

Blockchain : Opportunités pour le capital risque

Par Cyril CAYEZ, Partner et Jean-François QUEVRAIN, Director chez HACA Partners S.à r.l.*

Les études récentes présentent la transparence comme une préoccupation majeure des investisseurs dans l'industrie du capital risque. Le manque d'efficacité des opérations est également un point qui fait fréquemment surface. Il est vrai que beaucoup de tâches restent manuelles dans un métier assez lourd en termes administratif et légal. Même si une lente évolution positive est visible depuis peu, nous sommes encore loin du niveau global d'efficacité atteint chez d'autres classes d'actifs.

Bien que le capital-risque soit historiquement un des plus gros contributeurs capitalistiques de l'industrie des nouvelles technologies, il est pourtant à la traîne dans l'adoption de celles-ci dans son modèle opérationnel. La technologie blockchain, avant tout mise en avant par l'intermédiaire de son application la plus célèbre – la cryptomonnaie Bitcoin – a-t-elle des atouts de choix pour l'industrie du capital risque ?

Blockchain – quelques fondamentaux

Registre distribué, Blockchain, Bitcoin, tous les mêmes ? Pas tout à fait, essayons d'y voir un peu plus clair.

Un ledger distribué est un type de base de données partagée, répliquée, et synchronisée entre les membres d'un réseau décentralisé. Le ledger distribué permet donc à un ensemble d'acteurs d'enregistrer les transactions, telles que l'échange d'actifs ou de données, entre les participants du réseau, en temps réel et en sécurité. Chaque enregistrement dans le registre distribué a un horodatage et une signature cryptographique unique, faisant ainsi du registre un historique vérifiable et immuable de toutes les transactions du réseau.

Comme expliqué par Mango Research, la DLT (Distributed Ledger Technology) est un terme générique utilisé pour décrire les technologies qui permettent de distribuer des enregistrements ou des informations parmi tous les utilisateurs, que ce soit en privé ou publiquement. La blockchain est donc un type spécifique de DLT, comme une pomme serait un type de fruit. C'est la manière dont les données sont distribuées, structurées et validées (consensus) qui va dicter le type de DLT, à l'image de la forme et la couleur d'un fruit qui permettent de définir le type de fruit auquel nous avons à faire. Ainsi en poursuivant la comparaison, le Bitcoin serait une espèce bien spécifique de pomme.

De façon simpliste, la blockchain est une chaîne de blocs où chaque bloc fait référence au bloc précédent. Une part de son immuabilité est liée à la méthode de référencement des blocs. En effet la référence de chaque bloc dépend directement de son contenu et varie intégralement au moindre changement du contenu grâce à une fonction mathématique dite de «hachage». Ainsi toute tentative de changer le contenu d'un bloc déjà validé modifiera automatiquement sa référence et par conséquent rompra la chaîne avec le bloc suivant, entraînant un rejet par les autres copies de cette modification.

La clé de voûte du fonctionnement d'un registre distribué consiste à s'assurer que l'ensemble du réseau est en accord avec le contenu du registre. C'est le travail du mécanisme du consensus. Plusieurs mécanismes de consensus existent, cha-



acun ayant ses propres avantages et inconvénients. On fait souvent référence aux blockchains de type public (utilisés par le Bitcoin). Il existe également des blockchains de type privé où l'accès de chaque participant est bien défini et différencié en fonction de leur rôle incluant des règles de validation des transactions (consensus) simplifiées et moins coûteuses (en désignant par exemple un ou plusieurs acteurs dont le rôle est de valider toutes ou un certain type de transactions), plus adaptées aux besoins d'une organisation ou d'un consortium d'organisations.

Blockchain – vue holistique des forces et faiblesses

- **Sécurisé** : depuis sa mise en place, la blockchain derrière le bitcoin reste inviolée
Immuable : chaque enregistrement est irréversible et ne peut être modifié.

- **Unanime** : chaque enregistrement est validé par consensus préalable permettant une source unique de l'information.

- **Horodaté** : toutes les transactions enregistrées sont horodatées permettant d'établir un ordre chronologique des opérations

- **Distribué** : chaque participant du réseau peut disposer d'une copie complète et synchronisée du registre

- **Rôle paramétrable** : la blockchain permet une granularité fine dans les droits et contrôles des différents acteurs.

- **Programmable** : il est possible d'automatiser l'exécution d'opérations sur base de conditions prédéfinies par l'intermédiaire de contrat intelligent. A la différence d'un contrat traditionnel dont la réalisation est garantie par un cadre législatif, l'exécution d'un contrat intelligent est régie par un protocole informatique qui facilite la vérification, la négociation ou l'exécution du contrat de façon autonome.

De manière générale, un des avantages essentiels apporté par cette technologie est sa capacité à augmenter de façon radicale la confiance entre les différents acteurs (du fait de l'impossibilité pour les utilisateurs de modifier, altérer ou réfuter une transaction) qui permet de réduire significativement le temps d'exécution et l'efficacité des opérations en éliminant les intermédiaires historiquement présents comme garant de confiance et en réduisant significativement d'éventuels travaux de réconciliation.

La contrainte principale est sans doute la clarification de l'environnement réglementaire et légal autour de ces technologies, telle que la validité légale d'une transaction sur les registres distribués.



En l'absence de loi spécifique ou de ligne directrice par le régulateur, il est plus prudent de garder une approche similaire aux actifs classiques. Ainsi la SEC a rapidement considéré par défaut les jetons numériques émis lors des ICO comme des actions, à charge du levreur de fonds de démontrer le contraire.

La question des données privées est aussi un sujet à suivre, le caractère immuable des informations pouvant entrer en confrontation avec les exigences de directives telle la RGPD. Par ailleurs la technologie des registres distribués, outil puissant, n'est pas une solution clé en main. Il est essentiel, avant toute décision d'implémentation, d'avoir une vue claire sur ses process internes et ses besoins afin de procéder à une analyse critique sur les gains d'efficacité que pourraient apporter les DLT ainsi que l'interopérabilité avec les systèmes d'informations déjà en place. En effet, l'intégration de la technologie blockchain ne doit pas nécessairement entraîner une rupture avec les systèmes existants mais peut se révéler un renfort à ceux-ci.

Quelles opportunités pour le capital risque ?

Bien que de plus en plus d'acteurs s'engagent dans le digital, l'absence de standard et de moyen d'échanges d'informations limite encore le gain apporté par cette digitalisation. Les DLT sont une option sérieuse pour pallier ces manquements mais concrètement que pouvons-nous attendre de celles-ci ? En voici quelques exemples non exhaustifs.

Optimisation de la gestion de trésorerie

Avec l'utilisation des contrats intelligents, certains types de paiements peuvent être automatisés tels les frais de gestion, les distributions de dividendes et autres frais répétitifs.

Processus de validation plus fluide et liquidité accrue

Grâce à son intégrité inégalée des données et en rassemblant chacun des acteurs du capital risque autour d'une même blockchain avec chacun des rôles et droits spécifiques, la technologie blockchain rend le flux de travail plus efficace. Un appel de fonds peut par exemple être entièrement exécuté sur une plateforme commune avec toutes les approbations requises. La livraison de documents et le mouvement de l'argent de façon transparente. Le processus de transfert de propriété est également facilité et moins cher favorisant l'émergence du marché secondaire. Et induira des frais moins élevés pour les investisseurs et une liquidité accrue pour les gestionnaires.

Plus d'émissions d'actions que d'introductions en bourse

Même si les marchés boursiers ne remplissent plus à grande échelle leur fonction première, cela ne veut pas dire pour autant qu'ils n'ont pas d'autres fonctions importantes. Duncan Lamont pointe la possibilité pour les entreprises cotées en bourse de lever des nouveaux capitaux. Depuis 2001, le nombre d'émissions d'actions par des entreprises cotées en bourse aux États-Unis est quatre fois plus élevé que le nombre d'introductions en bourse. Cette même tendance est perceptible aussi ailleurs, même en Chine qui est pourtant réputée pour son nombre élevé d'introductions en bourse.

Marché boursier contre marché de la dette

Le désintérêt pour une cotation en bourse a des conséquences. Les exigences liées à une notation boursière renforcent la norme en matière de gouvernance d'entreprise. Grâce aux investisseurs actifs, les marchés assurent aussi une allocation efficace du capital. Les entreprises en difficulté sont ainsi décotées de manière transparente. Ce processus de

Efficiences administratives améliorées

Le processus d'identification des clients est une source de travail administratif et une responsabilité lourde pour les gestionnaires de fonds, mais aussi pour les clients qui doivent à plusieurs reprises saisir ou envoyer les mêmes informations, respectivement documents. L'utilisation de jeton numérique d'identification contenant les informations privées pertinentes du détenteur des jetons (personnes morales ou physiques), contrôlées par un organisme en charge de la validation des informations (national, supranational ou au niveau d'un consortium) impliquerait un processus d'identification et des procédures anti-blanchiment largement facilités.

Par ailleurs les contrats intelligents permettraient un contrôle automatique et continu des différentes listes noires, augmentant la qualité de la procédure. En plus d'accélérer le processus devenant quasiment instantané, ce procédé permettrait également un niveau de confiance supérieur quant aux informations et conclusions obtenues.

Diminution ou automatisation des contrôles et rapprochements

Que ce soit avec l'auditeur, le dépositaire, l'agent de transfert ou le régulateur, l'utilisation commune et en temps réel d'une seule source de données soumises à un processus de validation strict et une trace horodatée de chaque modification accroît significativement la confiance de ces acteurs dans les données partagées. Ils ont par ailleurs la possibilité d'automatiser un ensemble de contrôles et de rapprochements par l'utilisation de contrat intelligents. Un asset manager américain, parmi les pionniers dans l'utilisation de la blockchain pour l'administration de fonds en capital risque, a ainsi annoncé récemment avoir intégré un auditeur dans leur blockchain. De la même manière, le gestionnaire de fonds peut espérer profiter du même confort sur les chiffres des cibles en portefeuilles en requérant un accès aux données de ces dernières par l'intermédiaire d'une DLT, facilitant les procédures de due diligence et les travaux d'analyse et de suivi des investissements.

En conclusion, la technologie des registres distribués montre des atouts intéressants et une opportunité alléchante pour l'industrie du capital risque de tendre vers une plus grande standardisation, corollaire d'une meilleure efficacité et d'une transparence sans précédent pour l'industrie. Il convient cependant de rester prudent. Les technologies de registre distribué sont encore à leur balbutiement et rien ne garantit que les solutions actuelles deviennent les standards de demain. Sans normes d'interopérabilité, il sera difficile pour toutes les technologies existantes ou à venir de gagner en puissance.

Deux facteurs seront déterminants pour une adoption plus large des DLT par le secteur professionnel du capital-risque. Le facteur technologique d'une part. Cela concerne la capacité des technologies existantes ou futures à permettre toujours plus d'interopérabilité entre les différentes technologies ou avec les systèmes existants des entreprises. L'évolution du cadre réglementaire d'autre part. Bien que les différents régulateurs aient rapidement compris l'importance du sujet et l'impact que cette technologie peut avoir sur l'industrie financière, il reste encore du chemin avant d'avoir un environnement légal stable. Les premiers à adopter les DLT seront confrontés à une zone grise sur certains sujets tels que la validité des transactions sur la blockchain, l'exécution des contrats intelligents ou encore le stockage des données privées.

* www.hacapartners.lu

Y a-t-il suffisamment de nouvelles entreprises qui font leur entrée en bourse ?

Nous considérons le marché des actions comme un fait acquis. Il est rare que les investisseurs prennent du recul et s'interrogent sur la raison d'être des marchés boursiers. Les marchés publics servent à fournir des capitaux aux entreprises pour financer leur croissance future. Voilà en tout cas comment le système fonctionnait auparavant, mais plus maintenant, écrit Duncan Lamont, responsable de la recherche chez Schroders.

Des alternatives de financement plus simples

Le nombre d'entreprises cotées en bourse diminue aux États-Unis, au Royaume-Uni et en Europe occidentale. Le nombre d'entreprises ressentant le besoin d'une introduction en bourse diminue tandis que le nombre d'entreprises qui quittent le marché boursier est en hausse, principalement à la suite de fusions et d'acquisitions. Il n'y a pourtant aucun signe indiquant que l'esprit d'entreprise serait en déclin. Un nombre important de nouvelles entreprises sont créées, mais elles optent la plupart du

temps pour un autre mode de financement. Les crédits bon marché et l'accès plus aisé au capital à risque privé ont réussi à se faire une place sur le marché. Les entreprises reculent devant les frais et l'agitation liée à une cotation publique. Il existe d'autres modes de financement moins coûteux et plus simples, sans s'encombrer de toutes les règles liées à une cotation en bourse. Il en résulte que les bourses sont peuplées d'entreprises plus matures. De ce fait, les investisseurs risquent de passer à côté de la phase de forte croissance que connaissent les entreprises relativement jeunes.

Les marchés émergents sont l'exception

Ce qui précède ne s'applique pas à tous les marchés boursiers. Certains de ces marchés ont beaucoup de succès. Les marchés émergents ont enregistré des prestations nettement meilleures que celles des marchés développés, grâce à l'augmentation du nombre de cotations boursières sur les marchés émergents d'Asie et d'Europe. La Chine en tête. Les marchés boursiers ont également connu une belle croissance dans les pays asiatiques développés. Sur ces marchés, les profits semblent toujours supérieurs aux coûts.

destruction créatrice est essentiel au bon fonctionnement et à la bonne santé de l'économie. Les marchés de la dette jouent en revanche un rôle contrasté. La tentation est grande d'allonger la durée de la dette pour masquer des pertes.

Duncan Lamont pointe encore un autre effet important de la perte d'attrait d'une cotation en bourse, à savoir l'impact négatif sur les épargnants. Les marchés publics sont, pour les épargnants, une manière peu coûteuse et simple de profiter de la croissance du secteur des entreprises. Si les entreprises de qualité ne cherchent plus à être cotées en bourse, la qualité des marchés boursiers risque de s'en ressentir, avec à la clé une baisse du rendement sur les actions par rapport aux marchés d'actions privés. Ce sont les épargnants qui en feraient les frais.

Investir sur le marché public et sur le marché privé

Pour Duncan Lamont, les investisseurs doivent élargir leur champ d'action et jouer aussi la carte du capital à risque privé. Une approche plus holistique des marchés publics et privés semble plus indiquée de nos jours.