

# La tokénisation : révolution ou évolution ?

– Document réservé aux investisseurs professionnels –

# 11/21

Novembre 2021

Qui peut bénéficier de la  
tokénisation d'actifs ?

p. 06

## En un coup d'œil

- En un mot, la tokénisation d'un actif consiste à émettre une représentation numérique de cet actif gérée sur une chaîne de blocs, ou *blockchain*.
- La *blockchain* est la couche d'infrastructure d'une architecture de réseau complexe telle qu'Internet. Elle constitue un registre distribué public contenant un enregistrement distribué de toutes les transactions effectuées sur la chaîne, ce qui permet de suivre et d'auditer les activités.
- Dans sa version initiale, Internet présente un inconvénient : les informations qu'il partage n'ont pas à être synchronisées, de sorte qu'un enregistrement effectué à un endroit donné peut engendrer un enregistrement différent à un autre endroit.
- Pour résoudre les problèmes liés aux données stockées de façon centralisée, la *blockchain* crée des services en plus de sa propre infrastructure, ce qui ne peut pas se faire de façon aussi sécurisée et traçable sur une infrastructure existante telle qu'Internet.
- Les jetons d'investissement (*asset tokens*) passent par l'infrastructure de la *blockchain* pour gérer des droits de propriété inhérents à un actif sous-jacent négociable. Les avantages de la tokénisation par rapport à d'autres formes de négoce se résument parfois à des coûts moins élevés et à une infrastructure plus efficace et plus sécurisée, mais de nouveaux cas d'utilisation émergent également.
- Les implications potentielles des pièces d'investissement (*asset coins*) sont importantes. Deux obstacles majeurs se dressent néanmoins, à savoir la réglementation et les normes technologiques.
- La tokénisation d'actifs est la démocratisation de l'investissement. Une fois l'infrastructure définie et le cadre réglementaire correctement établi, toutefois, chaque investisseur pourra détenir toutes les formes d'actifs possibles et imaginables.
- L'année 2021 est celle de la transformation pour la tokénisation. L'évolution de la réglementation, l'avancée des technologies et l'ouverture des cryptomonnaies auprès des investisseurs institutionnels sont toutes propices à une adoption généralisée et favoriseront la maturité du marché.

• La tokénisation : révolution ou évolution ?	p.02
• Qui peut bénéficier de la tokénisation d'actifs ?	p.06
• Où en sommes-nous ?	p.09

Pour nous, la tokénisation d'actifs est une innovation offrant des caractéristiques de rupture.

Réservé aux investisseurs professionnels. Veuillez lire les informations importantes à la fin du présent document.

Ce document a été préparé par :  
**Jeroen van Oerle**  
Portfolio Manager

Pour de plus amples informations, veuillez vous rendre sur  
[www.loim.com](http://www.loim.com)

## La tokénisation : révolution ou évolution ?

En un mot, la tokénisation d'un actif consiste à émettre un jeton (*token*) en tant que représentation numérique de cet actif gérée sur une chaîne de blocs, ou *blockchain*. Ce concept étant encore abstrait, prenons du recul et analysons les différentes composantes en jeu.

Premièrement, il y a une grande différence entre la *blockchain* et les jetons/cryptomonnaies. La *blockchain* est la couche d'infrastructure d'une architecture de réseau complexe. Le réseau le plus connu est Internet, qui sous-tend l'interconnexion entre des serveurs locaux et internationaux. Le commerce électronique, les réseaux sociaux et de nombreux autres services ont vu le jour grâce à cette interconnexion depuis la création d'Internet en 1991. Avec son avènement, nous observons un biais comportemental intéressant qui a toujours cours aujourd'hui : la loi d'Amara. Son impact à court terme a été largement surestimé (donnant naissance à la bulle des dotcom), mais en revanche ses implications à long terme ont été sous-estimées.

Lorsque cette infrastructure était encore à ses débuts dans les années 1990, personne n'aurait pu prédire l'impact que les grandes plateformes technologiques telles qu'Amazon, Alibaba, Google et Facebook auraient sur notre vie de tous les jours. Mais beaucoup étaient prêts à dire que les magasins physiques, les agences de publicité et les services postaux vivaient leurs dernières heures. Si l'on s'en réfère au cadre de Clayton Christensen (voir l'encadré de la page 2), il semble qu'Internet est une innovation de continuité et non pas une innovation de rupture, car la plupart des entreprises se sont simplement adaptées à cette nouvelle réalité en ligne et l'utilisent à leur avantage. Les magasins physiques ont créé des expériences omnicanales (service en personne dans un magasin, comparaison des prix et achats en ligne), les agences de publicité ont réorienté leur stratégie de la presse écrite à la présence en ligne et les services postaux, s'ils ne livrent plus beaucoup de lettres manuscrites, livrent en revanche des biens achetés en ligne. Toutefois, il ne faut pas ignorer les caractéristiques de rupture de cette nouvelle

technologie, comme l'illustrent les entreprises qui n'ont pas su s'y adapter et l'intégrer, laissant ainsi un vide que les nouveaux entrants ne demandaient qu'à combler.

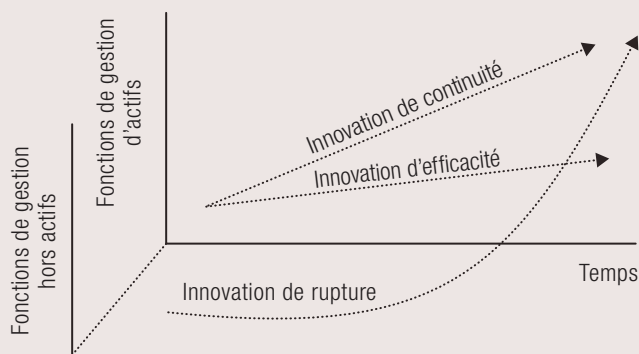
Le même raisonnement s'applique selon nous à la *blockchain*. Bien que de nombreuses technologies différentes la sous-tendent, le principe de base est le même. Inventée en 2008, la *blockchain* est un registre distribué public contenant un enregistrement distribué de toutes les transactions effectuées sur la chaîne, ce qui permet de suivre et d'auditer les activités. Dans sa version initiale, Internet présente un inconvénient : les informations qu'il partage n'ont pas à être synchronisées, de sorte qu'un enregistrement effectué à un endroit donné peut engendrer un enregistrement différent à un autre endroit. Cela est inquiétant si le contenu de cet enregistrement est important, par exemple dans le cadre d'une transaction portant sur de l'argent ou des actifs enregistrés. Pour résoudre les problèmes liés aux données stockées de façon centralisée (c'était bien le problème de Byzantium : doubles dépenses, fraude, etc.), la blockchain crée de nouveaux services en plus de sa propre infrastructure, ce qui ne peut pas se faire de façon aussi sécurisée et traçable sur une infrastructure existante telle qu'Internet. La première application de la blockchain fut les pièces de paiement (*payment coins*). Aux côtés de l'exemple le plus connu, Bitcoin, coexistent plus de 3'500 cryptomonnaies représentant une capitalisation boursière totale d'environ USD 2'500 milliards.<sup>1</sup>

Nous distinguons trois groupes de cryptomonnaies, selon les définitions de la FINMA.<sup>2</sup> La première application de la *blockchain* fut les pièces de paiement (*payment coins*). Leur but principal était de faciliter les paiements en ligne sans avoir recours aux intermédiaires financiers traditionnels. Bitcoin, Monero et Zcash en sont les exemples les plus connus. Après les pièces de paiement viennent les pièces d'utilité (*utility coins*), qui permettent à leur détenteur de régler une transaction reposant sur leur infrastructure sous-jacente.

<sup>1</sup> investing.com, octobre 2021.

<sup>2</sup> FINMA.ch, Guide pratique de la FINMA pour les ICO, 2018 (<https://www.finma.ch/fr/~media/finma/dokumente/dokumentcenter/myfinma/1bewilligung/fintech/wegleitung-ico.pdf?la=fr>).

## Innovation de rupture ou de continuité



Source : C. Christensen, LOIM, 2020.

Pour analyser les nouvelles technologies, il est important de distinguer trois catégories d'innovation. Prenons l'exemple du secteur de la gestion d'actifs. Si la technologie optimise les services existants du gérant (par exemple des ordinateurs plus rapides pour le négoce, ou un back-office plus efficace), nous parlons d'innovation d'efficacité. Si la technologie crée des fonctionnalités au sein d'une gamme existante de services de gestion d'actifs, nous parlons d'innovation de continuité. Si la technologie dessert des utilisateurs extérieurs au secteur de la gestion d'actifs (par exemple des clients qui ne s'impliquent pas en raison des fonctions de gestion d'actifs traditionnelles), nous parlons d'innovation de rupture si elle finit par s'intégrer aux services de gestion d'actifs « traditionnels » et commence à faire

concurrence aux fonctions traditionnelles. Les acteurs en place sont les probables gagnants à long terme de l'innovation de continuité et d'efficacité, car ils jouissent déjà d'une position appropriée sur le marché et doivent simplement intégrer la nouvelle technologie à leurs produits et services existants. Les nouveaux entrants sont les probables gagnants à long terme de l'innovation de rupture, car les acteurs en place ignorent la nouvelle technologie (qu'ils jugent extérieure à leurs fonctions traditionnelles) jusqu'à ce qu'il soit trop tard et que leurs marchés soient la cible des innovateurs de rupture.

Pour nous, la tokenisation d'actifs est une innovation de continuité offrant des caractéristiques de rupture. La première catégorie d'utilisateurs de jetons ne s'intéressait pas aux fonctions de gestion d'actifs traditionnelles (telles que l'optimisation du rapport risque/rendement et la préservation des actifs). Toutefois, ce groupe restreint n'était pas assez grand pour faire avancer la technologie. Maintenant que le secteur financier explore les technologies de la *blockchain* et les jetons d'investissement dans le cadre des fonctions relatives aux services « traditionnels » de la gestion d'actifs, ces technologies devraient être considérées comme une innovation de continuité et non plus de rupture. Mais des caractéristiques de rupture perdurent et, si les acteurs en place ne répondent pas correctement à l'évolution des nouvelles technologies affectant leurs fonctions de gestion d'actifs existantes, ils pourraient se retrouver du côté des perdants sur le long terme.

L'Ethereum en est un très bon exemple. L'exécution d'un contrat intelligent consomme du « gaz », une unité virtuelle payée au moyen de l'Ether. Ainsi, plus vous utilisez la *blockchain* Ethereum pour établir des contrats intelligents et plus la pièce est utilisée, et donc plus sa valeur est susceptible d'augmenter. La dernière catégorie est celle des pièces d'investissement (*asset coins*). Les pièces d'investissement sont une représentation numérique de l'actif concerné, gérée sur une *blockchain*. L'actif sous-jacent peut venir de n'importe quel secteur, de l'immobilier aux droits d'auteur en passant par les diamants. Une pièce d'investissement fait donc toujours référence à une valeur sous-jacente de base, à savoir celle de l'actif tokenisé. Notre *whitepaper* se concentre sur les pièces d'investissement. Selon nous, ce sont elles qui auront le plus gros impact sur le secteur de la gestion d'actifs et qui seront également les plus susceptibles de survivre à long terme dans un écosystème entièrement réglementé.

Les similitudes avec Internet sont on ne peut plus claires. L'euphorie entourant les deux technologies a commencé à se dissiper une dizaine d'années après leur invention et les deux créent des secteurs et des services que personne n'aurait pu prédire. Parmi les conséquences à plus long terme qui pourraient avoir un impact significatif au cours des années à venir, le

déploiement des jetons d'investissement à grande échelle semble digne d'intérêt. Les jetons d'investissement passent par l'infrastructure de la *blockchain* pour gérer des droits de propriété inhérents à un actif sous-jacent négociable. Les avantages de la tokenisation par rapport à d'autres formes de négoce se résument parfois à des coûts moins élevés et à une infrastructure plus efficace et plus sécurisée, mais de nouveaux cas d'utilisation émergent également, qui n'auraient pas été possibles sans la *blockchain*. La propriété fractionnée de biens immobiliers directs, par exemple, serait impossible sans les pièces d'investissement : détenir un REIT ou des titres adossés à des actifs ne revient à pas à posséder un droit direct sur l'actif sous-jacent. De même, la détention d'une partie d'un tableau pourrait devenir un cas d'utilisation répandu à l'avenir. Une pièce d'or, en revanche, est un droit de propriété sur de l'or physique stocké dans un coffre-fort. Cette pièce est gérée sur la blockchain et peut être négociée. Il était déjà possible de négocier de l'or (par exemple par le biais de contrats à terme standardisés et de gré à gré), les placements étant enregistrés par des entités réglementées telles que les places boursières et les dépositaires, mais le processus est beaucoup plus efficace s'il est exécuté sous forme de jetons.

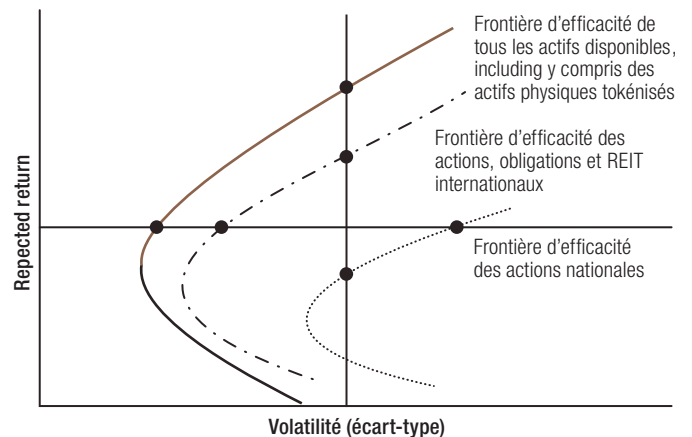
Pour résumer : « les technologies des registres distribués, telles que la *blockchain*, sont capables de transformer les marchés financiers. De leur application la plus visible, à savoir l'émission d'actions et la levée de fonds par les petites entreprises grâce aux *Initial Coin Offerings* (ICO), aux processus post-transaction et aux processus de compensation et règlement de titres, ces technologies pourraient remettre en question la structure actuelle des marchés financiers, affectant l'infrastructure autant que les participants » (OCDE, 2020).

Les implications potentielles des pièces d'investissement sont importantes. Deux obstacles majeurs se dressent néanmoins, à savoir la réglementation et les normes technologiques. Aux débuts d'Internet, la réglementation ne posait aucun problème et la priorité était donnée aux normes technologiques, qui se sont rapidement développées. Une adoption massive ne peut avoir lieu que si une technologie est facile à utiliser, sans que l'on ait à y penser. La réglementation ajoute une couche supplémentaire dans le cas de la tokenisation, qui rend la mise en œuvre plus difficile et finira inévitablement par ralentir le processus. En effet, le secteur financier est assujéti à un nombre beaucoup plus élevé de règles et réglementations que la plupart des autres secteurs. La surveillance réglementaire est nécessaire pour des raisons évidentes et les nouvelles technologies devraient à tout le moins respecter ces règles, voire optimiser la totalité du processus.

Une fois l'infrastructure définie et le cadre réglementaire correctement établi, toutefois, chaque investisseur pourra détenir toutes les formes d'actifs possibles et imaginables, qu'il s'agisse d'immobilier, de sociétés privées, d'un droit sur la VNI d'un fonds de placement, de droits d'auteurs ou de tout autre sous-jacent. Tant que le droit de propriété est protégé par la loi et géré dans des registres distribués immuables, il peut être détenu et négocié par tous les investisseurs. La tokenisation d'actifs est la démocratisation de l'investissement. Par le passé, la détention de bâtiments, de tableaux, d'obligations d'entreprises sur mesure ou d'autres valeurs mobilières onéreuses était principalement du ressort des investisseurs institutionnels. Dans cette nouvelle réalité, en revanche, tout un chacun peut détenir et négocier ces actifs.

Théoriquement, le rapport risque/rendement, au sens où Markowitz l'entend, est susceptible de changer. Les actifs tokenisés seront probablement peu corrélés aux actions, obligations et REIT internationaux cotés, et pourraient même n'avoir aucune corrélation avec eux. La théorie de Markowitz, qui consiste à combiner les actifs dont la corrélation est inférieure à 1, engendre une « frontière d'efficacité » bénéficiant du principe de la diversification. Plus la palette des actifs non corrélés est large et plus la diversification est importante. Pour simplifier, disons qu'il est plus facile d'identifier des actifs non corrélés dans le segment mondial des actions que dans un pays donné.

Le secteur de la gestion d'actifs utilise ce principe depuis très longtemps afin d'optimiser les portefeuilles et d'offrir aux clients le meilleur rapport risque/rendement possible dans les limites du mandat du fonds. Nous comprenons tous le principe de base selon lequel un rendement attendu plus élevé coïncide avec un risque plus important. Néanmoins, si nous ajoutons les actifs tokenisés à l'univers d'investissement, la dynamique de risque/rendement est susceptible de s'améliorer. Un investisseur bénéficierait d'un meilleur rendement attendu pour le même degré de risque ou d'un risque moins élevé pour le même rendement attendu. Pourquoi ? Non pas parce que le risque ou le rendement attendu sous-jacent de l'actif individuel a changé, mais parce que les opportunités inhérentes aux actifs non corrélés se sont multipliées. Les avantages de la diversification ont donc augmenté.



Source : LOIM, 2020.

Pour certains, les jetons d'investissement ne sont qu'une mode passagère à mettre dans le même tas que les cryptomonnaies. Mais il existe pourtant des différences cruciales entre les pièces de paiement et les pièces d'investissement. Hormis un statut de représentation numérique de monnaies fiat existantes (gérées par les banques centrales), nous ne voyons pas beaucoup d'avenir pour les pièces de paiement. Nous pensons en revanche que les pièces d'investissement sont prometteuses et leur potentiel commence déjà à se manifester. Les places boursières et les dépositaires se penchent déjà sur la question, les régulateurs (par exemple l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers) définissent de nouvelles règles pour régir cet espace et les sociétés technologiques travaillent sans relâche pour optimiser les infrastructures sous-jacentes. En l'état actuel des choses, nous pensons qu'elles pourront être utilisées dans l'immobilier, par les sociétés privées de moyenne envergure et dans le secteur des matières premières, en raison des règles de protection des investisseurs, telles qu'elles sont actuellement appliquées en vertu des lois existantes sur les valeurs mobilières. S'agissant de la protection des investisseurs, dans le contexte des jetons, la FINMA

fait la différence entre les actifs mobiliers et les actifs immobiliers. Selon la FINMA (2020) :

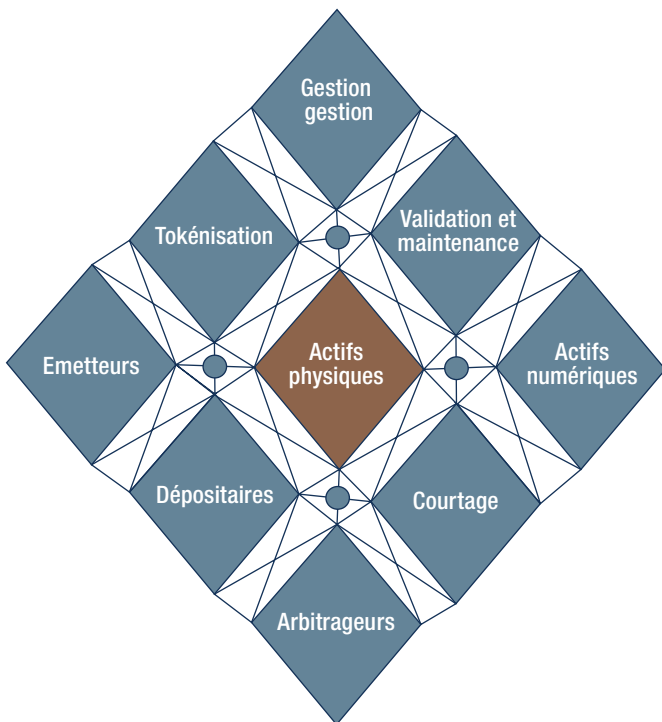
« Il est possible de tokéniser des biens immobiliers. Les entreprises et les fonds peuvent détenir des biens immobiliers et les investisseurs potentiels peuvent acheter ou souscrire des actions et/ou des certificats de participation, qui peuvent être tokénisés. Les droits réels mobiliers, tels que la détention de voitures de collection ou d'œuvres d'art, ne peuvent ni être représentés, par un titre de propriété ni négociés en vertu d'un tel titre. La détention d'un bien mobilier ne peut donc pas être transférée par le transfert d'un jeton. Pour cette raison, il est impossible de tokéniser le bien mobilier lui-même en vertu de la législation suisse actuelle. Toutefois, dès lors que le droit de propriété d'un bien mobilier et sa détention directe ne coïncident pas, les liens de propriété pourraient être représentés dans un

registre décentralisé. En bref, il est possible de tokéniser un bien mobilier si la détention directe reste attribuée à un tiers ».

Sachant que les structures de détention nécessaires ont déjà été créées dans les secteurs de l'immobilier et des matières premières, ces secteurs ont suscité une attention particulière. Mais cela ne veut pas dire que les actifs mobiliers, comme les œuvres d'art, ne seront jamais tokénisés. Il faut juste développer une structure à ces fins. La FINMA a fait un premier pas important à cet égard en introduisant la « loi sur la *blockchain* » au début de l'année 2021. Cette nouvelle législation devrait préciser les exigences réglementaires à respecter pour exercer des activités sous licence sur les *blockchains*. Elle devrait également définir des orientations claires pour ceux qui souhaitent tokéniser de nouveaux actifs.

## Qui peut bénéficier de la tokenisation d'actifs ?

La tokenisation d'actifs n'en est encore qu'à ses débuts, mais des progrès considérables ont déjà été réalisés au cours des deux derniers mois en matière de réglementation et de technologie. Nous pensons maintenant que les voitures de collection, les tableaux (physiques ou numériques), les sociétés privées et l'immobilier pourraient être tokenisés et inclus dans les portefeuilles d'investisseurs privés ou institutionnels. Selon nous, les progrès réalisés dans ce domaine engendreront des changements importants dans l'écosystème de la gestion d'actifs. De nouvelles classes d'actifs feront leur apparition, qui devront toutes faire l'objet d'analyses et de techniques de gestion de portefeuille, mais de nouvelles professions seront créées précisément pour ce nouveau marché. L'illustration suivante présente certains des acteurs du marché, même si nous passons probablement à côté d'un grand nombre des nouvelles professions à venir, tout comme nous n'aurions pas pu prédire les réseaux sociaux et les e-sports aux débuts d'Internet.



Source : LOIM, 2020.

Il y a de bonnes et de mauvaises méthodes de tokenisation. Selon nous, les bonnes méthodes protègent les investisseurs et garantissent un lien légal entre le jeton et l'actif. Or, pour plusieurs des actifs actuellement tokenisés, ce lien légal n'est pas évident. Par exemple, le premier message envoyé sur Twitter par Jack Dorsey (fondateur de la plateforme) a été vendu par le biais d'un jeton non-fongible en 2021, à hauteur d'USD 2,9 millions. Mais l'acheteur n'a aucun droit de propriété sur cet actif. Par exemple, le tweet ne peut être ni modifié ni supprimé. Nous estimons que ce type de vente par jeton n'est pas représentative de ce qui nous attend. Pour nous, les détenteurs de jetons devraient bénéficier d'un droit légal sur l'actif sous-jacent et ses usages, tout comme les actions d'une entreprise représentent un droit légal sur une partie des actifs sous-jacents de cette entreprise. En plus du cadre juridique, nous pensons également que les règles de protection des investisseurs relatives aux actions et aux obligations devraient s'appliquer aux jetons. Les techniques de *pump and dump* sont semblables à la technique de la bouillotte que l'on connaît pour les *penny stocks*. Elles devraient être interdites afin de protéger les investisseurs. Mais cela est plus facile à dire qu'à faire, compte tenu de la portée mondiale des jetons, contrairement aux actions et obligations traditionnelles. L'analyse de ces éléments n'est pas du ressort de notre article. Nous nous concentrons plutôt sur les actifs tokenisés en supposant que des mesures légales, réglementaires et de protection des investisseurs sont en place. De très nombreuses nouvelles fonctionnalités et professions seront nécessaires.

Pour tokeniser un actif, il faut en premier lieu disposer de la technologie nécessaire. Il faut donc définir des protocoles pour la technologie des registres distribués et cette technologie doit être certifiée et mise à la disposition de tous les acteurs du marché. Selon toute vraisemblance, certaines entités devront être rémunérées pour maintenir l'intégrité de la technologie des registres distribués. Dans le cas d'une infrastructure de chaîne publique, cette rémunération passera par les cryptomonnaies.

Pour être tokenisé, un actif doit d'abord être validé. Les droits sur l'actif concerné doivent être vérifiés et l'état de l'actif doit être déterminé. Ce n'est pas le cas aujourd'hui. Par ailleurs, si les protocoles l'exigent, l'actif doit être stocké dans un endroit sécurisé et assuré contre le vol, les incendies, les dommages



divers, etc. Par exemple, un droit sur l'or prenant la forme d'une pièce-or doit être garanti par de l'or physique stocké dans un coffre-fort, et doit être assuré contre tout dommage susceptible de réduire la valeur de l'actif physique. La détention de cet or doit également être légalement vérifiée afin de confirmer qu'elle correspond à l'entité qui l'offre.

La représentation numérique de ce droit physique (le jeton lui-même) doit ensuite être créée, stockée et sécurisée. Cela se fait grâce à un contrat intelligent enregistré dans la *blockchain*, mais il faut néanmoins disposer d'entités capables de rédiger ces contrats intelligents et de vérifier leur légalité. Le jeton doit toujours représenter un droit sur l'actif sous-jacent. L'actif et le jeton doivent être correctement reliés, car le système entier dépend de la confiance accordée au jeton. Pour les actifs numériques, cette synchronisation est relativement simple. Mais pour les actifs physiques, nous avons besoin de nouveaux protocoles afin de garantir ce lien. Ces jetons numériques doivent être conservés de façon sécurisée jusqu'à ce qu'ils soient émis.

Un courtier collaborera alors avec les émetteurs pour transférer les jetons sur une place boursière (plusieurs places boursières développent actuellement des plateformes de sécurisation des actifs), où ils seront négociés. Une multitude de vérifications juridiques doivent être effectuées et un marché doit être créé, comme c'est le cas pour les valeurs mobilières négociées sur les marchés publics aujourd'hui.

Les dépositaires conserveront les actifs numériques une fois émis et continueront de jouer un rôle clé dans le processus de règlement post-transaction. Cela dit, la plupart des dépositaires sont de nouveaux acteurs. A l'heure actuelle, les dépositaires traditionnels sont très peu nombreux à travailler avec les cryptomonnaies. Bien que tout soit enregistré sur la *blockchain*, il faudra néanmoins que les inscriptions du registre soient validées et que le registre soit tenu de façon indépendante. Les dépositaires pourront remplir ce rôle en protégeant l'intégrité du marché. A l'avenir, il se pourrait que la cotation sur une place boursière soit conditionnée à une validation annuelle (ou plus fréquente) du statut de l'actif sous-jacent par des parties indépendantes, qui devront l'approuver tout comme les auditeurs approuvent aujourd'hui les rapports annuels.

De l'autre côté se trouvent les acteurs du marché, tels que les investisseurs institutionnels ou les particuliers qui estiment la valeur du jeton pour se positionner en tant qu'acheteur ou que vendeur. Hormis les acheteurs et les vendeurs, les arbitrageurs joueront, eux aussi, un rôle important. Lors des transactions sur/

hors chaîne (dans le cadre desquelles l'actif se négocie à la fois dans l'environnement du registre distribué et en dehors), ces parties doivent faire de l'arbitrage sur les écarts de valeur, soit en achetant physiquement l'actif sous-jacent et en vendant le jeton, soit en vendant l'actif et en achetant le jeton. Par ailleurs, la valeur de l'actif doit être la même sur différentes places boursières. Aujourd'hui par exemple, nous observons une prime d'illiquidité dans le négoce de contrats à terme standardisés sur matières premières. Ainsi, l'or se négocie à des prix légèrement différents sur le marché japonais et sur le marché américain, parce que les contrats sous-jacents sont plus ou moins liquides sur leur place boursière respective. Grâce à la négociabilité mondiale des jetons, cela ne sera plus le cas. Et, dans ce contexte, des opportunités d'arbitrage sont susceptibles d'émerger.

La gestion d'actifs sera profondément modifiée si les jetons s'intègrent à l'univers d'investissement. Les stratégies relatives aux actions ou aux obligations, qui se fondent actuellement sur les cotations, seront plus riches grâce aux jetons d'obligations ou de sociétés privées. Cela changera la donne en matière de gestion d'actifs, car, jusqu'à présent, les marchés de la dette privée et du capital-investissement n'avaient pas grand-chose à voir avec les marchés publics. A quoi les portefeuilles ressembleront-ils à l'avenir ? Qui analysera ces nouveaux actifs tokénisés ? Pendant combien de temps les deux pourront-ils cohabiter ? Les sociétés privées seront-elles jamais tentées de s'inscrire à la cotation de places boursières entièrement réglementées, sachant qu'elles peuvent lever des capitaux et négocier des droits de propriété sous la forme de jetons ? Ces interrogations ne sont que quelques-unes des nombreuses questions auxquelles il faudra répondre à mesure que la technologie sera déployée.

Et un nouveau gagnant pourrait émerger, des plus intéressants. Les banques privées sont bien positionnées pour profiter de cette évolution de l'investissement. Ces banques ont des clients fortunés qui pourraient vouloir que certains de leurs actifs soient liquides et pourraient utiliser leur banque en tant que dépositaire ou émetteur. Parallèlement, les clients des banques privées veulent parfois diversifier leurs actifs et cette diversification peut être optimisée en intégrant les jetons d'investissement aux portefeuilles existants, grâce aux actifs validés d'autres clients. De petits écosystèmes pourraient émerger qui, une fois reliés, pourraient commencer à former un marché.

En tout état de cause, les gérants d'actifs et de fortune existants devront investir pour conserver leur place. Ces investissements devront couvrir la technologie et le personnel. Comment les

dirigeants des gérants d'actifs actuellement en place réagiront-ils à ce nouveau monde ? Leur réponse sera cruciale. La plupart d'entre eux pensent que les cryptomonnaies sont une mode passagère vouée à disparaître. La plupart d'entre eux ne font pas de différence entre les pièces de paiement et les pièces d'investissement. La plupart d'entre eux estiment que, si cette technologie devait prendre de l'ampleur, ils seraient capables de l'adopter rapidement, comme ils l'ont déjà fait par le passé. Nous pensons qu'ils commettent une erreur grave dans les trois cas. En effet, les jetons et la technologie de la *blockchain* sont là pour durer, les pièces d'investissement auront probablement un impact considérable sur le secteur et, surtout, la stratégie consistant à rapidement adopter une technologie dès que quelqu'un d'autre l'a testée ne fonctionne plus. Les talents sont rares. Du point de vue des technologies, ce ne sont pas les établissements financiers qui attirent les experts, ce sont les grandes sociétés technologiques ou les start-ups. Du point de vue des actifs, les experts sachant

gérer les actifs spécialisés sont peu nombreux. Il n'est pas si facile de se lancer derrière un concurrent qui vient de déployer un portefeuille de jetons sur des voitures de collection si l'on ne dispose pas des professionnels capables d'analyser et de gérer ce portefeuille !

Répondons à la question du début de cet article : « Qui peut en bénéficier ? ». Les bénéficiaires de la tokénisation d'actifs sont très nombreux, mais il ne s'agit pas nécessairement des personnes ou entités qui ont bénéficié de la croissance de la gestion d'actifs et de fortune jusqu'à présent. Comparons cette situation à Internet : de nouvelles professions seront créées et les modes de travail changeront. Pour garder sa place sur le long terme, il faudra être suffisamment flexible et investir dans les ressources appropriées. Parallèlement, de nouvelles entreprises verront le jour grâce à cette nouvelle technologie.



## Où en sommes-nous ?

De nombreuses choses devront s'aligner pour que cet avenir se matérialise. Nous ne disposons pas encore de normes technologiques, aucune norme réglementaire mondiale n'a été définie et nous ne savons pas encore comment traiter les jetons en termes fiscaux/comptables. Ce que nous savons, c'est que de nombreuses personnes, partout dans le monde, œuvrent pour résoudre ces problèmes. Légalement, les jetons sont parfois déjà considérés comme le remplacement d'une technologie numérique par une autre. Les inscriptions électroniques de titres enregistrés dans les dépositaires centraux sont remplacées par des titres dématérialisés pouvant être cryptés, en fonction de réseaux fonctionnant avec les technologies des registres distribués.<sup>3</sup> Mais cela ne constitue pas encore une norme mondiale et les régulateurs les plus évolués en la matière devront prendre l'initiative. Il est peu probable qu'une même technologie soit utilisée de façon uniforme dans le monde entier. Il est plus probable que différentes technologies soient adaptées à la tokénisation de différentes classes d'actifs. L'intégration de ces technologies des registres distribués est le résultat le plus probable sur le long terme.

La tokénisation n'est pas un fantasme. La tokénisation de matières premières, de biens immobiliers, d'actions et de fonds d'actions est déjà une réalité. Ces actifs tokénisés existent, sont négociés sur les places boursières et respectent la législation en vigueur. Bien qu'ils soient pour la plupart expérimentaux et de petite envergure, les pionniers qui travaillent à ce nouveau concept aujourd'hui pourraient être les grands gagnants de demain.

En termes d'investissement, en l'état actuel des choses, nous recommandons de cibler les pioches et les pelles. Tout comme il était impossible de savoir quels chercheurs d'or allaient s'enrichir, nous ne connaissons pas encore les gagnants à long terme de cette tendance. Mais nous savons qui fournit l'expertise et les services nécessaires pour faire progresser cette technologie, tout comme les chercheurs d'or savaient à qui s'adresser pour acheter des pioches et des pelles. Il s'agit, par exemple, de fournisseurs de services informatiques, de consultants, de places boursières

et, dans certains cas, d'acteurs en place qui connaissent les technologies nécessaires. Dans la mesure où l'investissement n'en est qu'à ses débuts, nous préférons constituer des paniers thématiques en parallèle avec cette approche « pioches et pelles ». Ainsi, nous répartissons les risques sur plusieurs positions plutôt que de nous concentrer sur une ou deux entreprises susceptibles de se démarquer. Au fil du temps, la concentration devient une meilleure stratégie et il peut être préférable de constituer une position stratégique sur un petit groupe d'entreprises.

Revenons à notre question initiale : la tokénisation est-elle une révolution ou une simple évolution ? Nous pensons qu'il s'agit probablement d'une évolution. Placer des actifs physiques sur le marché dans un format négociable auquel tous les investisseurs peuvent accéder est une avancée révolutionnaire en termes technologiques et conceptuels. Mais une adoption généralisée passera par l'évolution de cette pratique plutôt que par une rupture totale. Le secteur de la gestion d'actifs sera-t-il très différent dans dix ans, lorsque les jetons d'investissement seront devenus réalité ? Très certainement ! Mais cette innovation est essentiellement une innovation de continuité. Dans le cadre de technologie de rupture de Clayton Christensen, cela implique qu'un grand nombre des acteurs actuels se contenteront de l'intégrer à leurs activités une fois que la technologie sera suffisamment mature. Comme ce fut le cas pour Internet, où les stratégies exclusivement en ligne se mêlent désormais aux stratégies omnicanales, ceux qui n'intègrent pas les innovations sont voués à disparaître. Mais, là aussi, il convient de souligner que les infrastructures existantes sont souvent efficaces et qu'il est possible de surveiller les évolutions progressives. La complaisance, en revanche, peut être fatale. De nombreuses professions verront le jour en raison de cette nouvelle technologie, de sorte que de nouvelles entreprises émergeront. Certaines deviendront les méga capitalisations de la prochaine décennie, à l'image des nombreuses sociétés Internet qui dominent aujourd'hui la plupart des places boursières mondiales.

<sup>3</sup> OCDE 2020, FINMA 2020.

## Informations importantes

### Document réservé aux investisseurs professionnels

Ce document est publié par Lombard Odier Funds (Europe) S.A., une société anonyme (SA) de droit luxembourgeois, ayant son siège social au 291, route d'Arlon, L-1150 Luxembourg, autorisée et supervisée par la CSSF en qualité de Société de gestion au sens de la Directive européenne 2009/65/EC, telle que modifiée et de la Directive européenne 2011/61/EU sur les gestionnaires de fonds d'investissements alternatifs (AIFMD). La Société de gestion a pour objet la création, la promotion, l'administration, la gestion et la commercialisation d'OPCVM luxembourgeois et étrangers, de fonds d'investissement alternatifs (« FIA ») et d'autres fonds réglementés, d'organismes de placement collectif ou d'autres véhicules d'investissement, ainsi que l'offre de services de gestion de portefeuille et de conseil en investissement.

Lombard Odier Investment Managers (« LOIM ») est un nom commercial.

Ce document est fourni à titre d'information uniquement et ne constitue pas une offre ou une recommandation d'acquiescer ou de vendre un instrument financier ou un service. Il n'est pas destiné à la diffusion, la publication ou l'utilisation dans les pays ou territoires où cela serait contraire à la loi. Ce document ne contient pas de recommandations ou de conseils personnalisés et n'est pas destiné à remplacer des conseils professionnels au sujet d'investissements dans des produits financiers. Avant de conclure une transaction, l'investisseur doit examiner avec soin si celle-ci est adaptée à sa situation personnelle et, si besoin, obtenir des conseils professionnels indépendants au sujet des risques, ainsi que des conséquences juridiques, réglementaires, financières, fiscales ou comptables. Ce document est la propriété de LOIM et est adressé à son destinataire pour son usage personnel exclusivement. Il ne peut être reproduit (en tout ou en partie), transmis, modifié ou utilisé à d'autres fins sans l'autorisation écrite préalable de LOIM. Le contenu du présent document est destiné aux investisseurs professionnels avertis et qui sont autorisés ou réglementés pour opérer sur les marchés financiers ou qui ont été approuvés par LOIM comme disposant de l'expertise, de l'expérience et des connaissances des investissements présentés dans ce document et à propos desquels LOIM a reçu la garantie de leur capacité à prendre leurs propres décisions d'investissement et à comprendre les risques associés aux investissements tels que ceux décrits dans ce document, ou d'autres investisseurs que LOIM a expressément confirmés être les destinataires appropriés de ce document. Si vous n'appartenez pas à l'une des catégories susmentionnées, nous vous demandons de renvoyer ce document à

LOIM ou de le détruire et vous recommandons expressément de ne pas vous fier à son contenu, de ne considérer aucune question présentée dans ce document en relation avec des investissements, et de ne pas le transmettre à des tiers, quels qu'ils soient. Ce document contient les opinions de LOIM, à la date de publication. Les informations et les analyses qu'il contient sont basées sur des sources jugées fiables. Cependant, LOIM ne garantit pas l'actualité, l'exactitude ou l'exhaustivité des informations contenues dans ce document, pas plus qu'elle n'assume de responsabilité pour toute perte ou tout dommage résultant de l'utilisation de ces informations. Toutes les informations et opinions ainsi que les prix indiqués peuvent être modifiés sans préavis. Ni le présent document ni aucune copie de celui-ci ne peuvent être envoyés, introduits ou distribués aux Etats-Unis d'Amérique, dans l'un de leurs territoires ou possessions ou dans les zones relevant de leur juridiction, ou à une Personne américaine ou à son profit. A cet effet, l'expression « Personne américaine » désigne tout citoyen, ressortissant ou résident des Etats-Unis d'Amérique, tout partenariat organisé ou existant dans un Etat, territoire ou possession des Etats-Unis d'Amérique, toute société de capitaux soumise au droit des Etats-Unis d'Amérique ou d'un Etat, territoire ou possession des Etats-Unis d'Amérique, ou toute propriété ou tout trust soumis à l'impôt fédéral des Etats-Unis d'Amérique, quelle que soit la source de ses revenus.

Source des chiffres : sauf indication contraire, les chiffres mentionnés ont été préparés par LOIM. Bien que certaines informations aient été obtenues de sources publiques réputées fiables, sans vérification indépendante, nous ne pouvons garantir leur exactitude et exhaustivité.

Les points de vue et opinions exprimés sont uniquement à titre d'information et ne constituent pas une recommandation de LOIM d'acheter, de vendre ou de détenir un titre quelconque. Les avis et opinions sont donnés en date de cette présentation et sont susceptibles de changer. Ils ne doivent pas être interprétés comme des conseils en investissement.

Aucune partie de ce document ne saurait être (i) copiée, photocopiée ou reproduite sous quelque forme et par quel moyen que ce soit, ou (ii) distribuée à toute personne autre qu'un employé, cadre, administrateur ou agent autorisé du destinataire sans l'accord préalable de Lombard Odier Funds (Europe) S.A.

©2021 Lombard Odier IM. Tous droits réservés.