

## ÉDITO

par Xavier Lépine, Président du Directoire du Groupe UFG

# Quand la macro-économie et la micro-économie ne convergent plus...



...les marchés achètent les matières premières... et perdent le sens de l'orientation !

Depuis plusieurs mois, nous sommes bien dans une situation de krach boursier. Un krach boursier, comme un scénario baissier, est défini comme une baisse de plus de 20 %. Si nous reprenons les principaux marchés, nous sommes, sur ce simple critère, en marché baissier depuis déjà quelque temps (voir tableau ci-après).

suite en page 2

## SOMMAIRE

### Le Groupe UFG

- Un cycle économique de nouvelle facture
- Actualités du Groupe UFG

page 3

### UFG IM

- En cette période de mutation, l'attentisme prédomine
- La valeur du mois : Essilor

page 4

### UFG PE

- La création de valeur en Private Equity
- Actualité : MASTRAD

page 5

### UFG REM

- La SCPI : un véhicule collectif immobilier précurseur mais méconnu

page 6

### UFG Alteram

- Dans la difficulté, l'alternatif confirme
- Les indices Edhec

page 7

## Conjoncture

# Un cycle économique de nouvelle facture

C'est une situation totalement inédite : alors qu'aux Etats-Unis, en Europe et au Japon, on assiste à une décélération de l'activité, les prix des produits de base continuent à flamber...

Les frontières de l'économie mondiale se sont élargies au delà des pays de l'OCDE et le pronostic conjoncturel s'en trouve complexifié...

En page 3

## ZOOM

### GESTION D'ACTIFS

En cette période de mutation, l'attentisme prédomine.

Le ralentissement économique aux Etats-Unis est sévère, le système bancaire souffre, les inquiétudes persistent sur l'inflation, alors que les prix des matières premières continuent de monter. La crise est bien là, mais pour combien de temps ?

En page 4

### CAPITAL INVESTISSEMENT

La création de valeur en Private Equity

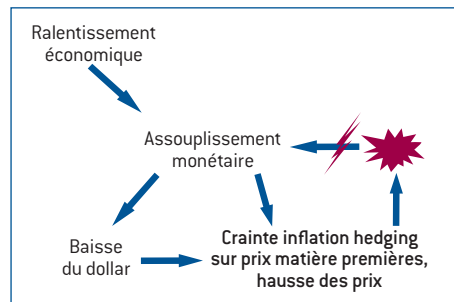
Le métier du gérant en Private Equity ne se réduit pas à la fixation du prix d'acquisition. Le gérant doit cerner le potentiel de l'entreprise puis l'accompagner dans sa croissance et enfin sentir le moment favorable pour la vente, sans jamais perdre de vue que le but est la création de valeur...

En page 5



	Date	Plus haut	Date	Plus bas	Variation
Eurostoxx	26/06/2007	4 572	22/01/2008	3 528	- 23 %
CAC 40	04/06/2007	6 164	22/01/2008	4 505	- 27 %
DJ	10/10/2007	14 198	23/01/2008	11 634	- 18 %
S&P 500	11/10/2007	1 576	23/01/2008	1 269	- 19 %
Nasdaq 100	30/10/2007	2 239	23/01/2008	1 693	-24 %
Nikkei 225	26/02/2007	18 300	22/01/2008	12 572	- 31 %
Hong Kong	30/10/2007	31 958	22/01/2008	21 7009	- 32 %
Shanghai	16/10/2007	6 430	26/02/2008	4 326	- 33 %

Des marchés baissiers...



Sur le plan des nouvelles macro-économiques, les investisseurs sont désespérément dans l'attente d'un indicateur qui viendrait contredire « définitivement » les précédents. Aux Etats-Unis, la messe semble dite, l'enchaînement marché immobilier résidentiel, crise financière, ralentissement... s'est maintenant étendu au marché du crédit en général, où certes les opportunités sont nombreuses pour les investisseurs mais où le coût d'accès au crédit ne fera qu'amplifier le ralentissement économique. L'arme favorite de la Fed (la baisse des taux et la création monétaire) est devenue inopérante, voire contre-productive, les investisseurs utilisant les matières premières comme couverture synthétique du risque de dérive inflationniste... avec une magnifique bulle spéculative en perspective.

## « Les matières premières : la nouvelle panacée ? »

En l'absence de direction claire sur les marchés, les matières premières semblent être devenues la nouvelle panacée pour se couvrir des risques financiers, plus exactement, la question semble se poser sur leur rôle comme classe d'actifs. Les partisans des matières premières en tant que classe d'actifs considèrent à juste titre que les matières premières sont les actifs réels par excellence, que leur rareté relative dans un monde (émérgent) en pleine croissance en font un support d'investissement en soi. De plus, face aux incertitudes sur la reprise de l'inflation, elles constituent un support naturel de protection contre l'inflation. Les détracteurs des matières premières en tant que classe d'actifs trouveront un certain nombre de faiblesses inhérentes à ces derniè-

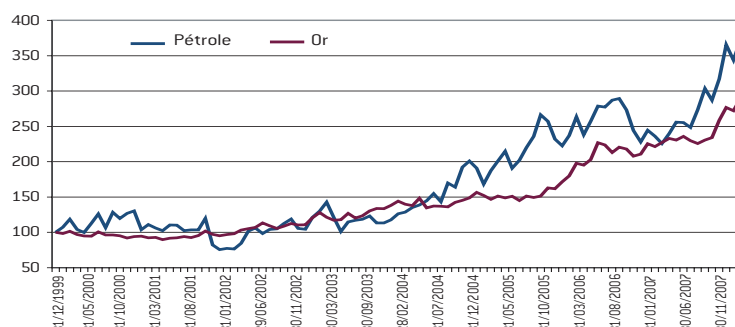
	Date	Plus haut	Date	Plus bas	Variation
Or	05/01/2007	601	03/03/2008	983	64 %
Pétrole WTI	17/01/2007	50	03/03/2008	104	108 %
Matières premières CRB	22/01/2007	281	03/03/2008	418	49 %

Et des matières premières qui flambent !

res : même s'il s'agit d'actifs réels, elles ne procurent intrinsèquement aucun rendement et leur seul intérêt réside soit dans l'attrait d'une plus-value, soit dans leur efficacité pour se couvrir de l'inflation. Sur ces deux points, on peut émettre de sérieux doutes. Certes, si la tendance long terme est probablement porteuse pour nombre d'entre elles, l'attrait spéculatif et massif des investisseurs non industriels pour les matières premières risque fort de créer des bulles un peu partout ; bulles qui éclateront dès que la Fed arrêtera de nourrir le système. En effet, dès la fin février, le président de la Fed, Ben Bernanke, a clairement insisté sur le fait que la hausse des cours des matières premières nourrit la dynamique inflationniste. La Fed risque fort de sortir de ce cercle vicieux en arrêtant sa politique de baisse des taux ultra-volontariste, ce qu'elle pourrait faire facilement, les anticipations de baisses de taux demeurant très agressives. Et le retournement des marchés de matières premières serait alors d'autant plus violent qu'il serait alimenté par un violent rebond du dollar... Décidément, nous sommes en période de fortes incertitudes : le cru 2007 des résultats des entreprises, à l'exception des financières et de l'immobilier résidentiel (américain), est exceptionnel. Beaucoup

d'entreprises, notamment celles travaillant avec les pays BRIC, voient leur carnet de commandes rempli pour 2008 et 2009. Revenons aux fondamentaux des entreprises et des actifs réels, identifions des thèmes porteurs pour une période éventuellement brève mais ne cédon pas aux sirènes de l'irrationalité exubérante (cf. la multiplication du prix de l'or par 3 en 7 ans). Dans une période d'incertitudes multiples, la logique voudrait que les investissements se portent sur des valeurs refuges, sur des actifs manifestement sous-évalués, sur des actifs générant un rendement certain ou bien sur des actifs à forts potentiels pour des raisons manifestes. J'ai personnellement du mal à me convaincre que, dans leur ensemble, le niveau actuel des matières premières illustre l'une de ces motivations. S'il s'agit par contre de considérer que les matières premières constituent un thème porteur sur le long terme, alors certainement, elles peuvent faire l'objet d'une politique d'allocation d'actifs... au même titre que de nombreux actifs qui sont eux actuellement sous-évalués et à ce titre, nous ne pouvons que conseiller de parcourir à nouveau le tableau paru dans le dernier numéro de notre lettre (n° 11-février 2008). ■

### Évolution du prix du pétrole et de l'or - base 100 - 1/1/2000



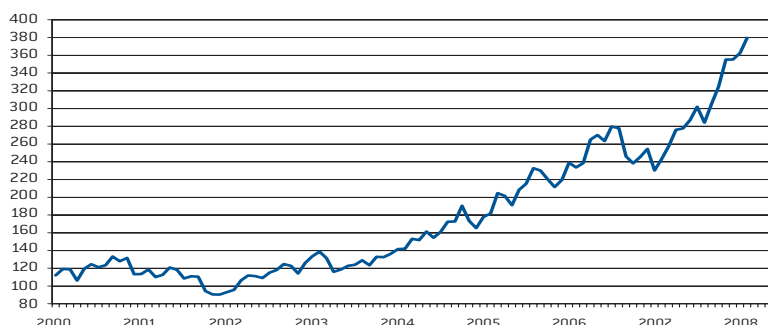
# Un cycle économique de nouvelle facture



Les signaux d'une entrée en récession de l'économie américaine et d'un ralentissement sensible de l'économie européenne se multiplient. Simultanément l'économie japonaise reste empêtrée dans la déflation salariale qui continue de plomber la demande des ménages nippons. Dans tous les pays développés les banques durcissent leurs conditions de crédit, ce qui laisse craindre une accentuation de la décélération déjà en cours de l'activité. Pourtant, sur les marchés des produits de base, les prix continuent de flamber, insensibles à tous ces signaux négatifs. La situation est totalement inédite au regard des cycles économiques passés. La raison en est que les frontières de l'économie mondiale ne se limitent plus à celles des seuls pays de l'OCDE. Le pronostic conjoncturel s'en trouve ainsi complexifié. Il y a encore peu, le schéma était simple. Tout ralentissement de l'activité dans les pays développés et a fortiori toute menace de récession, notamment aux Etats-Unis, suffisaient à faire refluer les prix des produits de base. Ce reflux aidait à peser sur l'inflation et l'amélioration des termes de l'échange qui en résultait pour les pays développés aidait ceux-ci à surmonter

le ralentissement ou la récession. Désormais il n'en est plus rien, l'économie mondiale a changé. Les moteurs de croissance se sont multipliés, atténuant ou compensant l'affaiblissement des moteurs américain et européen. On pense évidemment à la Chine, l'Inde, le Brésil et la Russie. Mais il faut aussi compter avec ces multiples foyers disséminés à travers le Moyen-Orient, l'Asie, l'Amérique latine et aussi l'Afrique où l'argent afflue grâce aux exportations des produits de base. Cet afflux permet de financer les importations de biens de consommation et d'investissement qui répondent aux besoins de développement et d'élévation du niveau de vie de ces pays. Il faut s'en réjouir mais aussi en tirer toutes les autres conséquences. Le risque inflationniste pour l'économie mondiale croît, davantage dans les pays émergents plus sensibles à la hausse des prix des produits alimentaires que dans les pays développés. Dans les premiers, où la croissance reste vive, le risque d'une spirale inflationniste « prix-salaires » augmente, ne laissant d'autre alternative aux autorités que de durcir leur politique monétaire. A moins que celles-ci rompent avec leur politique de change en acceptant une plus franche réévaluation de leur devise. Dans les seconds, où la discipline salariale restera le plus probablement de mise, le risque est moins la spirale inflationniste que la contraction des dépenses des ménages dont le pouvoir d'achat se trouve amputé par la hausse des prix des produits énergétiques et alimentaires. ■ Jean-Michel Boussemart, Conseiller économique du Groupe UFG

## Indice COE-Rexecode des prix des produits de base en dollar - Indice d'ensemble 01/1988=100



## RECOMPENSES

**Le Groupe UFG récompensé aux Talents de la Gestion 2008**



Patricia Quennesson, Responsable de la Gestion taux et diversifiée au Groupe UFG, a été distinguée et a remporté le Talent de la Gestion dans la catégorie "Monétaire Dynamique". Rappelons que seules 12 équipes de gestion ont été récompensées par Multiratings sur les 634 sélectionnées.

## Les Pyramides Assurance Vie d'Investissement Conseils

Le jeudi 13 mars 2008, le Groupe UFG recevra la Pyramide d'or pour le profil prudent de son contrat d'assurance-vie DAEDRA.

## RENCONTRE

### Le Groupe UFG participe au 4<sup>e</sup> Forum GI

Le Groupe UFG participe au Forum GI, rencontre annuelle des Investisseurs Institutionnels et de la Gestion Institutionnelle, qui se déroule les 11 et 12 mars 2008 au Palais des Congrès de Paris (Porte Maillot).

A cette occasion, Xavier Lépine, Président du Directoire du Groupe UFG, intervient le mardi 11 mars de 14h15 à 15h15 sur l'atelier : « Immobilier financier : quels avantages et souplesse dans l'allocation d'actifs des Institutionnels ».

## PARTICIPATION

### Le Groupe UFG actionnaire de Mandarin Gestion, la Société de Gestion créée par Marc Renaud.

Marc Renaud, ex-gérant star de CCR Actions, vient de créer Mandarin Gestion, société de gestion indépendante. Le Groupe UFG, via sa filiale UFG IM, a pris une participation de 15 % dans son capital.

La lettre du Groupe UFG Numéro 12 / mars 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), 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

# En cette période de mutation, l'attentisme prédomine

Après leur violente chute du début de l'année, les marchés d'actions se sont stabilisés, mais cette relative accalmie ne permet pas pour autant d'en déduire que la baisse est terminée.

Tous les indicateurs économiques convergent pour confirmer que les Etats-Unis connaissent depuis plusieurs mois un ralentissement économique très sévère, et jour après jour tombent des nouvelles qui soulignent à quel point le système bancaire souffre de la crise immobilière américaine. A ce sombre tableau, viennent s'ajouter des inquiétudes persistantes sur l'inflation, alimentées par la poursuite de la hausse des prix des matières premières, en particulier ceux du pétrole et des produits agricoles.

## Une crise réelle, mais pour combien de temps ?

Il est donc inutile de préciser que dans ce contexte, les investisseurs sont d'une extrême prudence. Si la réalité de la crise n'est plus contestable, la question reste maintenant d'en évaluer la durée : les provisions déjà passées par les banques seront-elles suffisantes ou au contraire ces dernières vont-elles devoir constater des dépréciations d'actifs supplémentaires, qui entraveront leur capacité à octroyer de nouveaux crédits ? Les mesures de relance annoncées par le gouvernement américain et la baisse des taux de la Fed permettront-elles à la consommation de se reprendre en fin de semestre ? La hausse des prix alimentaires et pétroliers ne va-t-elle pas avoir l'effet inverse et neutraliser ces mesures ? A court terme,

il est difficile d'imaginer que des réponses définitives puissent être apportées à ces questions, si bien que l'attentisme devrait durer. Il serait en conséquence hasardeux d'être trop optimiste pour les marchés dans les semaines à venir.

## Des indicateurs rassurants pour le long terme

Pour le plus long terme, il serait tout autant exagéré de se laisser aller à un pessimisme trop prononcé. Bien sûr, la croissance est appelée à être durablement faible dans les pays développés et le consommateur américain, surendetté et face à un système bancaire moins complaisant, aura bien du mal à tenir son rôle de soutien en dernier ressort de l'économie mondiale, comme ce fut le cas dans le passé. Mais clairement, d'autres relais de croissance se sont mis en place et pour autant qu'on puisse en juger au travers des dernières statistiques publiées, la croissance dans les pays émergents ne se dément pas. Le découplage, objet de nombreux débats en fin d'année dernière, semble se confirmer et d'ailleurs la hausse des prix des matières premières témoigne d'une économie mondiale toujours en progression malgré les déboires américains.

Le niveau des résultats des entreprises, au quatrième trimestre 2007 pourtant déjà affecté par le ralentissement aux Etats-Unis, envoie un message lui aussi rassurant. Le secteur financier a bien sûr

connu des fortunes diverses, mais dans le reste de l'économie les sociétés ont dans leur ensemble affiché des performances très honorables. Là aussi la bonne tenue des économies émergentes et la mondialisation de l'activité des plus grandes entreprises expliquent ces résultats.

Aussi sommes-nous plus que jamais dans une période de mutation sur le plan économique que les événements récents ne font qu'accélérer. Il est bien difficile de trouver des repères dans de pareilles circonstances et c'est pourquoi les marchés resteront probablement heurtés dans les prochaines semaines. Mais si, comme il est probable, le schéma d'une économie mondiale tirée par le développement des pays émergents reste en vigueur, la période actuelle aura alors fourni de bonnes opportunités d'investissement sur les marchés d'actions. ■ Christian Desbois, Directeur Général UFG IM, le 6/03/2008

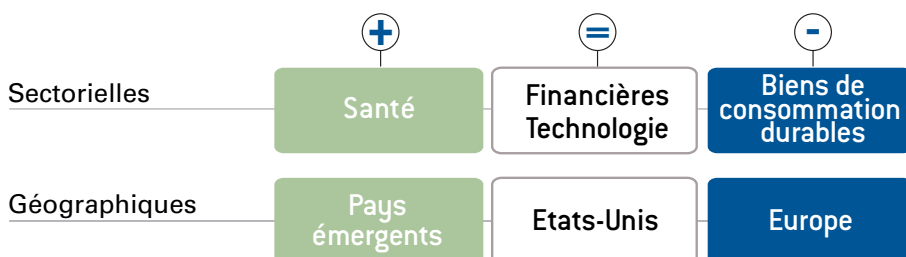
## ACTUALITÉS

### LA VALEUR DU MOIS

#### ESSILOR

Leader mondial dans le domaine des verres correcteurs, la société devrait continuer de bénéficier du vieillissement de la population. Forte de sa technologie avec notamment les verres progressifs et autres anti-reflets, anti-rayures et anti-statiques, la société s'est lancée dans un programme d'acquisitions important afin de renforcer sa présence à l'international. Franco-française à sa création en 1972, Essilor est maintenant présente dans plus de 100 pays sur les cinq continents et réalise plus de 80 % de son chiffre d'affaires hors de nos frontières. Tout récemment, la société vient de s'implanter en Bulgarie et commence à vendre ses produits en Russie. Cette stratégie se reflète dans l'évolution du chiffre d'affaires qui a progressé de près de 50 % en l'espace de 7 ans avec un bénéfice par action qui s'est apprécié, quant à lui, de 200 %. La solidité de son bilan en raison de l'absence d'endettement sera nécessairement un facteur de soutien pour la poursuite de sa politique de croissance externe dans un marché actuellement plus favorable aux acquéreurs qu'aux vendeurs ! Bien sûr, la qualité a un prix puisque Essilor se négocie sur un P/E relatif au marché de 1,9 fois. Mais ce prix, c'est celui d'une société dont le bénéfice net par action a progressé y compris pendant la crise de 2001, c'est celui d'une société dont le principal actionnaire, les salariés du groupe, ne détiennent que 8,3 % du capital et enfin c'est celui qui bénéficie, comme nous le précisons, du thème très porteur du vieillissement de la population.

## Les convictions d'UFG IM





# La création de valeur en Private Equity

La création de valeur en Private Equity participe d'une démarche très différente de celle de la gestion cotée sauf peut-être au niveau de la fixation du prix d'acquisition.

**E**n effet, le gérant d'actions cotées n'a que très peu de contacts avec le management et participe rarement, sinon jamais, à un conseil d'administration ou à un comité stratégique.

Le gérant en Private Equity, s'il n'est pas celui de l'entreprise, l'accompagne dans la définition de la stratégie et dans sa mise en œuvre.

Créer de la valeur pour un gérant de Private Equity consiste en effet rarement à faire un chèque et à attendre qu'un jour ou l'autre une opportunité de cession se présente et permette de réaliser la plus-value tant attendue.

Dès le moment où il entre en contact avec une possible participation, notre gérant se met en mode « création de valeur ».

Tout d'abord, il examine les fondamentaux et le potentiel de l'entreprise et, bien sûr en premier lieu, celui de ses dirigeants : les hommes sont les premiers acteurs de cette pièce en plusieurs actes qui s'écrit et se joue sur plusieurs années et juger de leur capacité à mener au bout leur projet s'avère une étape fondamentale !

## Il n'est de richesse que d'hommes... et de femmes bien sûr.

Lorsqu'on investit en Private Equity on fait d'abord un investissement sur les Hommes et il s'agit là de conduire un vrai processus qui s'identifie à celui d'un recrutement.

Ce point s'avère en effet crucial : qu'on ait une équipe motivée, dotée d'expériences complémentaires, loyale et honnête et l'on peut être assez sûr que, quoi qu'il arrive, elle saura barrer par gros temps et ramener le navire au port.

Le prix d'entrée aussi est certes un paramètre nécessaire mais non suffisant : une partie de la plus value, a-t-on coutume de dire, se fait à l'entrée ! Mais ce n'en est bien qu'une partie et il reste bien des choses à faire pour atteindre les objectifs.

En premier lieu s'assurer que les bonnes personnes sont au bon endroit.

Ensuite vérifier que les intérêts de tous sont bien alignés pour que la motivation de chacun soit optimale.

Et puis on entre au cœur du réacteur : on sonde les entrailles de l'entreprise, son organisation, ses coûts, sa structure financière, son portefeuille d'activités, ses risques et leur couverture afin que l'organisme se présente dans la compétition aussi affûté qu'un sportif de haut niveau pour produire sa performance, et ce de façon récurrente.

Enfin, on s'intéresse à l'essentiel, c'est-à-dire à la croissance organique jusqu'à ce que, les limites étant atteintes, on envisage quelques opérations de croissance externe dont il conviendra de valider la pertinence et le financement.

## Savoir identifier le bon moment.

Mais, lorsque tout ceci est fait, il convient d'être attentif à bien saisir le moment du retour sur investissement, seul juge de paix objectif de tout ce qui précède. Comme le Chef en cuisine, il convient de juger à quel moment la cuisson sera optimale et ne pas différer le plaisir de la dégustation.

Ce sens du timing et la perception de l'opportunité sont peut-être aussi difficiles à sentir que tout ce qui précède, surtout quand on traite de PME.

Là aussi il sera nécessaire de déployer tous ses talents en termes de coaching psychologique pour convaincre chaque partie prenante de l'opportunité qui se présente ou qu'on aura contribué à créer. On rapporte que les fondateurs de la lignée des Rothschild avaient coutume de répondre à la question « quel est le secret, comment avez-vous fait pour gagner ? » par « on s'est toujours enrichi d'avoir vendu trop tôt » !

Tout l'art est de savoir identifier ce moment ! ■ Patrick Lissague, Directeur Général UFG PE, le 2/03/2008

## ACTUALITÉS

### Prise de participation Mastrad

En décembre 2007, UFG Private Equity a pris une participation de 15 % aux côtés de Siparex dans Mastrad Finance, holding de contrôle du groupe Mastrad.

Créé en 1994 et coté sur Alternext depuis 2006, Mastrad dispose d'un savoir-faire reconnu dans la création, conception, fabrication en sous-traitance et distribution de produits innovants pour la cuisine avec un positionnement moyen / haut de gamme.

Avec le lancement de plusieurs produits à succès (savon anti-odeur Deos, gant en silicone Orka), Mastrad a su développer en quelques années une large gamme de produits qui comprend actuellement plus de 400 références alliant fonctionnalité, ergonomie, qualité, nouveaux matériaux, technique et design.

Grâce à sa capacité d'innovation tant en termes technologiques que de design, Mastrad, aujourd'hui présent dans plus de 40 pays, est ainsi devenu un acteur de référence dans son secteur, à la fois auprès du grand public et des professionnels.

En mai 2006, Mastrad a reçu le label « Gazelle 2005 » octroyé par le Ministère des Petites et Moyennes Entreprises, récompensant les PME françaises les plus performantes. Par ailleurs, Mastrad est classé 15<sup>e</sup> dans le palmarès « L'Entreprise 2006 » des entreprises indépendantes les plus performantes de France.

«Le lancement de plus de 20 nouveautés chaque année permet à Mastrad de trouver de nouveaux relais de croissance, en France comme à l'international où le groupe progresse de plus de 30 % par an » commente Laurent NICOLAS, directeur de participations chez UFG PE.

# La SCPI : un véhicule collectif immobilier précurseur, mais méconnu

Dans ces temps où, concomitamment, l'OPCI se fait attendre et les investisseurs sont inquiets de l'évolution des marchés, il nous paraît utile de rappeler les caractéristiques comportementales des SCPI dans lesquelles près de 600 000 épargnants ont placé une partie de leur épargne, totalisant maintenant plus de 17 milliards d'euros de capitalisation.

La Société Civile de Placement Immobilier est un produit simple, conçu pour être le plus transparent possible par rapport à une détention en direct par un particulier. La collecte est investie totalement en immeubles physiques destinés à être loués. Les revenus qu'elle génère sont imposés dans les mains des porteurs, dans la catégorie des revenus fonciers pour les particuliers. Bien que rien ne s'y oppose, les SCPI ne s'endettent généralement pas, les porteurs de part gèrent l'effet de levier à leur niveau, déduisant fiscalement les intérêts des distributions encaissées.

## Avant tout un placement Pierre...

La SCPI est un véhicule d'accès à l'investissement immobilier valorisé mais non coté. En tant que tel, il est donc présenté comme de la « pierre-papier », c'est-à-dire ayant les caractéristiques intrinsèques de la « pierre » : forte prévisibilité du revenu distribué (annoncé en début d'année) via les loyers, indexation annuelle des revenus, cycle long, volatilité modérée, fiscalité de l'immobilier. A cet égard, les primes de souscription qui reflètent la quote-part des droits d'enregistrements à payer pour l'acquisition d'immeubles ainsi que les frais de commercialisation en font clairement un produit de placement sur le long terme.

Lorsque l'on compare sur une période de 20 ans les performances des SCPI avec celle de l'immobilier physique (mesurée par l'indice IPD), il ressort que les variations des performances des SCPI sont très corrélées (83 %) à l'immobilier physique, mais que les amplitudes de variation sont moins prononcées.

Cette réalité historique tient sans aucun doute à deux caractéristiques très marquées du patrimoine des SCPI : la diversification et la mutualisation.

## ... avec les avantages de la mutualisation

Réalisés par des véhicules à l'origine de taille modeste, les investissements étaient en conséquence. Rassemblés au fur et à mesure des fusions, les patrimoines conservent une grande mutualisation des risques. Ainsi, la taille moyenne des immeubles gérés dans les SCPI du Groupe UFG avoisine encore 5 millions d'euros.

Le patrimoine immobilier des SCPI jouit également d'une forte diversification géographique (province, Paris et région parisienne). La saisonnalité et l'amplitude des cycles immobiliers sont mutualisées entre les différentes localisations et secteurs, la province (50 % en moyenne) jouant un rôle d'amortisseur efficace des cycles immobiliers.

Enjeu majeur pour les porteurs de parts, la gestion de la liquidité des SCPI met en jeu plusieurs mécanismes souvent méconnus, qui ont considérablement évolué depuis le dernier cycle, notamment avec la mise en place du marché par confrontation.

## Deux types de SCPI

Schématiquement, on distingue deux types de SCPI : à capital variable et à capital fixe.

Pour les SCPI à capital fixe, la liquidité des parts est assurée par un marché de « confrontation ». A intervalle régulier, la

société de gestion confronte l'ensemble des ordres d'achats et de ventes préalablement centralisés, les inscrit sur un carnet d'ordres et détermine un prix unique d'échange dénommé « prix d'exécution » qui correspond au prix auquel peut être échangé le plus grand nombre de parts. Le prix résulte du jeu de l'offre et de la demande et n'est pas dépendant de l'évaluation des immeubles.

Pour les SCPI à capital variable (qui constituent la grande majorité de nos SCPI diversifiées), les retraits sont compensés par des nouvelles souscriptions. Ainsi, il est nécessaire d'animer en permanence le marché pour rechercher des souscripteurs disposés à racheter des parts au prix de souscription, fixé par la société de gestion sur la base de la valeur vénale du patrimoine de la SCPI. Cette variabilité mécanique présente l'avantage majeur de ne pas supporter de droits d'enregistrement. Plusieurs mécanismes complémentaires permettent, en cas de difficultés, d'ajuster le prix de la part, constituer un fond de remboursement ou encore recourir au marché par confrontation.

Ce mécanisme du capital variable, avantageux pour les porteurs de parts, est complété par une politique de commercialisation diversifiée et efficace. A cet égard, le Groupe UFG a été précurseur, diversifiant sa distribution afin de parvenir à une répartition variée et équilibrée du passif des SCPI. Cette stratégie est couronnée de succès : environ un quart de la capitalisation des SCPI du Groupe UFG est détenu par des institutionnels, pour compte propre ou en représentation d'unités de comptes, et les trois quarts sont détenus par une clientèle de particuliers. ■ Marc Bertrand, Directeur Général UFG REM, le 9/03/2008

# Dans la difficulté, l'alternatif confirme

Dans un marché toujours très difficile (grande volatilité des actions après la forte baisse de janvier et poursuite de la descente aux enfers pour les marchés de crédit), les stratégies alternatives dans leur ensemble ont un comportement tout à fait cohérent avec ce que l'on pouvait attendre, et donc rassurant.

**S**chématiquement, le rendement des stratégies d'arbitrage varie entre +1 et -1 %. Les Long & Short sont proches du tiers de la baisse de leur sous-jacent et on peut noter la très bonne performance des fonds de futures, entre 15 et 20 % à six mois.

Les conditions de marché sont certes difficiles :

- Peu ou pas de convergence sur le scénario macro-économique : récession longue et profonde aux Etats-Unis se propageant au reste du monde ? Ou reprise au deuxième semestre soutenue par la croissance des pays émergents, la bonne santé des grandes sociétés mondiales et un retour à la normale dans le secteur bancaire après une diminution du « leverage » ?
- Les marchés d'actions sont très volatils, les rotations sectorielles importantes et les « ventes forcées » de gros acteurs (banques, assureurs ou gestionnaires) compliquées à supporter pour des hedge

funds en général plus « value » que spécialisés dans les flux.

- Les marchés de crédit ne sont toujours pas stabilisés, les vendeurs dominent, les spreads continuent d'augmenter significativement, la liquidité sur le cash baisse et les évolutions entre le cash et les devises ne sont pas toujours évidentes à prévoir.
- Enfin, dernière difficulté pour les acteurs de l'alternatif, les conditions de financement se durcissent, augmentant le phénomène de ventes forcées et pouvant de façon tout à fait marginale mettre quelques fonds en défaut.

Mais l'industrie s'en sort très bien. Exceptées quelques stratégies un peu directionnelles comme le distressed ou certains Long & Short, la base de la philosophie de la gestion alternative est le rendement absolu quelle que soit la direction des marchés, et la sensibilité la plus faible possible aux différents facteurs de marché. Les bons résultats actuels sont donc tout à fait normaux et rassurants.

Les hedge funds sont tout de même sensibles aux accélérations, aux baisses de liquidité et aux ventes forcées qui défavorisent les actifs les plus sains et généralement les plus liquides contre les autres. Ces mouvements de stress pénalisent les opérations de « spread », essentielles dans l'arbitrage, et expliquent les difficultés d'août 2007, mais ont été moins significatifs depuis le début de l'année.

Dans ces périodes difficiles, les hedge funds ont su (ils l'ont appris des crises de 1998 et 2001) diminuer leur risque brut (somme des positions longues et short) et abaisser ainsi le risque global de leurs portefeuilles.

Au total, stratégie par stratégie, les résultats restent un peu différenciés mais satisfaisants.

Les Long & Short dans leur ensemble ont largement diminué leur position nette au marché, de 25 à 35 % selon nos fonds, contre plus de 60 % à la fin du premier semestre 2007. Après un mois de janvier sans surprise (un tiers de la baisse), les gestionnaires semblent de nouveau générer de l'alpha : autour de +1 % en février contre des marchés entre -1 et -2 %.

Dans l'arbitrage, c'est un peu le même schéma : les stratégies gagnent de nouveau de l'argent, principalement dans les taux d'intérêt et « l'equity market neutral ». La différence entre les gérants se fait sur la direction des portefeuilles crédit : il faut encore être short aujourd'hui, mais beaucoup sont tentés par la constitution d'un réel portefeuille crédit plus ou moins hedgé. Cela nous paraît un peu tôt et nous continuons à privilégier les fonds crédit « market neutral », voire légèrement négatifs.

A noter enfin la très bonne performance des fonds futures qui ont su sortir des actions et rester sur leur position long terme commodities et devises.

Pour demain, nous ne prévoyons bien sûr pas un retournement soudain des marchés. Volatilité, incertitudes et deleveraging devraient perdurer pour la fin du semestre. Les stratégies alternatives confirment dans ces périodes leur intérêt : solides dans le stress, elles sauront bénéficier d'un retour à la normale. ■ Gilles Rouchié, Directeur Général UFG Alteram, le 6/03/2008

## Les indices Edhec (Performance en %)

Au 31/01/2008	Y to D flat	2007	3 ans annualisés	Volatilité 3 ans
Edhec Convertible arbitrage Index	-0,09 %	3,96 %	4,93 %	4,00 %
Edhec FI Index	-0,12 %	6,30 %	5,93 %	1,60 %
Edhec Equity Market Neutral index	-1,12 %	8,30 %	6,76 %	1,93 %
Edhec Merger arbitrage index	-1,26 %	8,71 %	8,59 %	3,41 %
Edhec Event Driven index	-2,21 %	10,27 %	9,47 %	4,87 %
Edhec Distressed Index	-2,33 %	7,89 %	9,75 %	3,71 %
Arbitrage Index	-1,04 %	7,10 %	7,03 %	2,71 %
Edhec LS index	-3,96 %	11,07 %	9,97 %	6,12 %
Edhec CTA index	2,55 %	13,85 %	8,82 %	7,56 %
Edhec Global Macro Index	-0,10 %	13,09 %	10,26 %	4,32 %
MSCI World local currency	-8,47 %	2,82 %	7,08 %	9,47 %
SSB 10 year Treasury	3,20 %	8,92 %	4,81 %	5,60 %
T-Bill 3 months	0,24 %	4,45 %	4,17 %	0,25 %

Multigestion Alternative, Gestion d'Actifs, Placement Immobilier, Capital Investissement

# GROUPE UFG

Un monde d'alternatives



Groupe d'Asset Management multispécialiste, multicible, le Groupe UFG, filiale du Crédit Mutuel Nord Europe, dispose de 4 domaines d'expertise :

- La Multigestion 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](http://www.groupe-ufg.com)

RELATIONS PARTENAIRES-UFG PARTENAIRES

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