM soutient pleinement le développement des monnaies numériques de banque centrale (MNBC). Pour notre part, nous pensons qu'une MNBC « n'est ni une crypto-monnaie ni une

¹ Blog de Fabio Panetta, membre du Directoire de la Banque centrale européenne, 2 octobre 2020

technologie totalement nouvelle, mais plutôt une évolution naturelle de la monnaie visant à faire face à l'évolution rapide de la technologie »². Le programme de recherche en matière de MNBC est encore en phase d'élaboration, les chercheurs et les professionnels du secteur s'efforçant de résoudre des questions fondamentales liées à la politique monétaire numérique et à la stabilité financière. En outre, les aspects macroéconomiques et géostratégiques plus globaux liés aux MNBC ne doivent pas être négligés.

D'un point de vue pratique, nous avons récemment participé à une expérience dans ce domaine³. Lancée par la Banque de France en collaboration avec un groupement d'institutions financières, elle a été menée sur une blockchain privée où ont été simulés les processus d'émission et de règlement de titres non cotés et le règlement de titres cotés. Cette expérience a montré l'intérêt d'utiliser une MNBC à des fins de règlement, ouvrant ainsi la voie à une automatisation du cycle de vie des investissements.

Plus généralement, les MNBC constituent, au sein d'un écosystème monétaire plus large, un sous-ensemble composé de stablecoins, c'est-à-dire de jetons de paiement dont la valeur est liée à un actif de référence ou à une classe d'actifs. Les principaux paramètres qui définissent cet écosystème sont le filet de sécurité (garantie totale/partielle) et le bilan (public/privé)⁴.

Stablecoins : contre la volatilité

Selon nous, le filet de sécurité est une des principales caractéristiques qui distinguent les stablecoins. Il s'agit là d'un élément de conception fondamental, susceptible d'influer sur le processus d'adoption de toute monnaie numérique émergente. L'idée est de limiter les fluctuations de prix excessives caractéristiques des crypto-monnaies afin d'aligner la nouvelle monnaie numérique sur les monnaies traditionnelles existantes : « *Conçus à l'origine comme un moyen de paiement accessible et sans frontières, les crypto-actifs ont été généralement marqués par une forte volatilité des cours et une capacité limitée de traitement des transactions par rapport aux mécanismes existants... Les concepteurs des crypto-actifs baptisés « stablecoins » visent à réduire la volatilité en ancrant la monnaie sur un actif de référence (p. ex. une monnaie souveraine) ou sur un panier d'actifs* »⁵.

En l'absence de réglementation complète, les avantages que présente l'adoption des stablecoins pour notre système

monétaire sont probablement inférieurs à ceux d'une MNBC (risque de contrepartie, format non standard, moyens de paiement non universels, etc.). Cela étant, il convient également d'envisager un modèle hybride, dans lequel « *le secteur public pourrait se concentrer sur l'émission de pièces numériques et la fourniture d'une monnaie saine, tandis que le secteur privé pourrait élaborer des rails et des applications* »⁶.

Face aux diverses options qui se présentent, notre sentiment est qu'un cadre réglementaire cohérent sera comme toujours l'instrument de choix des responsables politiques pour mieux aligner les incitations et les risques. Parallèlement, AXA IM continuera d'examiner les possibilités de mise en œuvre complète des cycles de vie des actifs numériques à l'échelle mondiale, afin de nous permettre de projeter les futurs modèles opérationnels.

Crypto-actifs ou crypto-monnaies ?

Le terme « crypto-monnaie » est souvent trompeur. Par définition, une monnaie doit servir de numéraire, de moyen de paiement, de réserve de valeur et de support d'information (cette dernière fonction de la monnaie est liée à la révolution Fintech). Comme l'ont souligné [B. Rosa et A. Tentori en juin 2021](#), AXA IM doute sérieusement de la capacité des crypto-actifs à remplir simultanément les quatre conditions requises. En particulier, la très grande volatilité des taux de change observée sur les crypto-monnaies de référence comme le bitcoin n'est pas particulièrement adaptée à la fonction de « réserve de valeur ».

La valorisation est un autre aspect inquiétant. La valeur actuelle d'un flux de trésorerie est universellement considérée comme l'une des pierres angulaires de la finance. Chaque fois qu'un économiste est confronté à un actif dont le flux de trésorerie ne peut être projeté selon des hypothèses raisonnables, il est perdu. Pourtant, des actifs comme les tableaux, les start-ups ou les crypto-actifs eux-mêmes ont bien un prix. Plusieurs modèles de valorisation ont été proposés pour les crypto-actifs, certains basés sur une modification de la théorie quantitative de la monnaie d'Irving Fisher, d'autres sur le concept de la loi de Metcalfe selon laquelle la valeur d'un réseau est proportionnelle au carré du nombre de ses utilisateurs. À ce stade, aucun cadre de valorisation des crypto-actifs n'est encore universellement accepté, ce qui limite leur rôle dans les modèles d'allocation modernes.

² Tentori, A., « [Central bank digital currencies: policy and design](#) », AXA IM Research, 17 mars 2021

³ « [La Banque de France conduit avec succès une expérimentation de monnaie numérique de banque centrale avec un groupement d'acteurs piloté par LiquidShare](#) », communiqué de la Banque de France, 25 juin 2021

⁴ Adrian, T. and Mancini-griffoli, M., « [Central Bank Digital Currencies: 4 Questions and Answers](#) », Blog du FMI, 12 déc. 2019 et Catalini, Ch. &

Massari, J., « [Stablecoins and the Future of Money](#) », Harvard Business Review, 10 août 2021

⁵ Cœuré, B., « [Update from the Chair of the G7 working group on stablecoins](#) », Banque des règlements internationaux, 18 juillet 2019

⁶ Catalini, Ch. & Massari, J., « [Stablecoins and the Future of Money](#) », Harvard Business Review, 10 août 2021

Le problème de la valorisation des crypto-actifs peut également être examiné en établissant des parallèles avec les sciences cognitives et la théorie de la complexité. La présence d'un réseau, la singularité économique des rendements croissants ainsi que le processus aléatoire d'adoption des technologies sont des facteurs communs qui influent sur la valorisation d'actifs tels que les crypto-actifs et les entreprises numériques⁷.

Les crypto-actifs sont en grande partie considérés comme une nouvelle classe d'actifs et, en tant que tels, sont susceptibles de jouer un rôle important dans les modèles d'allocation en portefeuille dans un avenir proche. En tant que société d'investissement à long terme responsable, nous avons décidé collectivement de proscrire les investissements en bitcoins pour de nombreuses raisons, notamment leur impact environnemental. Les monnaies utilisant ce qu'on appelle la « preuve d'enjeu » (proof of stake), un mécanisme utilisé par les réseaux blockchain pour obtenir un consensus distribué, constituent un terrain d'investissement intéressant, même si nous ne souhaitons pas le développer à ce stade. Les récents mouvements des crypto-monnaies ont suscité un intérêt à l'échelle mondiale, même si, en tant que gestionnaire d'actifs, nous nous intéressons davantage aux technologies sous-jacentes et à leur potentiel de rupture pour nos processus de gestion d'actifs qu'à la classe d'actifs elle-même.

Les défis à venir

L'utilisation à grande échelle de la technologie blockchain est encore très théorique. À l'heure actuelle, la réglementation européenne limite l'émission de titres financiers aux opérations privées et l'investissement dans ces jetons de sécurité réintroduit à ce stade un risque opérationnel dans la mesure où ce nouveau processus post-négociation est effectué manuellement, en raison d'un manque d'intégration et de transferts de responsabilités.

Les gestionnaires d'actifs évoluent dans un environnement strictement réglementé. Les modèles opérationnels dépendent de structures extérieures (p. ex. dépositaire, conservateur, agent de transfert, dépositaire central de titres) qui sont toutes assujetties à des obligations réglementaires, y compris à des contrôles, et qui sont nos tiers de confiance. L'utilisation de la technologie blockchain peut en théorie remplacer ces acteurs de confiance pour une partie de leurs missions, mais pas dans notre cadre réglementaire actuel. La Commission européenne a publié dans un premier temps un régime pilote pour les infrastructures de marché reposant sur la technologie DLT, et les instances de réglementation locales collaborent avec les

institutions financières pour stimuler la transformation européenne là où elle est nécessaire. Cet exercice reste difficile pour l'ensemble de l'écosystème dans la mesure où certains aspects juridiques et réglementaires restent incertains.

La récente prolifération de solutions basées sur la blockchain ne fait que renforcer la complexité de notre écosystème financier actuel. Il n'y aura pas de big bang ; la situation évolue peu à peu, mais toujours beaucoup plus vite que prévu. Les normes seront définies avec le temps.

Inclusion financière : accroître le volume d'actifs gérés

Le terme « inclusion » occupe une place de choix dans les priorités politiques mondiales. En 2020, quelque deux milliards de personnes n'ont toujours pas accès aux services financiers⁸, tandis que 5,28 milliards de personnes possèdent un appareil mobile⁹ selon la GSMA, l'organisation professionnelle du secteur de la téléphonie mobile.

Compte tenu du pourcentage relativement élevé d'adultes financièrement exclus, l'inclusion peut être favorisée par la technologie DLT dans plusieurs domaines tels que l'identité économique, les services de transfert de fonds, les services aux réfugiés et aux migrants ou l'identité numérique pour les citoyens en situation de pauvreté. [J. Carlson et ch. Moy](#) estiment que l'inclusion financière, définie comme la prestation de services financiers par téléphone mobile, Internet ou cartes bancaires, devrait permettre d'augmenter le PIB annuel des marchés émergents de 3 700 milliards de dollars et de créer 95 millions de nouveaux emplois dans tous les secteurs. Toutefois, l'inclusion financière concerne également les économies développées dans la mesure où « *il est difficile de défendre un système dans lequel 15 % des adultes américains se situant dans la tranche inférieure de 40 % de la répartition des revenus ne sont pas « bancarisés » et où les titulaires de comptes à faible revenu, en particulier les clients noirs et hispaniques, paient plus de 12 dollars par mois pour un accès de base au système financier* »⁶.

Si la sphère sociale est de la plus haute importance pour les responsables politiques mondiaux, comme en témoignent la microfinance et la micro-assurance¹⁰, le secteur de la gestion d'actifs ne doit pas négliger la nouvelle clientèle de particuliers potentielle résultant d'une telle évolution technologique. Cette occasion ne résulte pas seulement d'une augmentation manifeste du volume d'actifs gérés, mais aussi de la probabilité d'une faible saturation et de marges bénéficiaires élevées associées à ce nouveau groupe d'investisseurs finaux.¹¹

⁷ Lione/Tentori, « *Cryptoasset Valuation* », à paraître (2021)

⁸ « [The World's Unbanked Population](#) », Acuant, 25 novembre 2020

⁹ « [How Many People Have Smartphones Worldwide](#) », Bankmycell, sept. 2021

¹⁰ « [How blockchain Supports Financial Inclusion](#) », Deloitte, 2018

¹¹ Par rapport aux segments surbanqués des clients fortunés et des institutions, dans lesquels la concurrence est féroce et les marges bénéficiaires limitées.

Notre point de vue

Aujourd'hui, les modèles B2C sont déjà en pleine mutation. Avec l'avènement des monnaies numériques, une partie de l'activité de distribution de fonds communs de placement pourrait migrer des guichets bancaires vers les plateformes numériques et l'utilisation des technologies Blockchain pourrait accélérer cette tendance à la décentralisation.

Pour le secteur des services financiers, la blockchain n'est pas encore une priorité, en partie à cause du discrédit qui entoure son utilisation dans des crypto-monnaies non réglementées comme le bitcoin. La blockchain remet en question les fondements structurels de nombreux secteurs des services financiers. Mais dans un secteur en proie à des marges réduites, le potentiel de croissance et de renouvellement est bien présent.

Cette technologie permettra selon nous aux gestionnaires d'actifs capables de l'exploiter de réaliser des économies et de générer de nouveaux revenus.

Le secteur doit utiliser ces technologies de manière stratégique afin de réduire les échelons et la complexité des fondements sur lesquels reposent les sociétés de gestion

d'actifs. Le secteur sera ainsi plus agile et les coûts diminueront pour les clients. Selon nous, l'avenir de la gestion de fonds repose davantage sur les nouvelles techniques de finance décentralisée que sur l'ajustement de nos modèles opérationnels existants en vue de les adapter à un système décentralisé. Le mot « rupture » est pertinent et nous offre des possibilités infinies de redéfinir nos éventuels modèles économiques futurs.

Nos analyses sont disponibles en ligne :



Insights Hub

The latest market and investment insights, research and expert views at your fingertips

www.axa-im.com/insights

DISCLAIMER

This document is for informational purposes only and does not constitute investment research or financial analysis relating to transactions in financial instruments as per MIF Directive (2014/65/EU), nor does it constitute on the part of AXA Investment Managers or its affiliated companies an offer to buy or sell any investments, products or services, and should not be considered as solicitation or investment, legal or tax advice, a recommendation for an investment strategy or a personalized recommendation to buy or sell securities.

It has been established on the basis of data, projections, forecasts, anticipations and hypothesis which are subjective. Its analysis and conclusions are the expression of an opinion, based on available data at a specific date.

All information in this document is established on data made public by official providers of economic and market statistics. AXA Investment Managers disclaims any and all liability relating to a decision based on or for reliance on this document. All exhibits included in this document, unless stated otherwise, are as of the publication date of this document.

Furthermore, due to the subjective nature of these opinions and analysis, these data, projections, forecasts, anticipations, hypothesis, etc. are not necessary used or followed by AXA IM's portfolio management teams or its affiliates, who may act based on their own opinions. Any reproduction of this information, in whole or in part is, unless otherwise authorised by AXA IM, prohibited.

Issued in the UK by AXA Investment Managers UK Limited, which is authorised and regulated by the Financial Conduct Authority in the UK. Registered in England and Wales No: 01431068. Registered Office: 22 Bishopsgate London EC2N 4BQ

In other jurisdictions, this document is issued by AXA Investment Managers SA's affiliates in those countries.

AXA Investment Managers SA

Tour Majunga – La Défense 9 – 6 place de la Pyramide 92800 Puteaux – France
Enregistrée au Registre du commerce et des sociétés de Nanterre sous le numéro 393 051 826