

## « Il y a un avant et un après-bitcoin »

Le 29/11/21 à 07h04

par

### Adrien Paredes-Vanheule

Yves Chouefaty, fondateur et président de Think Out of the Box Asset Management (Tobam), évoque la recherche et les projets de la société de gestion qui a célébré son quinzième anniversaire en 2021 et a récemment lancé un fonds bitcoin à destination des investisseurs particuliers français.



Yves Chouefaty, fondateur et président de Tobam

(Tobam)

## **NewsManagers : A la base de la stratégie de Diversification Maximale de Tobam, il y a la recherche. Comment évolue-t-elle ?**

**Yves Choueifaty** : Tobam compte 48 employés dont 21 sont impliqués dans la recherche. C'est une proportion très conséquente. Tous travaillent sur notre stratégie de diversification l'Anti-Benchmark. Peu de sociétés de gestion maîtrisent leur stratégie autant que nous. Notre recherche vise à fonder et étudier les propriétés mathématiques de la diversification. En effet, la diversification est un concept généralement mal défini à telle enseigne qu'on ne sait pas la mesurer, alors que nous mesurons à peu près tout dans la gestion d'actifs... Or, si on peut mesurer la diversification, on peut la maximiser. Là où le benchmark exhibe systématiquement un biais, par exemple dans le marché actions, un portefeuille qui maximise la diversification n'en n'aura pas. Chez Tobam, nous avons, à ce stade, découvert 47 propriétés mathématiques du *diversification ratio*.

### **Dans combien de pays avez-vous breveté la méthodologie de votre stratégie Anti-Benchmark ?**

Nous disposons déjà de trois brevets (américain, japonais et australien), auxquels s'ajoutera bientôt le brevet canadien.

### **Au côté de la recherche théorique et fondamentale, quelles sont les autres composantes de la recherche de Tobam ?**

La recherche en "implémentation" est le deuxième champ de recherche de Tobam, par exemple l'intégration de critères de développement durable à nos stratégies de gestion... La troisième composante est la recherche développement/ingénierie produits, par exemple pour adapter les produits aux besoins propres des clients. Le bitcoin est un autre exemple, notamment notre fonds lancé en 2017 qui a été longtemps le seul fonds ouvert sur le bitcoin au monde.

La gouvernance n'est pas un sujet très bien documenté dans le monde ESG.

### **Tobam travaille aussi sur l'impact de l'actionnariat étatique au sein des sociétés cotées. Quel est le moteur de cette recherche ?**

C'est une recherche en cours. La gouvernance demeure le parent pauvre du développement durable en finance. Dans un projet durable, il faut que toutes les parties prenantes trouvent leur compte. Une entreprise ne peut oublier ni l'intérêt de ses actionnaires, ni celui de ses clients, ni celui de ses salariés, ni celui de l'environnement au sens large. La gouvernance n'est pas un sujet très bien documenté dans le monde ESG. Le G semble beaucoup moins systématisé et un des

Les plus détestables, c'est quand l'Etat se mêle de la gouvernance d'une entreprise. Le fait qu'un actionnaire soit plus puissant que les autres dans certaines sociétés, par exemple en Chine, pose question. En France aussi, certaines entreprises, avec l'Etat actionnaire, ont pris des décisions qui n'étaient pas les plus alignées avec les intérêts des parties prenantes citées précédemment.

### **Vous préférez la data ESG brute aux notations et autres scores ESG. Pourquoi ?**

La science du développement durable en finance est tellement peu avancée que les notations des grandes agences sont très faiblement corrélées entre elles voire significativement négativement corrélées entre certaines agences qui ont pignon sur rue. Les données brutes sont beaucoup plus objectives.

### **Les marchés privés sont présentés comme une option de diversification de portefeuille. La stratégie Anti-Benchmark de Tobam peut-elle s'appliquer à cette classe d'actifs?**

Nous travaillons sur le sujet. Nous observons cependant deux problèmes sur les marchés privés. Premièrement, il y a peu de données. La diversification, c'est essayer d'acheter des entreprises qui sont faiblement corrélées les unes aux autres. Pour observer la corrélation, il faut des prix. Avec un prix par trimestre ou par an, c'est un peu faible pour estimer une corrélation. Le deuxième problème porte sur la liquidité des positions, qui n'intervient que très rarement, ce qui est antinomique avec la manière dont Tobam gère ses fonds. Néanmoins, nous sommes en train de créer un fonds qui va tenter d'offrir les avantages de certains secteurs non-cotés par le biais d'actions cotées.

Ne pas détenir de cryptomonnaies, c'est spéculer.

### **Comment capter la prime de risque sur les actions dans l'environnement actuel ?**

Le prix Nobel d'économie Harry Markovitz disait "*diversification is the only free lunch*". Il a défini la prime de risque des actions comme la performance du portefeuille non diversifiable, ce qui est assez proche de ce que fait Tobam. Pour obtenir du rendement sur les actions, il faut, soit savoir prédire l'avenir, soit être diversifié. Nous nous sommes spécialisés sur la deuxième option. Nous ne faisons pas d'alpha mais du vrai bêta. Un bêta amélioré et moins risqué qui sera plus rentable que le bêta habituel sur un cycle de marché. Le bêta habituel, ce sont des indices capi-pondérés donc biaisés donc qui spéculent. Un spéculateur, c'est quelqu'un qui a une vision de l'avenir et qui construit son portefeuille conformément à sa vision. Ne pas détenir de cryptomonnaies, c'est spéculer. Dans

un processus de diversification, il faut savoir inclure des cryptos en portefeuille à leur juste pondération.

### **Le bitcoin suscite des commentaires négatifs de la part de dirigeants d'institutions financières et de grandes sociétés de gestion. Qu'en pensez-vous ?**

On ne peut pas nier au bitcoin qu'il soit une innovation disruptive. Il y a un avant et un après-bitcoin. A chaque innovation disruptive, un cycle de Kübler-Ross se met en œuvre. Cette psychiatre a étudié le deuil et en a déterminé les différentes étapes : choc, déni, colère, marchandage, dépression et acceptation. Quand il y a une innovation disruptive, il faut faire son deuil du monde d'avant. Les critiques contre le bitcoin trouvent leur source dans quatre moteurs : l'ignorance, le conflit d'intérêt, la passion et l'idéologie, et la raison. Nous sommes dans la phase de colère car l'innovation disruptive modifie le monde d'avant que certains ont du mal à quitter. Pourquoi le bitcoin est-il disruptif ? Parce qu'il y en a 21 millions. C'est là la novation dans la proposition de valeur du Bitcoin, c'est la première monnaie dont la masse monétaire est fixe.

### **Envisagez-vous une diversification sur d'autres cryptomonnaies ?**

Le sujet de Tobam n'est pas d'élargir son offre mais déjà de convertir les investisseurs au bitcoin. Nous verrons ensuite s'ils ont besoin d'une diversification sur les autres cryptomonnaies. Le fait est que la majorité des institutionnels français s'intéresse davantage à la technologie blockchain qu'à la cryptomonnaie.

### **Le lancement de votre fonds bitcoin pour les particuliers est-il un tournant pour Tobam en termes de clientèle visée ?**

C'est un enrichissement plus qu'un tournant. Nous sommes en discussion avec trois gros assureurs-vie pour la distribution de notre nouveau fonds bitcoin. Nous ne délaissions pas du tout les institutionnels. La stratégie de Tobam a toujours été de construire sa légitimité en montrant que les clients les plus exigeants du monde peuvent nous allouer des actifs. 60% de nos clients sont des entités publiques et 60% sont des entités nord-américaines. Nous avons noué divers partenariats pour aller vers le *retail*. Au Canada, par exemple nous gérons 1,6 milliard de dollars sur le segment *retail* pour un de nos partenaires.

Nous rachetons progressivement les parts d'Amundi dans notre capital.

### **Envisagez-vous d'aborder de nouveaux marchés ou d'ouvrir de nouveaux bureaux ?**



Nous avons ouvert des bureaux (Luxembourg, Francfort) en 2020. Nous bénéficions d'un vent de dos assez porteur pour notre stratégie. Nous avons beaucoup investi sur notre force commerciale aussi aux Etats-Unis et à Paris. Nous n'avons pas d'ouverture de bureau supplémentaire prévue sur le court terme. A ce jour, nous gérons 10 milliards de dollars d'encours à travers le monde.

### **Où en est Tobam concernant sa structure capitalistique ?**

Depuis 2011, nous avons eu deux actionnaires externes au capital de Tobam. CalPERS (un fonds de pension américain, ndlr) est monté jusqu'à 20% du capital. Nous avons convenu de racheter progressivement leurs parts sur dix ans. Cela a été achevé en avril 2021. Nous sommes dans un parcours similaire avec Amundi, qui est monté jusqu'à 20% du capital de Tobam. Nous rachetons progressivement leurs parts. Amundi détient actuellement 8% des actions Tobam.

### **Un nouvel actionnaire pourrait-il entrer au capital après Amundi ?**

Je raisonne non pas en prévoyant le futur mais en ayant des valeurs. Tous les étés, Tobam publie un livre de quatre chapitres (missions de l'entreprise, valeurs, stratégies, organisation). Nous ne faisons pas de plans précis sur la croissance de nos encours. Tout ce qui conduira à faire grandir l'entreprise dans le respect de nos valeurs, nous le regarderons favorablement.