

ÉDITO

par Xavier Lépine, Président du Directoire du Groupe UFG

Une crise du troisième type !



Restons humbles. Lorsque la crise du sub-prime s'est manifestée, le manque de recul m'a conduit à penser qu'il ne s'agissait que d'une crise de plus. Un financement immobilier reposant sur l'actif et non pas sur la capacité de remboursement des emprunteurs expliquant la formation d'une bulle. Bref, un scénario classique qui cette fois-ci s'était porté sur l'immobilier résidentiel comme il s'était porté sur les crédits à l'Amérique latine au début des années 80, les junk bonds pour les « savings and loan » à la fin des années 80 ou, plus récemment, le n'importe-quoi.com.

Il ne s'agit que de la partie visible de l'iceberg, la crise financière actuelle est

bien une crise d'un nouveau type car elle est liée aux modalités de financement de l'économie. En 20 ans, la structure du financement de l'économie s'est profondément modifiée, le métier des banques a muté : de l'intermédiation de l'épargne et transformation de court à moyen/long terme, leur nouveau métier repose dans le triptyque : origination, titrisation et distribution. Tout a concouru à cette évolution : la technologie de l'information, la réglementation bancaire qui, en imposant des ratios de fonds propres beaucoup plus restrictifs, a naturellement conduit à réduire leur

suite en page 2



SOMMAIRE

Le Groupe UFG

- Perspectives macro-économiques 2008 page 3

UFG IM

- Quelles orientations pour 2008 ?
- La valeur du mois : Adidas page 4

UFG PE

- Les grandes opérations de Private Equity : coup de gel ou ère glaciaire ? page 5

UFG REM

- L'Investissement Socialement Responsable (ISR) et l'immobilier page 6

UFG Alteram

- Bilan et projection 2008 pour les stratégies alternatives page 7

Conjoncture

Perspectives macro-économiques 2008

Les nouvelles des Etats-Unis ne sont pas bonnes, une fois l'indice ISM manufacturier passé sous la barre des cinquante, la probabilité d'une entrée en récession de la principale économie au monde effraie.

Les perspectives ne sont pas faciles à imaginer, mondialisation et globalisation financière obligent...

En page 3

ZOOM

GESTION D'ACTIFS

Quelles orientations pour 2008 ?

Aucun indice tangible ne laisse espérer une amélioration de la conjoncture boursière. La croissance en UE et aux US a ralenti, mais progresse toujours, les pays émergents doivent pouvoir résister et nous semblons échapper à une véritable spirale inflationniste. L'économie mondiale pourrait-elle surprendre par sa capacité à résister aux crises ?

En page 4

CAPITAL INVESTISSEMENT

Coup de gel ou ère glaciaire ?

Les grandes opérations de private equity peinent actuellement à lever de la dette. Coup de gel ou début d'une ère glaciaire? Le dégel va prendre certes un peu de temps. Il permettra à tous les acteurs d'en revenir aux fondamentaux du métier mais cela ne signe pas la fin de ces opérations.

En page 5



suite de l'édito

activité de crédit et donc leur besoin de dépôt. L'objectif recherché par les régulateurs était clair et, dans une certaine mesure, il a également été atteint : ne plus faire supporter à une catégorie d'acteurs (i.e. les banques) le financement de l'économie pour permettre une croissance plus importante, un coût de financement plus faible et une réduction du risque de crise.

L'une des conséquences de ce choix structurant, la désintermédiation, a été le passage de l'emprunteur à l'investisseur via un nouvel acteur, l'asset manager ; la différence essentielle étant que la banque prenait le risque alors que l'asset manager ne le prend pas, ce qui réduit le coût du risque en le disséminant vers tous les investisseurs. De fait, tout déposant se voit depuis des années proposer non plus un dépôt mais un OPCVM. Corollairement, il fallait bien inventer de nouveaux produits de taux ; la titrisation de cash flow futurs est ainsi née.

L'application de ce principe de titrisation aux crédits immobiliers est assez naturelle puisque les cash flow futurs sont bien identifiés et la garantie bien réelle ; elle s'est faite en plusieurs étapes : le mortgage backed securities (littéralement une obligation garantie par une hypothèque), puis l'asset backed securities (obligation garantie par un actif) qui, au-delà du risque de crédit, introduit la notion de risque de liquidité par le décalage entre les cash flow futurs générés par l'actif et la durée du passif. Cette titrisation tant qu'elle est restée raisonnable répondait parfaitement aux objectifs recherchés y compris dans les crédits hypothécaires sub-prime (comprendre « hors norme »).

« le passage de la raison à la déraison »

La responsabilité du passage de la raison à la déraison incombe aux banques et aux agences de rating. Au métier de banquier commercial s'est substitué celui de structureur, sorte d'OVNI développant des modèles économétriques reposant globalement tous sur le même concept, la Value at Risk (VaR), « selon la loi normale, la probabilité de rester dans les bornes de ris-

que définies et acceptables est de 2,58 écarts-types, comprendre 99 % », le problème étant que personne ne sait ce qui se passe si le 1 % arrive, le 1 % est alors baptisé « queue de distribution épaisse ». Fort de cette VaR si rassurante, l'enchaînement est souvent implacable et, pour reprendre le vocabulaire de nos OVNI, nous entrons dans un scénario de « fonction discrète », c'est-à-dire en bon français qu'à force de modifier marginalement le concept, l'arrivée n'a plus rien à voir avec le point de départ, version moderne de « tant va la cruche à l'eau qu'à la fin elle se casse » !

«...tant va la cruche à l'eau qu'à la fin elle se casse »

C'est cet enchaînement qui en fait une crise des modalités de financement de l'économie. La titrisation dans son concept d'origine était saine : des émissions obligataires répliquant parfaitement les flux attendus, le risque de liquidité n'existe pas et le risque de crédit est bien transféré. Le décalage entre le mark to market, c'est-à-dire le prix donné par le marché, et le mark to model est souvent inexistant. Le problème commence lorsqu'un décalage entre les flux est créé ; plus précisément lorsque le refinancement est à court terme alors que les flux adossés sont à long terme. Ainsi sont nés les « conduits » qui à l'actif ont des crédits à long terme financés par l'émission de « commercial paper » (CP) à 3 mois. Les agences de notation ne regardant que la qualité de l'actif émettent des notes très positives et le « conduit » est ainsi acheté et classé à court terme alors que l'actif est à long terme. Ces « conduits » ne posent pas de problème aux investisseurs car ils bénéficient d'engagement de liquidité intégrale émis par les banques qui se substituent aux investisseurs ne voulant pas souscrire de « commercial paper » à l'échéance. C'est ainsi que le système bancaire a ravalé pour plus de 400 Mrds de dollars de CP depuis le mois de juin dernier. Troisième étage de la fusée titrisation, le SIV (Special Investment Vehicle) dont le principe est le même que celui du conduit mais avec deux nuances de taille : un effet de levier est introduit et surtout il ne bénéficie pas de ligne de liquidité bancaire en cas de non renouvellement du passif à court terme ; c'est dans cette dernière « nuance » que le risque se matérialise,

le mark to model peut devenir radicalement différent du mark to market s'il n'y a plus de marché... le fameux 1 %.

« la titrisation : une fusée à trois étages »

Le fait générateur de la crise des subprime est relativement banal : aux Etats-Unis le crédit hypothécaire est distribué sur la base de la valeur de l'actif et non pas sur la capacité de remboursement de l'emprunteur et, pour couronner le tout, une bonne partie des emprunts sont réalisés à taux variable ; la courbe des taux est structurellement positive et la charge de remboursement d'un taux variable est ainsi inférieure à celle d'un crédit à taux fixe. La bicyclette fonctionne tant qu'elle roule, autrement dit, tant que les prix de l'actif augmentent et tant que les taux d'intérêt courts restent bas ; quand la situation se grippe (une hausse des taux courts de 2 à 4 % conduit mécaniquement à un doublement de la charge d'intérêt) et que les ventes se produisent ainsi massivement, les prix baissent et l'engrenage commence.

Jusque là, la forme de la crise n'est pas nouvelle et comme dirait M. Greenspan « c'est quand la mer se retire que l'on voit qui n'avait pas de maillot ». Sur le plan théorique, il n'y a pas de crise liée au besoin de liquidité : ceux qui n'ont pas renouvelé leur investissement dans les conduits ou les SIV ont du cash et les banques qui se sont substituées aux investisseurs utilisent leur trésorerie et leurs fonds propres. Le problème provient de la méconnaissance des risques qui sont ainsi « ravalés » par les banques : la titrisation a été créée pour permettre une désintermédiation et une sortie du risque des banques et brutalement il est demandé au système bancaire de ré-intermédiaire le risque. Ainsi, elles ne se font plus confiance entre elles car elles ne sont plus à même d'analyser la solidité de leurs pairs.

Une telle situation dérape très rapidement : les asset managers ayant l'obligation de rendre à vue les fonds monétaires souscrits par leurs clients ont peur des retraits et placent au jour le jour alors que les banques doivent financer les conduits et autres SIV à 3 mois, d'où un décalage entre le taux du JJ et du 3 mois pouvant dépasser 1 %. Les banques centrales injectent de la liquidité de 1 jour à 3 mois,

Perspectives macro-économiques 2008

liquidité qui est replacée le soir même pour plus de la moitié au JJ, créant des pertes abyssales au sein des activités de trésorerie des banques. Personne ne voulant ou ne pouvant prendre de risques, le mark to market réglementaire augmente les provisions alors que le mark to model parle d'un écartement de spreads...

« une crise d'un nouveau type »

En conclusion, la crise actuelle est bien la première d'un nouveau type. Elle n'est pas terminée et sa répercussion sur l'économie réelle, de négatif à très négatif, est d'autant plus incertaine que, s'agissant d'une nouvelle forme de crise, le remède est en cours d'élaboration. Il ne s'agit pas de remettre en cause la titrisation car le coût économique structurel serait trop important mais le retour à la titrisation se fera sous des formes plus simples. La principale difficulté est bien évidemment le traitement des stocks actuels.

Au total, l'allocation d'actifs à privilégier est celle du créancier plutôt que de l'actionnaire : si l'économie ralentit, les Bourses vont moins bien performer et le rendement des crédits sera meilleur : investissons dans les actifs de rendement, l'arbitrage de risque de crédit, les obligations convertibles et... les actifs réels adossés à des cash flow certains qui retrouvent tout leur sens, autrement dit l'immobilier d'entreprise qui revient à cumuler les avantages du créancier (le loyer payé par l'entreprise) à ceux du propriétaire actionnaire de long terme. ■



La nouvelle année boursière a mal commencé, les opérateurs ayant été touchés par la publication outre-Atlantique de l'indice ISM manufacturier. Celui-ci est en effet passé sous la barre des cinquante qui marque la frontière entre l'expansion et la récession. La probabilité d'une entrée en récession de la principale économie au monde avec tous ses effets négatifs pour les partenaires s'en est trouvée renforcée, poussant, réflexe bien naturel, à vendre les actions d'autant que les difficultés persistent sur les marchés interbancaires. Mais les choses sont loin d'être aussi simples et les perspectives ne sont pas faciles à imaginer, mondialisation et globalisation financière obligent. D'abord les prix des produits de base continuent de se tendre, le baril de pétrole est à 100 dollars révélant, au-delà de l'effet lié aux tensions géopolitiques récentes, que l'activité économique mondiale demeure ferme en ce début d'année et que les intervenants sur les marchés de produits de base n'anticipent pas de retournement à horizon visible. Ensuite l'argent demeure abondant sur la planète. Avec des excédents commerciaux considérables, la plupart des

pays émergents peuvent continuer de nourrir des flux d'importations qui ne peuvent que soutenir les exportations des pays développés notamment de ceux dont la monnaie s'est dévaluée. En outre les réserves de changes de ces mêmes pays leur donnent une force d'intervention qu'on ne doit pas oublier. Certes sous l'effet combiné d'un ralentissement probable des exportations et du durcissement de la politique monétaire, la croissance chinoise va ralentir, et peut-être plus que prévu avec en outre le contrecoup des Jeux Olympiques. Mais on n'oubliera pas que les besoins d'équipement et de consommation dans ce pays restent immenses, comme ils le sont aussi en Inde, au Brésil, en Russie et dans tous les pays émergents producteurs de produits de base, pétroliers ou non. Du côté des pays développés il est vrai que les perspectives s'assombrissent avec la hausse des prix attisée par la flambée des prix du pétrole et des produits alimentaires qui vient rogner le pouvoir d'achat des ménages d'autant plus que la discipline salariale se renforce plutôt. Ceci vient s'ajouter aux difficultés de l'immobilier résidentiel et à celles de la sphère financière. S'y ajoute aussi le désordre sur le marché des changes, particulièrement pénalisant pour la zone euro. Cependant jusqu'ici force est de constater, outre-Atlantique, que la consommation surprend par sa résilience, les ménages n'hésitant pas à puiser dans leur épargne, et pourrait peut-être encore surprendre, le chômage étant encore bas et la Fed n'ayant pas fini de baisser ses taux. ■ Jean-Michel Boussemart, Conseiller économique du Groupe UFG

La lettre du Groupe UFG Numéro 10 / janvier 2008
Publication éditée par :

GROUPE UFG

Société anonyme à directoire et conseil de surveillance
au capital de 38 041 060 euros

Siège social : 173, boulevard Haussmann / 75008 PARIS
480 871 490 RCS PARIS

Directeur de la publication : Xavier Lépine

Conception-rédaction : Groupe UFG

Photos/illustrations : Getty Image (illustration John Labbe), Groupe UFG, Fotolia, DR.

Impression : ICO / 34 rue Roger Salengro 93140 Bondy

Tél. : 01 44 56 10 00 / Fax : 01 44 56 11 00

e-mail : info@groupe-ufg.com

www.groupe-ufg.com

Perspectives 2008

	2006	2007	2008
Croissance du volume du PIB en %			
Monde	5,3	5,2	4,8
Pays de l'OCDE	3,1	2,7	2,3
dont			
Etats-Unis	2,9	2,2	2,1
Japon	2,4	1,9	1,6
Zone euro	2,9	1,9	
Pays hors OCDE	8,3	8,4	7,8
dont			
Chine	11,1	11,3	10,3
Prix du Pétrole (\$/baril de Brent)			
	65,2	73	85
Taux de change			
€/ \$	1,26	1,37	1,45
\$/ yen	116	118	107
£/ \$	1,84	2,0	1,95

Source : CIE-Renecade

Quelles orientations pour 2008 ?

2007 s'achève pour les marchés financiers sur une note très hésitante. L'embellie de fin d'année n'a pas eu lieu et tout juste a-t-on pu observer une stabilisation des indices, ce qui ne donne guère d'indication sur la direction qui sera prise en début d'année.

Peu de raisons militent pour une amélioration très nette de la conjoncture boursière dans l'imédiat. Trop d'incertitudes demeurent sur l'impact de la crise du crédit immobilier sur les bilans des banques et de façon plus générale sur la situation économique américaine. Le plus probable est donc d'assister à un début d'année heurté. Mais puisqu'il est d'usage en cette période de se hasarder à des prévisions sur l'année entière, comment peut-on imaginer 2008 ?

Les scénarios les plus répandus sur la croissance mondiale et sur l'inflation sont à ce jour pessimistes. La crainte de la stagflation est partout présente mais les statistiques les plus récentes n'indiquent pas clairement qu'elle est en cours de se matérialiser. Certes, la croissance a fortement ralenti mais un taux de progression aux environs de 1,5% à 2% en Europe et aux Etats-Unis paraît encore possible si l'on en croit les derniers indicateurs économiques qui font état, notamment aux Etats-Unis, d'une assez bonne résistance de la consommation. Quant aux pays émergents, ils semblent avoir acquis suffisamment d'autonomie pour maintenir des rythmes de croissance peut-être moins élevés qu'en 2007 mais toujours solides, soutenus par d'importantes dépenses d'investissement peu dépendantes du ralentissement observé dans les pays occidentaux.

Pour ce qui concerne l'inflation, il est incontestable que les indices ont récemment dérapé, sous l'effet en particulier de la forte hausse des prix pétroliers. Mais en revanche il ne semble pas pour l'instant qu'une contagion à l'ensemble des prix, de nature à créer une véritable spirale inflationniste, se mette en place. En témoigne par exemple l'évolution toujours raisonnable des salaires.

L'économie mondiale pourrait-elle donc surprendre par une meilleure capacité à résister aux crises que ce ne fut le cas dans le passé ?

On avait pu constater que la hausse du prix des matières premières n'avait pas eu ces dernières années, tant sur la croissance économique que sur les prix, les conséquences habituelles constatées lors des précédents chocs pétroliers. La montée en régime des pays émergents avait, pour l'activité mondiale, plus que compensé l'effet récessif de la perte de pouvoir d'achat subie par les consommateurs des pays développés et avait créé suffisamment de désinflation pour que la hausse des prix reste au global contenue. La grave crise de crédit que traverse le système bancaire occidental devrait logiquement conduire les banques à restreindre la distribution de crédit, ce qui serait fatal aux économies développées qui jusqu'alors ont largement bénéficié de crédits abondants et pas chers. La seule

limite à ce raisonnement est une fois encore le déplacement du centre de gravité du monde économique et financier vers les pays émergents. L'intervention des fonds souverains qui recapitalisent certaines banques en difficulté et le dynamisme de la demande interne de ces pays seront-ils suffisants pour éviter le pire et faire de 2008 une année finalement moyenne ? Si la réponse à cette question devait être positive, cela signifierait que les marchés d'actions, évalués sur des bases très raisonnables, ne connaîtraient pas l'année noire qu'on leur prédit. C'est dans cette perspective que nous serions tentés de mettre à profit toute baisse significative pour renforcer nos positions. ■ Christian Desbois, Directeur Général UFG IM, le 2/01/2008

ACTUALITÉS

LA VALEUR DU MOIS

Adidas

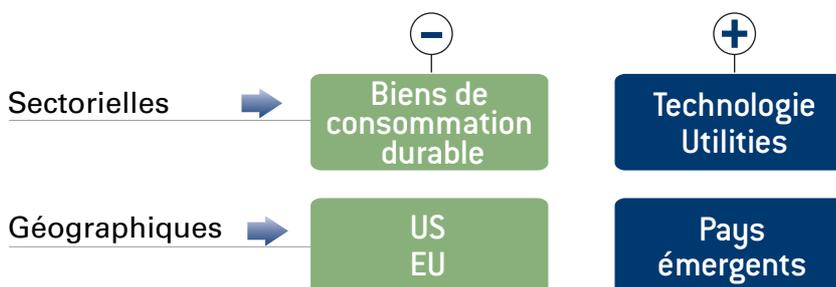
« Together in 2008, impossible is nothing » C'est avec ce slogan que Adidas China vient de lancer sa campagne pour les Jeux Olympiques de Pékin en juin 2008 lui permettant, au passage, de s'ouvrir un marché de 1,3 milliard d'individus.

Les Jeux Olympiques sont traditionnellement porteurs pour les valeurs de ce secteur. Mais peut-être ceux de Pékin ont-ils une importance particulière en raison de l'enjeu fabuleux du nombre de consommateurs.

Adidas, comme chacun sait, a développé une gamme de produits dans le domaine du football, du basketball, du tennis, du running et du golf au travers de TaylorMade. La société est également largement présente dans l'habillement « Sport style ». Enfin, Adidas a acquis en janvier 2006 la société Reebok afin de renforcer sa présence sur le marché américain. Les quelques déconvenues qui ont marqué cet achat ont pesé à différentes reprises sur le cours d'Adidas. A ce jour, l'intégration semble effective et le groupe est en ordre de marche pour aborder le rendez-vous de juin 2008.

Adidas présente de surcroît une valorisation attractive avec une croissance attendue de ses résultats pour 2008 et 2009 de respectivement 20% et 17,3%, soit un ratio cours/bénéfice de 15,6 fois en 2008.

Les convictions d'UFG IM



Les grandes opérations de Private Equity : coup de gel ou ère glaciaire ?

Près de 300 milliards d'euros d'engagements sur des prêts à effet de levier seraient restés « en banque » suite au coup de froid entraîné par la crise des subprimes.

Dès lors un coup de gel s'est abattu sur la levée des dettes de ce type et chacun y va aujourd'hui de ses commentaires, beaucoup brûlant à présent les « idoles » hier tant vénérées !

Attitude humaine s'il en est jusqu'à ce que l'on en revienne à une vision plus sereine et raisonnée de la réalité.

Il est en effet aujourd'hui bien difficile aux opérateurs de lever de la dette sur de très grosses acquisitions. Cette pratique « structure and sell » grippée, les banques ont besoin de temps pour digérer la masse de capitaux levée. Cette dernière n'est toutefois pas si énorme ni risquée que cela. Le risque semblerait tenir davantage à la décote du nominal induite par la remontée des taux et des primes de risque sur ces opérations qu'à la nature des actifs financés. Le risque fondamental est encore limité, les cibles occupant des positions très significatives en termes de parts de marché et géographiques, avec à leur tête des managers soucieux de la création de valeur. Tant que les cash flows et la valeur du sous-jacent ne s'érodent pas trop, le risque de non remboursement final paraît contenu.

Les grands fonds de LBO continuent cependant de faire des opérations qui dépassent le milliard d'euros : ayant levé des capitaux importants, ils ont la possibilité d'assurer la prise ferme avec ou sans mezzanine (le grand retour !) de l'opération sachant que lorsque les vannes se réouvriront ils restructureront leur financement en y remettant une dose de levier. De plus ils reviennent aux fondamentaux du métier en termes de création de valeur. La digestion du stock sera également facilitée par les capitaux souverains.

Viendront ensuite les investissements dans des véhicules de restructuration qui saisiront de belles opportunités comme

on l'a vu après chaque crise (1990, 1993, 2000...).

La liquidité rétablie, les craintes excessives apaisées et donc la confiance restaurée, les grosses opérations reviendront et le private equity continuera à y opérer car ces « deals » ont la particularité d'offrir un rendement élevé face à un risque maîtrisé.

Avec un horizon moyen/long terme, l'investisseur en private equity recherche une diversification équilibrée (géographie, métiers, stratégies, sous-jacents, millésimes). Il prend sereinement position sur une classe d'actif en forte croissance pour les années qui viennent⁽¹⁾. Il sait aussi que cette activité très sélective porte sur TOUT le gisement mondial des entreprises que le private equity aère et fait respirer tant en termes d'actionnariat que de portefeuille d'activités.

Le private equity, alternative dans l'alternatif, se nourrit de ce besoin vital et, plus que d'autres segments de la gestion d'actifs, aligne les intérêts du plus grand nombre. Opérant marginalement, il peut espérer en tirer une rentabilité satisfaisante et régulière pour celui qui lui est fidèle et sait choisir ses équipes de gestion.

La clé est là et pas ailleurs : comment dans chacun des métiers du PE et parmi les 6000 sociétés de gestion de par le monde choisir les 30 à 40 qui performeront dans la durée ?

La performance en multigestion se construit à l'écart de tous les panurgismes.

Pourquoi écarter le gestionnaire d'un fonds de grandes opérations qui aura fait la démonstration qu'il est capable de construire de la valeur quels que soient les périodes et les cycles et qui, sauf profonde évolution de sa culture et de ses membres, devrait pouvoir continuer de la sorte ?

Est-ce plus risqué aujourd'hui qu'il y a 2 ou 3 ans ?

Le dollar est bien moins cher, la croissance mondiale encore correcte, les grandes entreprises de plus en plus globales, les opportunités de plus en plus importantes, et l'on peut analyser les résultats de ces dernières et exceptionnelles années et donc encore mieux juger les gérants.

Qu'en sera-t-il sur les 5 à 7 prochaines années, soit la période d'investissement couverte par les fonds investis par un fonds de fonds ? Car c'est bien de cela dont on parle pour un fonds de fonds qui commence à investir aujourd'hui : 2008 devrait être en la matière une bonne année.

Qu'après un coup de gel un petit air frais subsiste quelque temps c'est bon : cela tempère les esprits et fait raison garder... quelque temps !

Mais il semble bien qu'on soit encore loin, toutes choses égales par ailleurs, d'une nouvelle ère glaciaire.

Excellente année 2008, excellent millésime ! ■ Patrick Lissague, Directeur Général UFG PE, le 2/01/2008

(1) Citigroup a publié une étude démontrant que la part de la gestion diversifiée sur l'ensemble de l'allocation passera en moyenne de 14 à 20 % dont les deux tiers de cet accroissement seront alloués au private equity.

STRATÉGIE

UFG PE investit généralement en minoritaire, seul ou aux côtés de confrères partageant la même éthique, suivant différentes stratégies :

- de 1 à 3 millions d'euros dans des sociétés innovantes en mid et late stage, [très rarement en amorçage pour des questions de durée] comme par exemple avec la société Telisma [reconnaissance vocale] en avril 2007
- de 1 à 6 millions en capital développement, par exemple en octobre 2006 avec Petits Petons, un réseau de 50 magasins de chaussures pour enfants et en LBO de croissance dans des entreprises de croissance non cotées ou cotées comme Cylande [solutions dédiées aux enseignes du commerce spécialisé et de la grande distribution] en décembre 2006.

L'Investissement Socialement Responsable et l'immobilier

L'Investissement Socialement Responsable (ISR) est un investissement individuel ou collectif qui consiste à associer des critères environnementaux, sociaux, éthiques et de gouvernance d'entreprise à un objectif de performance financière.

Le principe de l'investissement responsable, issu dès le 18^e siècle de divers mouvements philanthropiques, religieux, pacifistes ou écologiques, a été consacré à l'échelle mondiale le 27 avril 2006 par les Nations Unies sous la dénomination de UNPRI.

Des critères extra-financiers

L'investisseur, au delà des aspects risque et rentabilité d'un placement, utilise pour prendre sa décision des critères extra-financiers dans une perspective de développement durable qui ont conduit certains à qualifier l'ISR de « déclinaison financière et spéculative du concept de développement durable ».

En effet, ces fonds, à côté de la spéculation à court terme qui peut les conduire à participer à l'émergence de sociétés dont l'activité est orientée vers cet objectif (constructeur/exploitant d'éoliennes, producteurs de cellules photovoltaïques, etc.) recherchent une performance financière à moyen et long termes qui semble être leur domaine de prédilection.

Pourquoi investir dans le développement durable ?

Fondés sur le fait que les entreprises performantes de demain sont celles qui, par la prise en compte des facteurs sociaux et environnementaux, ont une meilleure appréhension de leurs risques (par exemple : risque de procédure pour pollution, etc.) et un meilleur management, les fonds de développement durable orientent leurs investissements vers les entités susceptibles de maintenir ou d'améliorer la qualité de l'environnement, la pérennité des ressources naturelles, la diminution des différences de niveau de vie entre

les populations tout en favorisant la croissance et le transfert des connaissances et des richesses.

Plus militants encore, certains excluent de leurs placements les entreprises dans les secteurs de l'armement, du tabac, du jeu ou de la pornographie... ou d'autres optent pour l'activisme actionnarial ou l'entreprise solidaire.

Pour justifier de la pertinence de leurs choix, l'ensemble des gestionnaires de fonds ISR font appel à des agences de notation spécialisées pour analyser et donner une appréciation sur les entreprises potentiellement sélectionnables en fonction d'un des objectifs poursuivis par le produit de placement. L'américain GMI, le canadien INNOVEST ou les français VIGEO et NOVETHIC scrutent ainsi la politique globale de développement durable des entreprises.

ISR et Immobilier

L'immobilier devrait ne pas échapper à cette démarche et au moins quatre domaines semblent éligibles pour constituer les premiers fonds ISR immobiliers :

- Les immeubles H.Q.E. (Haute Qualité Environnementale) qui, pour bénéficier de la certification AFNOR, ont dû répondre aux exigences d'un référentiel de 14 cibles permettant de s'assurer de la relation du bâtiment avec son environnement immédiat, du faible impact environnemental du chantier, de la gestion économique de l'énergie, de l'eau et des déchets, de la maintenance et de la pérennité de ses performances, du confort hygrothermique, acoustique, visuel et olfactif de l'immeuble. Le surcoût résultant de ce concept de construction devrait trouver sa contrepartie dans la diminution des charges (entreprises et particuliers) et dans un attrait accru et monnayable pour les entreprises utilisatrices,
- Le logement social comme composante du nouvel essor de l'épargne solidaire dont nous devrions voir les prémices à l'occasion de la publication du projet de loi sur la modernisation de l'économie,
- Les résidences médicalisées ou non pour les 3^e et 4^e âges,
- Les Partenariats Public/Privé autour de l'immobilier nécessaires au fonctionnement des activités régaliennes à connotation sociale (santé, justice, etc.).

Le souhait pour des investisseurs institutionnels d'afficher leur préoccupation du socialement responsable, ou de satisfaire la demande de même nature de leurs clients, devrait assurer le développement rapide des produits collectifs ISR et notamment dans le domaine immobilier. L'exemple d'un grand groupe de distribution qui lance trois fonds ISR auprès de sa clientèle est l'illustration la plus pertinente de cette conciliation entre l'avenir et la performance. ■ Jean-Marc Coly, Directeur Général UFG REM, le 31/12/2007



Clément VERGELY

Bilan et projection 2008 pour les stratégies alternatives

Dans un contexte difficile et changeant, l'année 2007 aura finalement conforté l'intérêt pour les gestions alternatives.

L'objectif principal de l'ensemble de cette classe d'actifs est la performance absolue et les gestionnaires ont réussi à l'atteindre en profitant de l'euphorie de la première partie de l'année et en protégeant le capital dans la période de crise. Globalement, les hedge funds étaient plutôt short du risque subprime, et à l'exception de quelques-uns très spécialisés, l'ensemble n'a pas connu de gros problèmes malgré la baisse de la liquidité mondiale très importante.

Analyse par stratégie :

La seule stratégie vraiment touchée par cette crise aura été l'« Equity market neutral systématique » qui, très levragée et investie par construction dans les actions « attractives », a été atteinte par les besoins de liquidité des comptes propres de banques et les ventes massives et sans raison qui ont suivi. Les stop loss et les sorties des investisseurs ont entraîné des pertes définitives et l'on peut s'interroger sur l'avenir de ce type de stratégie, fondée sur une approche statistique sophistiquée et un gros effet de levier, mais investissant souvent avec un momentum commun dans le même type d'actifs.

Pour les stratégies de Long & Short Equity classiques (basées sur un choix discrétionnaire des valeurs), 2007 est une bonne

année. Les gestionnaires, notamment aux Etats-Unis et moins en Europe, ont su à la fois faire une bonne rotation sectorielle et se dégager à temps des petites et moyennes capitalisations. L'indice global devrait ainsi délivrer une performance autour de 11 % pour un sous-jacent (MSCI World en monnaie locale) autour de 3 %.

Les stratégies Event (Mergers & Acquisitions, Capital Structure Arbitrage et Distressed) ont connu une année très contrastée. Les gestionnaires ont parfaitement su profiter de la vague d'opérations sur bilan en début d'année. Heurtés au mois d'août, ils se sont dégagés progressivement des opérations de haut de bilan (fortement perturbées par les difficultés du secteur bancaire) pour se recentrer vers le classique « capital structure arbitrage » et revenir à petit pas vers le distressed. Au final, une année proche de 8 %, malgré une perte de 2 % au deuxième semestre.

Le bilan diffère aussi si on considère les purs arbitrageurs de valeur relative : crédit, convertibles ou produits de taux. Cette année encore, les convertibles ont souffert des ventes massives du sous-jacent (quelle que soit la valorisation intrinsèque) et de la détérioration des spreads crédit, mais restent en territoire positif. Les Long & Short crédit font une année moyenne (autour de 5 %) malgré un sous-jacent très perturbé

avec de violents écartements des spreads de crédit sur les marchés High Yield et les secteurs financiers et cycliques. La grosse difficulté des gérants aura été de trouver les couvertures adéquates dans des moments où la totalité des actifs baissait, indifférente à la valeur de chacun.

Bonne année pour les stratégies de taux (+8 %) qui ont su, notamment au deuxième semestre, profiter de l'augmentation de la volatilité et des possibilités d'arbitrage sur les courbes. Cette stratégie, aux résultats longtemps médiocres et accusée de ne plus avoir d'avenir car « trop arbitrée », a montré la bonne technique de ses gérants et son caractère non corrélé.

Pour finir, les stratégies de Global Macro et de Futures ont connu des fortunes diverses. Les futures n'ont pas joué leur rôle de décorrélant, au moins au début de la crise, mais grâce à une bonne performance depuis le début de l'automne, font une année moyenne, autour de 5 %.

Cette stratégie est comme d'habitude la plus hétérogène, avec une grande divergence de résultats entre les gérants systématiques et les discrétionnaires, mais aussi entre les différents gérants. Les modèles « macro-systématiques » n'ont pas bien fonctionné dans cette période de crise et, après de belles années, plusieurs gérants reconnus ont perdu de manière importante.

Quel avenir pour 2008 ?

Un monde plus incertain, plus contrasté, une politique monétaire difficile à mener entre inflation et baisse de la croissance, une disparité des cycles entre les zones US, Euro et pays « émergents » : les marchés devraient donc rester volatils, et autant le market timing que le choix de valeurs vont être difficiles mais primordiaux. Alors l'alternatif oui, car il est capable de s'adapter, de se couvrir et sans contrainte de benchmark. Il faudra choisir plutôt des purs arbitrageurs que des directionnels : beaucoup d'opérations à faire sur les arbitrages de taux et de crédits, mais pas encore le distressed. Les Long & Short (neutres ou faiblement directionnels) devraient aussi tirer leur épingle du jeu car ils ont su s'adapter à la fois à des marchés étals et/ou baissiers. Nous gardons aussi notre confiance dans les stratégies d'Event, les sociétés continuant de présenter des bilans très sains et, à part la baisse d'opérations d'achat par financement, on devrait assister à de nombreuses opérations financières. ■ Gilles Rouchié, Directeur Général UFG Alteram, le 7/01/2007

Les indices Edhec (Performance en %)

Au 30/11/2007	Y to D flat	2006	3 ans annualisés	Volatilité 3 ans
Edhec Convertible arbitrage Index	4,27 %	12,33 %	4,89 %	4,01 %
Edhec FI Index	6,60 %	7,46 %	6,43 %	1,40 %
Edhec Equity Market Neutral index	8,14 %	7,53 %	7,62 %	1,68 %
Edhec Merger arbitrage index	9,01 %	13,71 %	9,59 %	3,21 %
Edhec Event Driven index	10,12 %	15,51 %	10,43 %	4,49 %
Edhec Distressed Index	8,00 %	15,26 %	11,76 %	3,60 %
Arbitrage Index	7,04 %	10,93 %	7,83 %	2,58 %
Edhec LS index	10,71 %	11,79 %	11,93 %	5,58 %
Edhec CTA index	13,22 %	5,87 %	6,11 %	7,84 %
Edhec Global Macro Index	11,76 %	7,85 %	9,81 %	4,46 %
MSCI World local currency	3,75 %	13,52 %	11,42 %	8,01 %
SSB 10 year Treasury	9,91 %	1,38 %	4,91 %	5,67 %
T-Bill 3 months	4,19 %	4,82 %	4,12 %	0,28 %

Multi-gestion Alternative, Gestion d'Actifs, Placement Immobilier, Capital Investissement

GROUPE UFG

Un monde d'alternatives



Groupe d'Asset Management multi-spécialiste, multi-cible, le Groupe UFG, filiale du Crédit Mutuel Nord Europe, dispose de 4 domaines d'expertise :

- La Multi-gestion Alternative (UFG Alteram),
- La Gestion d'Actifs financiers (UFG Investment Managers),
- Le Placement Immobilier (UFG Real Estate Managers),
- Le Capital Investissement (UFG Private Equity).

Par la complémentarité de ces différents métiers, le Groupe UFG propose à ses clients (investisseurs institutionnels, prescripteurs et particuliers) des solutions d'investissements sur l'ensemble des classes d'actifs traditionnelles ainsi qu'une gamme complète de placements dits alternatifs.

GROUPE UFG / 173, bd Haussmann / 75008 PARIS FRANCE

RELATIONS INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS

tél. : +33 (0)1 43 12 64 20 / www.groupe-ufg.com

RELATIONS PARTENAIRES-UFG PARTENAIRES

tél. : +33 (0)1 44 56 10 62 / www.ufg-partenaires.com

Groupe UFG
un monde d'alternatives