

# The Hedge Fund Profiler

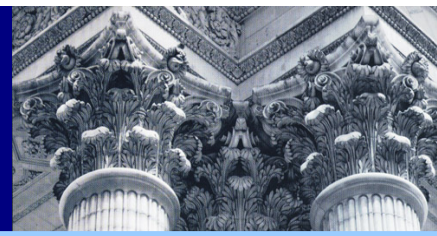
Conducting Research and Due Diligence for UCITs Hedge Fund Investors

Stéphane GOSTELI

+41 78 8720024

Email: [sgosteli@hedgefundprofiler.com](mailto:sgosteli@hedgefundprofiler.com)

Site Web: [www.hedgefundprofiler.com](http://www.hedgefundprofiler.com)



## Fonds alternatifs UCITs

Comme tout un chacun qui lit la presse économique ou est présent sur la place financière, le terme « UCITs » est un terme récurrent ces jours. Un effet de mode s'est créé autour de cette réglementation qui est pourtant vieille d'une dizaine d'année. Sa mise en avant est due à plusieurs phénomènes : l'accès à une nouvelle plateforme de vente pour les managers de fonds alternatifs, une attente des investisseurs d'une réglementation des fonds alternatifs couplée avec un accès à des fonds plus liquides et soi-disant plus transparents.

La crise financière et bancaire de 2007 à 2009 a largement affaibli le monde des fonds alternatifs et la révélation des malversations de Madoff a porté un coup presque fatal à l'industrie des hedge funds. La réglementation UCITs, utilisée par les fonds alternatifs, essaie de redonner vie à ce pan de l'industrie de l'investissement. Ayant participé à plusieurs conférences, on ne peut pas dire que tout le monde soit unanime concernant le concept.

Nous allons d'abord décrire les différentes caractéristiques des fonds alternatifs au format UCITs ou « Newcits » puis nous allons nous pencher sur les avantages et les inconvénients de cette réglementation pour les managers de fonds et pour les investisseurs. Nous finirons par évoquer le futur de cette réglementation et son implication dans les investissements de tous les jours.

### Voici en quelques points les principales caractéristiques des fonds UCITs:

Tout d'abord le domicile des fonds doit se trouver dans un des pays de l'Union Européenne. Les préférés pour l'instant sont l'Irlande et le Luxembourg pour les raisons suivantes : la taille de l'industrie des fonds dans ces pays et l'expérience des professionnels du secteur financier sont les premiers arguments.

Les fonds UCITs sont de type ouvert ou « open-ended ». Cet aspect rend les actions des fonds totalement accessibles.

La palette d'investissement est plus restreinte. Il ne doit s'agir que d'instruments listés sur une bourse d'un pays de l'Union Européenne. Il n'est pas possible d'avoir des positions à découvert sur les sous-jacents. Les positions à découvert doivent être synthétiques. Le fond ne doit pas contenir des positions dans les métaux précieux ou les « commodities ». L'immobilier est proscrit aussi. Il est possible par contre d'utiliser des produits dérivés qui investissent dans ces classes d'actifs.

La liquidité du fond UCITs doit être en adéquation avec la liquidité de ces sous-jacents et doit pouvoir être investi ou désinvesti chaque deux semaines.

Le levier maximum est de 2 c'est-à-dire l'addition des expositions longue et courte ne doit pas dépasser 200. Il est évident que ceci est une barrière importante pour les fonds alternatifs qui utilisaient beaucoup de levier pour profiter d'arbitrages limités.

L'exposition maximale à une position ne peut pas dépasser 30%. Ceci proscrit la création de fond « pipeline » pour une seule stratégie comme c'était le cas pour Madoff. Il y a de nombreuses autres limites de risque mais leur liste est fastidieuse et ne sera utile qu'à un gestionnaire de risque. Dernier point, un manager de UCITs ne peut influencer ou contrôler les sous-jacents. Ceci évidemment a un effet sur les fonds activistes. Un système professionnel de gestion du risque doit être en place. Les fonds doivent être déposés chez un « custodian » indépendant.

### Quels sont les avantages et les inconvénients pour les gestionnaires de fonds et pour les investisseurs ?

Voici un petit tableau dont chaque point sera développé dans les paragraphes ci-dessous :

	Gestionnaire de fonds	Investisseur
<b>Avantages</b>	<ol style="list-style-type: none"><li>1. Réveil de l'industrie</li><li>2. Nouvelles opportunités</li><li>3. Retrouver la confiance des investisseurs</li><li>4. Passeport européen</li></ol>	<ol style="list-style-type: none"><li>8. Règles communes strictes</li><li>9. Plus de transparence</li><li>10. Liquidité accrue</li><li>11. Domicile moins « exotique »</li></ol>
<b>Inconvénients</b>	<ol style="list-style-type: none"><li>5. Quelques stratégies ne sont pas adaptables</li><li>6. Plus de frais donc moins bonne performance</li><li>7. Concurrence avec leurs fonds offshore</li></ol>	<ol style="list-style-type: none"><li>12. Gestion plus onéreuse</li><li>13. Performance plus basse</li><li>14. Analyse plus complexe</li></ol>

1. L'industrie des fonds alternatifs a énormément souffert lors des trois ou quatre dernières années. De nombreux fonds ont fermés ou sont toujours bloqués, la performance a été très, trop corrélée à celle des marchés des actions et de nombreux cas de fraude ont eu lieu. Tous ces éléments ont laissé un arrière-goût amer à la plupart des investisseurs. Cela a évidemment plus touché les investisseurs privés à court terme que les investisseurs institutionnels qui sont beaucoup plus long terme dans leur gestion.

2. Pour de nombreux fonds, l'opportunité « UCITs » ressemble à une bouée de sauvetage. Cela ne résout pas leurs problèmes passés mais au moins offre des perspectives pour le futur. La plupart ont encore besoin de quelques années afin de nettoyer la situation causée par la crise financière tout autant au niveau des investissements proprement dits que pour leur réputation. La réglementation UCITs amène des opportunités à l'industrie des fonds alternatifs qu'elle devra saisir rapidement si elle ne veut pas purement et simplement disparaître.

3. Les principaux griefs des investisseurs envers les gestionnaires de fonds ont été le manque de transparence et de liquidité durant la crise. En appliquant les règles UCITs, les gestionnaires de fonds alternatifs répondent à ces deux problèmes. Le règlement UCITs est plus ou moins facile à adapter pour les gestionnaires selon leur stratégie mais au moins il va donner aux départements de marketing une nouvelle base d'arguments qui devraient faire mouche auprès des investisseurs échaudés.

4. Un autre point très intéressant est la nouvelle loi sur les fonds de placements qui régira la distribution de ceux-ci en Europe. Les fonds UCITs avec leur passeport européen ne devraient pas souffrir de ce changement. Le conditionnel est utilisé car la directive n'est pas encore définitive.

5. Tout le monde ne va pas pouvoir profiter du règlement UCITS car certaines stratégies ou certains fonds ne pourront pas s'adapter. Les fonds d'arbitrage utilisant un levier très important ou des fonds basés sur des investissements illiquides ne pourront sauter dans le train UCITS.

6. Il est évidemment que, à part pour les fonds qui menaient déjà une stratégie UCITS sans le savoir, la performance des fonds UCITS sera plus faible que celle de leur pendant offshore. La mise en place de système de risque et de trading différents ainsi que les limites amènent des frais supplémentaires qui vont impacter la performance. Il est vrai que certains investisseurs sont prêts à subir et conscients de cette baisse en contrepartie d'une liquidité et d'une transparence améliorée mais de nombreux autres ne s'en rendent pas encore compte. Un parfait exemple de ce phénomène est le fond Bluetrend qui a fermé sa classe UCITS car la performance était trop différente de la classe offshore. Ne voulant pas péjorer leur image basée principalement sur leur performance, ils ont préféré clore leur fond.

7. Il est vrai que, pour un certain nombre de gestionnaire de fond, créer un fond UCITS est équivalent à se créer un compétiteur. Ceci est encore plus dommageable pour des fonds qui menaient une stratégie très similaire (qui ressemblaient déjà au règlement UCITS). Pour ceux-ci, la création du nouveau fond est capable de faire fermer leur fond offshore. Cette fermeture montre aussi que les paramètres étaient trop en faveur du gestionnaire dans sa version offshore.

8. La réglementation des fonds alternatifs est demandée par les investisseurs depuis longtemps cependant il y a règles et règles, nous rappellerons que Madoff a été contrôlé plusieurs fois sans que personne ne l'arrête. Il faut être conscient des limites du système et de ses organes de contrôle.

9. Il est promis plus de transparence concernant les fonds UCITS et c'est un argument important pour les investisseurs. Il est vrai que l'accès à l'information est, dans la plus des cas simplifié. Il n'en reste pas moins que s'il y a une transparence complète, il sera quasi-impossible aux gérants de réaliser une surperformance attendue par rapport aux différents indices. Bien qu'importante, nous ne sommes pas pour la transparence totale car la plupart des investisseurs ne peuvent rien en faire si ce n'est avoir une fausse impression de sécurité.

10. C'est l'élément primordial. Les investisseurs demandent plus de liquidité car ils veulent avoir l'impression qu'ils peuvent mieux maîtriser leurs propres investissements. La plupart des fonds UCITS proposent des liquidités très acceptables. N'oubliez pas, par contre, de lire en petit que la liquidité est, dans 80% des cas, conditionnelle. Différentes protections permettent aux fonds de pouvoir gérer leur liquidité avec un peu plus de flexibilité. Tout ceci pour dire que si tous les investisseurs veulent sortir en même temps, liquidité ou pas, il y aura un impact sur leur capacité à être repayer rapidement et sûrement avec une perte par rapport à la valeur nette d'inventaire. Comme pour tout autre investissement, la diversification aura une grande importance d'où l'histoire de la poule, des œufs, des paniers et autres paraboles...

11. Un domicile moins exotique est gage de contrôles plus vigoureux. L'Irlande et le Luxembourg, les deux principaux domiciles des fonds UCITS, ont une excellente réputation. Est-ce la panacée ? Sûrement pas mais il est vrai que les investisseurs se sentent plus à l'aise avec des fonds qui sont enregistrés dans des domiciles moins fantaisistes. Il y a aussi un certain nombre de caisses de pension ou de fonds souverains qui ne peuvent pas investir dans des fonds offshore, la version UCITS est leur réponse afin de toucher le domaine de la performance absolue.

12. Etant donné la liquidité accrue et les systèmes de contrôle mis en place, le travail pour cette gestion est évidemment plus important et donc plus cher. Nous pouvons remarquer l'impact sur les frais de gestion, souvent des frais pour investir et désinvestir. C'est finalement la prime à payer pour la liquidité accrue et de nombreux investisseurs sont prêts à le faire.

13. Qui dit plus de frais, dit aussi une performance plus faible. A part pour les fonds qui utilisaient déjà une stratégie similaire à celle permise par les règlements UCITS, la grande partie des fonds montreront une performance en retrait par rapport au fond offshore. A nouveau, c'est la prime à payer pour la liquidité et la réglementation. Les investisseurs devront déterminer combien ils sont prêts à sacrifier afin de profiter du bon côté des UCITS.

14. Vu la complexité des systèmes de contrôle, de l'opérationnel et de la gestion du risque, le besoin d'analyse et le « due diligence » est augmenté. Ceci est pour la plupart des investisseurs pas à leur portée, ils préféreront alors se tourner vers des fonds de fonds UCITS ou vers des intermédiaires de confiance sous la forme de plateformes mises en place par leur banque ou leur intermédiaire financier.

Le fait de savoir si les fonds UCITS sont une réponse à tous. La réponse est sûrement non mais par contre ils cumulent un certain nombre d'avantages qui devraient en faire le choix de beaucoup concernant leur allocation en fonds alternatifs. Déjà, à l'horizon, pointe les fonds UCITS IV qui devraient prendre en compte totalement les différents points de la directive AIFM. Il est simplement à espérer qu'il n'y aura pas d'excès de réglementation, ce qui pourrait, à la fin du compte, porter atteinte au cadre général des UCITS III.

Le lancement de fonds de fonds UCITS vont démocratiser dans un proche futur l'accès à ces derniers. La transparence restera un sujet central de discussion car l'hyper transparence a aussi ses défauts.

Pour l'instant, l'offre de sous-jacents n'est pas très étendue et à cause de cela et des règles qu'ont les grandes banques concernant les minimas requis, vous allez retrouver, dans tous les fonds de fonds UCITS préparés par les grandes institutions, quasiment les mêmes fonds sous-jacents. De nos jours, la plupart des fonds UCITS sont des adaptations de fonds existants. Sûrement que dans l'avenir, des gérants se lanceront uniquement dans les fonds UCITS sans passer par les fonds offshore.

L'industrie des fonds UCITS se développera de manière bien plus importante le jour où plus de fonds institutionnels verront leur intérêt à investir plus dans ce type d'investissement. Certainement que tous les systèmes servant les UCITS deviendront de plus en plus compétitifs et donc de moins en moins chers, ce qui permettra de faire baisser les frais pour les gestionnaires de fonds. Ils devraient ainsi pouvoir toucher plus largement les institutionnels qui mettent beaucoup d'importance dans l'équilibre frais - liquidité étant donné leur vue à plus long terme.