



Ucits vs non-Ucits: quels sont les facteurs à considérer?

Il y a encore trop de zones d'ombre

L'utilisation de stratégies complexes nécessite la mise en place d'un processus de gestion des risques robuste

PAR XAVIER ZAEGEL *

Une année après la crise de septembre 2008 l'industrie des fonds d'investissement reste ancrée autour du choix de l'investissement collectif. Les fonds réglementés par la Directive européenne 85/611 (labellisé «Ucits») dominent cette industrie en Europe et la distribution transfrontalière dans le monde. Cette directive a été amendée en janvier 2009 (Ucits-IV) pour moderniser les règles existantes.

Mais c'est dans le domaine des autres types de fonds que l'Union européenne (voire les régulateurs du monde) semble vouloir réglementer en rassemblant tous les autres fonds sous la bannière «Non-Ucits») dans le projet de Directive Alternative Investment Fund Managers «AIFM» d'avril 2009. Face à cette dichotomie une maîtrise des possibilités et limites dicteront le choix dans le développement ou la restructuration des produits.

Ucits-III a introduit les instruments financiers dérivés comme actifs éligibles. Auparavant (dans le cadre de Ucits-I) ceux-ci ne pouvaient être utilisés que pour une gestion efficace du portefeuille, c'est-à-dire dans un but de couverture ou afin de fournir un rendement additionnel au portefeuille sans prise de risques supplémentaires. Cette disposition a permis aux Ucits de développer des stratégies d'investissement

plus complexes ou alternatives. On remarque en effet que depuis l'introduction de Ucits-III, la frontière entre gestion traditionnelle («Long only») et les techniques de gestion alternative comme les Hedge Funds tend à disparaître. En effet de nombreux fonds Ucits-III Absolute Return ou Long/Short comme les I30/30 sont apparus sur le marché depuis 2003. Bien que la vente à découvert soit interdite pour les Ucits, ces fonds ont pu grâce aux instruments dérivés répliquer synthétiquement cette vente à découvert en utilisant entre autres des instruments comme les Contracts For Difference («CFD») ou les Total Return swaps («TRS»).

Cependant l'utilisation intensive d'instruments dérivés ou de stratégies d'investissement complexes par un Ucits nécessite la mise en place d'un processus de gestion des risques robuste (tel que défini à Luxembourg par la Circulaire CSSF 07/308 sur le Risk Management pour les fonds sophistiqués). L'un des objectifs est de gérer efficacement les risques induits par ces positions, avec entre autres le calcul d'une Value-at-Risk («VaR») complété par des tests de robustesse («Stress Testing») et un Back Testing.

L'univers des fonds non-Ucits englobe tous les fonds non coordonnés comme entre autres les Hedge Funds, les fonds de Private Equity ou les fonds immobiliers. Dans l'analyse des non-Ucits pour cet article, nous nous focaliserons uniquement sur l'univers des Hedge Funds. Ces Hedge Funds sont réglementés à Luxembourg soit par la loi du 13 février 2007 sur les Fonds d'investissement spécialisés («SIF»), soit par la partie 2 de la loi du 20 décembre 2002 avec l'application conjointe de la Circulaire CSSF 02/80 sur les fonds adoptant des stratégies d'investissement dites alternatives. Au niveau européen, suite à la crise financière, les gouvernements veulent réglementer d'avantages ces fonds non-Ucits et la Commission européenne a émis en avril de cette année un projet de Directive européenne sur les gestionnaires de fonds alternatifs («l'AIFM»).



Nombreux gestionnaires de Hedge Funds ont créé des fonds Ucits-III afin de répliquer leurs stratégies alternatives. (PHOTO: SHUTTERSTOCK)

Ce projet de directive, qui a essuyé beaucoup de critiques de la part d'organisations professionnelles telles l'AIMA pour les Hedge Funds, l'EVCA pour les fonds de Private Equity, va considérablement augmenter la réglementation de ces fonds alternatifs selon trois composantes essentielles:

1. En limitant le recours à l'effet de levier;
2. En imposant plus de transparence via des reportings réguliers;
3. En mettant en place un processus de valorisation indépendante des positions y compris les instruments dérivés négociés de gré à gré («OTC»).

Cependant suite à ces critiques, un nouveau projet de la Directive AIFM devrait être publié dans les semaines à venir, ce qui introduit une zone d'ombre quant à la réglementation des fonds non-Ucits.

Le choix entre les structures Ucits ou non-Ucits se fera donc en fonction des facteurs suivants:

Quelle distribution du fond le promoteur souhaite-t-il avoir?

En effet la distribution du fond Ucits grâce à son passeport européen est facilitée même en dehors des frontières européennes (par exemple en Asie). Du fait des récents événements ayant touchés le monde des Hedge Funds, beau-

coup d'investisseurs préfèrent la marque Ucits qui donne une plus grande transparence et apporte une sécurité avec la réglementation en place, notamment via la publication d'une Valeur Nette d'Inventaire («VNI») au moins deux fois par mois ainsi que via la possibilité de rachats à chaque date de calcul de VNI. Pour les non-Ucits, le fonds SIF est d'une part réservé aux investisseurs avisés avec un minimum d'investissement de 125.000 d'euros et d'autre part le calcul de la VNI peut se faire une fois par an.

La politique d'investissement du gestionnaire

Même si les restrictions d'investissement des fonds Ucits permettent de loger au moins 80 % des stratégies de Hedge Funds, certaines politiques d'investissement ne pourront pas rentrer dans les règles Ucits. En effet les règles de concentration sont plus strictes ou encore le recours à l'effet de levier est plus limité que dans un fond SIF par exemple. Cependant tous les instruments dérivés sont éligibles sous Ucits-III aussi longtemps que le sous-jacent répond aux critères d'éligibilité émis par le CESR et retranscrits à Luxembourg dans la Circulaire CSSF 08/380 (par exemple les indices de

Hedge Funds ou sur matières premières sont autorisés s'ils répondent à certains critères). Le recours à l'emprunt dans un but d'investissement est interdit dans les fonds Ucits, mais celui-ci peut être répliqué synthétiquement via l'utilisation d'instruments dérivés ou via des techniques de gestion de portefeuille.

Quelle sera l'impact de la nouvelle législation sur les produits existants et à venir?

La réglementation Ucits est connue depuis son introduction en 1985 et élaborée avec les différentes recommandations du CESR en termes d'actifs éligibles, du Risk Management ou du contenu des prospectus. Les changements attendus avec l'arrivée de Ucits-IV sont bien accueillis par tous les acteurs, seuls quelques éclaircissements quant au passeport de la société de gestion ou le contenu du nouveau prospectus simplifié («Key Information Document-KID») sont actuellement en phase de discussions avancées. En ce qui concerne les non-Ucits, le projet de Directive AIFM a encore trop de zones d'ombre quand aux exigences attendues, aux règles d'investissement ou de reportings. Néanmoins l'analyse de l'impact ne peut attendre.

Dans les dernières semaines, nous avons pu lire dans la presse que nombreux gestionnaires de Hedge Funds comme Man Investments ou Cheyne Capital ont créé des fonds Ucits-III afin de répliquer leurs stratégies alternatives n'étant pas certain des résultats des discussions sur la directive AIFM et voulant profiter de la marque Ucits. Une autre tendance observée concerne les gestionnaires traditionnels qui entrent dans le monde des Hedge Funds en lançant des fonds Ucits-III qui ouvrent des comptes gérés («Managed accounts») auprès de gestionnaires alternatifs, ce qui introduit une nouvelle manière de créer des fonds de Hedge Funds en ayant une plus grande transparence et une liquidité plus importante.

* Xavier Zaegel est partner chez Deloitte S.A.



Xavier Zaegel