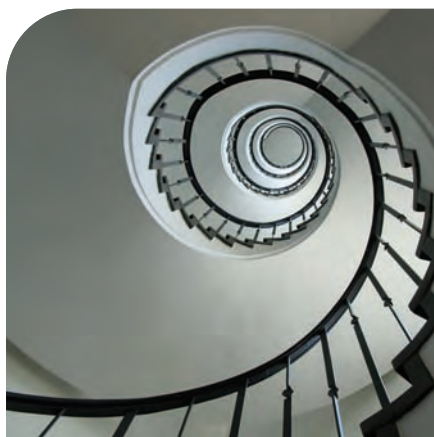




EDITO

Le monde sans notation AAA

Depuis quelques mois, tous nos repères changent en matière de risque crédit.

Par Xavier Lépine, Président du Directoire du Groupe UFG

Sommaire

Aujourd'hui dans le monde
Le monde sans notation AAA 01

Aujourd'hui dans l'UFG
Immobilier d'entreprise, faut-il investir ? 02
Rencontre 03
Recherche : Une équipe entièrement dédiée 11

SPÉCIAL GESTION LONG TERME

Gestion d'actifs mobiliers
Les actions seront toujours indispensables 05

Interview
Patrick Rivière, Bertrand Fournier : Répondre aux attentes des investisseurs 06

Placements immobiliers
Retour durable de l'immobilier 08

Multigestion alternative
Une utilité non démentie 09

Private equity
Le temps, paramètre essentiel 10

En octobre dernier, seul le risque d'Etat était acceptable, le risque bancaire comme le risque « corporate » étaient bannis. Aujourd'hui, la signature des Etats commence à être sous pression tandis que le risque corporate s'apprécie. La rationalité apparente derrière ces mouvements est simple : les Etats intervenant massivement pour sauver l'économie, leur situation se détériore, alors même que la probabilité de défaut des entreprises baisse (à commencer par celle des grandes banques « too big to fail »). Est-ce bien raisonnable pour autant ?

Nous sommes en train d'entrer dans une ère nouvelle où la signature des Etats AAA sera remise en question. Qui va en souffrir le plus ? Dans les faits, le risque de défaut de paiement des Etats-Unis ou de l'Angleterre est inexistant et celui des Etats périphériques de l'Union européenne est également très faible. Le vrai risque pour les Etats est la pentification de la courbe et la dégradation de la valeur de leur monnaie. Cela inquiète les Etats concernés (E.U., G.B.), dont les banques centrales doivent acheter encore plus de papiers et cela pourrait les obliger à raccourcir la maturité de leurs émissions. La faiblesse du dollar et de la livre britannique illustre également ce phénomène, même si

elle arrange peut-être bien les pays concernés...

La dégradation des signatures des Etats entraînera des perturbations à court terme, mais il ne faut pas céder au catastrophisme : le Japon vit très bien sans notation AAA, ses taux sont loin d'être élevés. Non, cela ne change rien pour la plupart des intervenants : les assureurs vont-ils arrêter d'acheter des OAT si elles sont AA plutôt que AAA, surtout si la notion de AAA n'existe plus dans le monde ?

Bref, le monde sera globalement moins bien noté, mais cela n'entraînera pas de changement notable de hiérarchie, cela n'empêchera pas les investisseurs institutionnels d'acheter ces papiers-là (que feraient-ils à la place ?).

Enfin, sur le crédit corporate, le resserrement a été fort ; je pense que nous sommes revenus à une situation normale de crise avec des risques de défaut correctement valorisés (l'anormal était avant). N'oublions pas que les défauts sont à venir. Restons opportunistes en fonction des émissions qui reprendront à l'automne et qui seront soutenues en 2010.

Xavier Lépine

Immobilier d'entreprise, faut-il investir ?

Il ne se passe pas un jour sans que l'on ne me pose cette question, en tant que président d'une société leader sur le marché des produits collectifs immobiliers non cotés.



La majorité de mes interlocuteurs a d'ailleurs généralement une opinion préalablement bien arrêtée sur le sujet et pour caricaturer, leur immobilier va généralement bien. Cependant, ils pensent que cela va mal... pour les autres. Autrement dit, la perception des risques idiosyncratiques qu'ils détiennent (la localisation de leurs immeubles, leurs qualités intrinsèques, la qualité de leurs entreprises locataires, leur taux de vacance) est généralement bonne et si on leur demande : « souhaitez-vous nous vendre vos immeubles ? », la réponse est très majoritairement : « non, mais on attend, au contraire, que ça baisse pour acheter » !

Ces opinions qui peuvent paraître assez proches des discussions de « café du commerce » ne sont cependant pas sans fondement et mon propos est ici de tenter d'analyser ce qui se passe réellement.

Très concrètement, quand on a la chance de gérer plus de 2 millions de mètres carrés répartis :

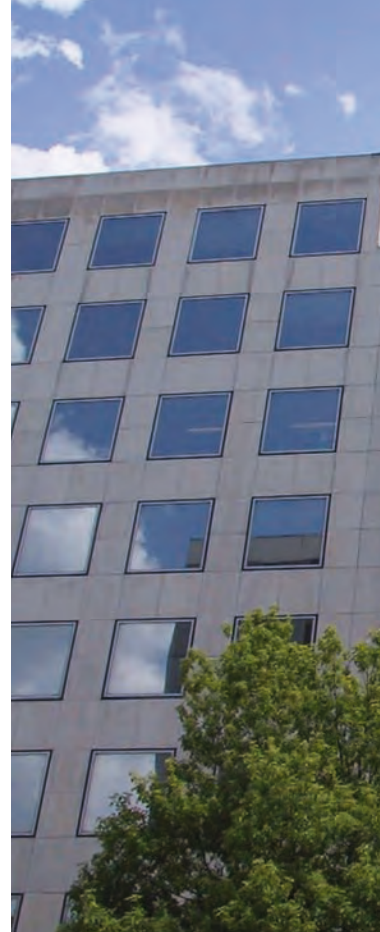
a) sur l'ensemble des principales métropoles françaises,
b) sur plus de 1 100 immeubles,
c) sur plus de 4 000 entreprises locataires, l'on bénéficie d'un baromètre en temps réel. Sur le plan purement locatif, nous constatons effectivement que « pour nous, ça va ». Très concrètement, les taux d'occupation financiers, conformément aux prévisions annoncées en début d'année, baissent de l'ordre de 1 à 2 % pour se situer autour de 90 %. Le taux d'encaissement de nos loyers est conforme à nos prévisions, les défaillances d'entreprises locataires sont donc très mesurées et les renégociations de baux se font

globalement dans les conditions attendues. En effet, les loyers objectivement chers sous l'effet de l'indexation des dernières années sont revus à la baisse et les loyers « normaux » sont maintenus ; le coût d'un déménagement n'est justifié que par une modification structurelle durable des effectifs ou des conditions d'exploitation des entreprises.

Le rapport de force est certes plus en faveur du locataire, mais dans des proportions qui n'ont rien à voir avec celles qui prévalaient dans le milieu des années 90, lors de la crise de l'excès de l'offre. Sur le plan des prix, il est certain que ceux-ci ont globalement baissé depuis 18 mois. La disparition de l'effet de levier pour les investisseurs, la situation générale très dégradée, une demande de rendement plus élevée, la perception d'un marché baissier (l'immobilier vit d'anticipations comme tout marché) : tout concourt à la baisse des prix... D'où une diminution des volumes de transaction de plus de 50 %, l'attentisme l'emportant le plus souvent.

Maintenant, si l'on regarde d'un peu plus loin, reprenons quelques données de base :

Le déclencheur de la crise mondiale a été l'immobilier des Etats-Unis ainsi que de tous les pays (Angleterre, Espagne) ayant développé un excès d'offre immobilière et/ou connu un effondrement brutal des prix,





faisant suite à des envolées sans commune mesure avec le pouvoir d'achat des entreprises et des particuliers. Rappelons-le, l'immobilier n'est pas fongible et la première des analyses à mener est bien liée à l'observation des stocks d'offres et de demandes. Sur ce point, les situations varient selon les pays et s'il est clair que des pays comme l'Espagne devraient se résoudre à détruire des immeubles pour rééquilibrer l'offre et la demande, nous ne sommes pas dans cette situation en France, où l'offre et la demande de bureaux sont proches de l'équilibre.

La crise immobilière est venue des pays anglo-saxons et nous assistons, tant en Angleterre qu'aux Etats-Unis, à un début de redressement du secteur. Les indicateurs restent cependant assez contradictoires : le marché des swaps sur indice IPD bureaux UK anticipe toujours une baisse de 10 à 15 % en prix à horizon 2009 et 2010. En outre, il y a clairement plus d'acheteurs de couvertures que d'investisseurs, ce qui fait que le marché des transactions cash se reprend légèrement. En tout état de cause, sans nécessairement parler de reprise, nous sommes à l'évidence sur un plateau bas des prix.

Le marché français de l'immobilier d'entreprise est un marché étroit : 30 milliards d'euros – record historique en 2007 – et entre 12 et 20 milliards en 2009. Presqu'aucun

investisseur institutionnel n'annonce aujourd'hui de baisse de son exposition à ce marché. Au contraire, ces derniers déclarent majoritairement être en situation d'achat tout en attendant un moment plus propice... qui pourrait très bien ne jamais arriver. Par rapport aux 1 000 milliards d'euros de réserves des investisseurs institutionnels, le stock de 50 milliards d'immobilier d'entreprise (SCPI, SIC et foncières cotées) est bien marginal et une augmentation de 1 % de l'allocation d'actifs des institutionnels vers l'immobilier de bureaux se traduit mécaniquement par 20 % d'augmentation de la demande de bureaux par rapport au stock...

Compte tenu de la faiblesse des taux longs, des risques inflationnistes à long terme, le choix rationnel de l'actif réel pourrait bien l'emporter et se traduire par un afflux significatif de capitaux sur la classe d'actifs.

En conclusion, sur des bases rationnelles, la probabilité d'une forte baisse de l'immobilier d'entreprise est très faible alors que la sécurité de l'actif réel et du rendement locatif protecteur de l'inflation à long terme sont maintenant très prégnants : il est donc temps de venir sur la classe d'actifs ! Quant au moment de l'acquisition au prix le plus bas, on ne le connaîtra que trop tard !

UFG et FIR

La société UFG - SARASIN AM a été nommée le 12 mai dernier « Administrateur et Vice-président » du Forum pour l'Investissement Socialement Responsable (FIR - FrenchSIF).

Bertrand Fournier, vice-président d'UFG - SARASIN AM, exercera la vice-présidence du FIR aux côtés de Michel Lemonnier, Responsable du Développement ISR au sein de Groupama AM.

Le FIR réunit notamment des professionnels de la gestion de fonds, des spécialistes de l'analyse sociale et environnementale, des consultants, des syndicalistes, des universitaires, mus par la volonté de promouvoir le concept et les pratiques de l'ISR, tant auprès des professionnels et du grand public que des autorités nationales.

Rencontre

UFG Alteram poursuit son cycle de rencontres avec les investisseurs. Le prochain déjeuner se tiendra le 25 juin à Paris, à l'hôtel Meurice. Il sera l'occasion d'aborder l'actualité des marchés et de la gestion alternative avec notamment l'intervention de Thomas Leriche, gérant au sein du hedge fund britannique Prologue Capital et spécialiste des stratégies Relative Value et des scénarios macroéconomiques.

Lettre de l'UFG - Juin 2009

ISSN en cours

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

Tél. : 01 44 56 10 00

Fax : 01 44 56 11 00

e-mail : info@groupe-ufg.com

www.groupe-ufg.com

Directeur de la publication : Xavier Lépine

Rédaction : Nadège Bénard

Chef d'édition : Claudine Prêtre Procida

Photos/illustrations : Fotolia, DR.

Impression : ICO / 34 rue Roger Salengro / 93140 Bondy - Imprimeur certifié Imprim'vert qui garantit la gestion des déchets dangereux dans des filières sécurisées

L'UFG et La Française des Placements (LFP) se rapprochent

Vous le savez, l'UFG et La Française des Placements (LFP) ont entamé des discussions pour rapprocher leurs activités de gestion de valeurs mobilières, afin de créer un nouvel ensemble conjuguant professionnalisme, innovation, solidité financière et notoriété.

Créé en 2000, le Groupe La Française des Placements est aujourd'hui l'un des premiers groupes de gestion indépendants sur le marché français. Il gère plus de 7 milliards d'€ d'encours et a acquis une forte renommée auprès des institutionnels et des conseillers en gestion de patrimoine pour la qualité de sa gestion de valeurs mobilières, plus particulièrement grâce au développement du concept de la gestion dissymétrique™.

L'adjonction des expertises et des fonds de commerce de l'UFG et de La Française des Placements constituerait un nouvel ensemble affichant près de 30 milliards d'euros d'actifs sous gestion. Ce rapprochement donnerait ainsi naissance à un acteur indépendant et unique de la gestion pour compte de tiers sur le marché français, occupant des positions de premier plan dans : les placements et les services en immobilier, la gestion diversifiée, la gestion obligataire et

convertible, la gestion émergente, la multi-gestion alternative, la gestion actions, l'Investissement Socialement Responsable et la gestion privée.

Pratiquement, l'accord prendrait la forme d'une participation majoritaire de l'UFG dans La Française des Placements à horizon de l'automne 2009. Le rapprochement des entités de valeurs mobilières (UFG IM, UFG Alteram et LFP) serait effectif sous réserve de l'agrément des organismes de tutelle, fin 2009 - début 2010, pour donner naissance à une nouvelle entité qui pourrait être baptisée UFG-LFP. Nos deux maisons sont convaincues que le rapprochement de nos expertises très complémentaires permettrait de répondre encore mieux aux aspirations de nos clients et de nos réseaux de partenaires. Ce rapprochement s'avèrerait d'autant plus pertinent dans un contexte où les solutions d'investissement recherchées requièrent transparence, innovation et maîtrise des risques.

Les valeurs fondatrices de nos entités, tant dans notre approche de la gestion que dans la recherche de la satisfaction de nos clients, expliquent naturellement ce projet qui renforcerait notre esprit entrepreneurial ainsi que nos moyens humains et financiers.

Chaire Edhec

L'EDHEC Risk and Asset Management Research Centre et l'UFG sont à l'origine de la création d'une nouvelle chaire de recherche intitulée « Modèles d'allocation dynamique et nouvelles formes de fonds à horizon ». Maintenant active, la chaire est pilotée par un comité conjoint UFG/EDHEC.

L'équipe de recherche de l'EDHEC Risk and Asset Management Research Centre, sous la responsabilité du directeur scientifique du centre, Lionel Martellini, a pour mission d'examiner les limites des fonds à horizon à profils progressivement plus conservateurs et d'étudier les avantages d'une approche de gestion actif-passif sensible à la période et à la conjoncture pour les fonds à horizon, notamment pour les retraites. « Cette chaire s'inscrit naturellement dans la stratégie de développement de l'UFG et notamment dans sa volonté de "redonner du sens à la finance". Aujourd'hui, les solutions d'investissement proposées aux investisseurs ne nous paraissent pas optimales tant dans le choix des meilleures briques élémentaires constituant l'allocation que dans la définition des poids des différentes classes d'actifs », a commenté Xavier Lépine, président du directoire de l'UFG, à l'occasion du communiqué annonçant la création de la chaire.

Conseil en œuvres d'art

Avec un chiffre d'affaires mondial de vente d'œuvres d'art aux enchères s'élevant à 8,3 milliards de dollars en 2008 et des adjudications qui dépassent la barre des 100 millions de dollars, le marché de l'art est aujourd'hui incontournable. Derrière ces chiffres se cache pourtant une réalité tout autre. En effet, si bon nombre de médias relayent des prix « records », la moyenne des transactions ne dépasse pas les 15 000 dollars.

L'activité Art de l'UFG, spécialisée dans l'intermédiation de transactions d'œuvres d'art, s'est toujours fait écho de cette moyenne. En effet, son offre est accessible avec un premier « ticket » à partir de 7 000 euros. Par ailleurs, fort d'une expérience de plus de 30 ans, le groupe se positionne également sur des investissements pouvant

aller jusqu'au million d'euros. Cette activité historique du groupe a déjà séduit plus de 600 investisseurs ayant généré plus de 1 500 transactions se portant tant sur la peinture, le dessin que la sculpture, toutes périodes confondues.

En début d'année, l'UFG a souhaité donner un nouvel élan à son activité Art en confiant sa gestion et son développement à la société Fin'Art Consulting, spécialisée dans le conseil en gestion de patrimoine artistique. A ce jour, l'UFG étend son engagement dans le secteur artistique en se portant « mécène » d'artistes contemporains qu'elle expose dans ses locaux.

Contact : Fin'Art Consulting,
Delphine Brochand
06 23 85 23 43



Camille Pissarro - 1830-1903
Deux paysannes causant, Eragny, vers 1892
Valorisation < 200 000 €
Conseillée par l'activité Art de UFG

Philippe Mimram
Responsable
de l'allocation d'actifs
UFG IM



Les actions seront toujours indispensables

Perturbations boursières, essor de la gestion passive, diminution de l'horizon de placement des institutionnels, nombreux sont les enjeux que la gestion d'actifs mobiliers doit affronter.

La chute des indices boursiers entamée en 2008 a profondément perturbé les attentes des investisseurs, jusqu'à faire douter certains de la pertinence de la gestion active par rapport aux fonds indiciels et aux ETF. Mais qu'est-ce qu'un fonds indiciel ou un ETF ? Un fonds répliquant la performance d'un indice dont la composition dépend d'un unique critère : la capitalisation boursière. Un indice ne reflète donc aucune conviction, aucune stratégie de gestion. C'est la forme d'exposition aux marchés actions la moins pertinente dans le temps. Un fonds géré activement reflète au contraire les convictions d'une équipe de gestion qui analyse les cycles économiques et boursiers puis les sociétés une à une afin d'opérer une sélection optimale. Les deux phases de cette analyse, que l'on connaît sous le nom d'approches top down et bottom up, ne sauraient être séparées, elles sont totalement complémentaires et imbriquées. La sélection de valeurs assise sur cette double approche conduit à identifier des thèmes

puis des secteurs porteurs, sur un horizon le plus long possible. C'est précisément la philosophie d'une nouvelle gamme de fonds actions thématiques et ISR que la nouvelle entité de gestion UFG-SARASIN AM s'apprête à commercialiser.

La démographie, nouveau moteur économique

A travers cette philosophie de gestion, l'allocation en actions dans un portefeuille d'institutionnel ayant un horizon de placement long s'avère tout à fait pertinente. Beaucoup plus que du portage d'indice. Après deux décennies – les années 80 et 90 – portées par une tendance globale majeure dénommée inflation, nous assistons à l'émergence d'un nouveau moteur tout aussi fondamental pour les économies et les Bourses mondiales : la démographie. Privilégier des investissements en actions ciblés en fonction de ce moteur aux implications diverses semble donc correspondre aux besoins des investisseurs en matière de placement à long terme.

Si la demande des institutionnels en actions venait cependant à diminuer durablement, devant le démarrage - à horizon 3-4 ans - du versement des retraites à leurs bénéficiaires, l'on peut penser que l'évolution des cours viendrait à se stabiliser, à la hausse comme à la baisse. Une partie des actions verraient donc leur potentiel de plus-value diminué, en même temps que leur volatilité. Cela pourrait alors conduire à une scission de l'univers d'investissement entre une partie composée d'actions « à rendement », qui verseraient des revenus et se rapprocheraient du profil obligataire, et une autre composée d'actions

« thématiques », offrant toujours des perspectives de valorisation grâce à des tendances porteuses.

Développer les services aux investisseurs

Ainsi, face à la complexité croissante que représente l'exercice de l'allocation tactique, nous pensons que la capacité à proposer de nouveaux services visant à faciliter ce dernier peut également représenter une clef du succès pour les asset managers. C'est une voie que nous nous employons d'ores et déjà à suivre, toujours dans le souci de répondre aux besoins divers des investisseurs institutionnels. Une nouvelle offre leur sera prochainement proposée dans ce sens. En résumé, l'avenir de la gestion d'actifs mobiliers passera nécessairement par une adaptation constante aux besoins des investisseurs et aux changements de l'environnement économique et financier.

Question à Bertrand Fournier :

Quelle place pour les critères extra-financiers dans une gestion long terme ?

Les attentes des clients tant institutionnels que particuliers sont de plus en plus fortes en matière d'ISR. L'intégration de critères extra-financiers pourrait être une évolution incontournable. S'agissant de gestion à moyen-long terme, une approche qui permet de mieux identifier les risques et les opportunités apporte en outre un éclairage précieux. La question pourrait même devenir, à terme, pour certaines gestions, d'avoir à justifier pourquoi elles souhaitent rester à l'écart d'une approche extra-financière.

Patrick Rivière
Bertrand Fournier

Répondre aux attentes des investisseurs

Face aux secousses sur les marchés actions et à leurs conséquences sur les portefeuilles et le comportement des investisseurs, les sociétés de gestion doivent plus que jamais trouver les solutions adaptées aux exigences de leurs clients. C'est précisément l'objectif poursuivi par l'UFG, forte de la diversité et de la solidité de son modèle multi-expertise.

Question : Les investisseurs ont-ils perdu confiance dans les sociétés de gestion de par l'ampleur de la crise financière et de la chute des marchés ?

Patrick Rivière : Si les investisseurs ont, dans une certaine mesure, perdu confiance, c'est plus dans certains marchés que dans les gérants eux-mêmes. Les rachats ont été importants sur certains types de fonds – alternatifs, actions, diversifiés – mais les souscriptions ont, en parallèle, été importantes, sur les fonds monétaires ou obligataires en particulier.

Bertrand Fournier : Je partage ce point de vue. La défiance à l'égard des marchés s'est avérée d'autant plus prononcée que les contraintes encadrant les mandats de gestion s'étaient depuis un certain temps resserrées, comme une tendance forte à limiter la tracking error et à se rapprocher du benchmark avait envahi les fonds ouverts. Le contexte très spécifique de crise financière a révélé les inefficiences de la gestion benchmarkée.

P.R. : Absolument. Les limites de la gestion benchmarkée et de la recherche totale de produits « mark to market » (offrant une valorisation des positions à tout instant) ont été violemment mises en lumière par la crise. Aujourd'hui, les investisseurs institutionnels recherchent davantage la correspondance entre les flux, l'adossement d'un passif sou-

vent très long à des actifs qui ne soient pas forcément mark to market. Ils sont prêts à recourir plus largement à des actifs moins liquides mais plus lisibles.

Question : Dans quelle mesure la réglementation influence-t-elle les choix d'allocation des institutionnels ?

P.R. : Il est vrai que la réglementation qui encadre l'activité de certains institutionnels a eu pour effet de favoriser les actifs très liquides et, par voie de conséquence, les produits benchmarkés. On peut à ce titre penser que les changements profonds déjà amorcés vont se poursuivre. Bien entendu, l'investisseur doit accepter de tenir des positions sur la durée, de détenir des actifs parfois moins liquides qui s'avèrent mieux adaptés à la nécessité de la congruence actif-passif. Mais pour être plus précis, seules les banques sont contraintes au respect de ratios de liquidité. Ainsi, rien n'empêche les autres investisseurs institutionnels de faire progresser le poids des actifs mark to model (immobilier, private equity, infrastructure, titrisation directe...) dans leur portefeuille, qui est de 15 % en moyenne aujourd'hui à, pour quoi pas, 50 % à moyen terme. Les institutionnels n'ont vraisemblablement pas besoin de détenir plus de 50 % d'actifs très liquides dans leur portefeuille.

Question : Comment les offres de produits pourraient-elles désormais évoluer ?

P.R. : C'est bien aux gestionnaires que revient la responsabilité de trouver les solutions adaptées aux demandes des investisseurs, dont les engagements sont souvent indexés sur l'inflation. Du côté des produits mark to market, qui conserveront toujours leur intérêt, l'on peut penser qu'une gestion moins benchmarkée, plus fondamentale — basée sur les tendances lourdes de l'économie — va prendre le dessus. Du côté du mark to model, les sociétés de gestion ont désormais l'opportunité de se positionner sur un terrain jusqu'ici occupé par les banques d'investissement. Celles-ci servaient d'intermédiaires entre les investisseurs et les actifs et apportaient un risque supplémentaire lié à leur intermédiation. Les sociétés de gestion peuvent être en mesure de proposer de



Patrick Rivière

Vice-président du Directoire de l'UFG

nouvelles solutions d'investissement (portefeuilles immobiliers, de brevets délivrant des revenus, titrisation sans levier, etc.) pour des investissements sur mesure ou regroupés sous forme de pool, sans ajouter ce risque intermédiaire. L'enjeu est de parvenir à trouver des solutions d'investissement s'inscrivant dans une logique de couverture d'engagements et d'indexation.

B.F. : J'ajouterais que la période 2002-2007 a vu les directeurs financiers des institutions reprendre le pilotage de leur exposition au risque. Cela a conduit à la souscription massive de produits purs et à une remise en cause forte des produits diversifiés qui s'étaient, il est vrai, révélés assez décevants à la fois en 2000-2002 et dans la phase de rebond qui a suivi. Je crois cependant qu'une certaine forme de gestion diversifiée, plus mobile, va désormais retrouver un intérêt important dans l'allocation d'actifs.

Question : L'ISR fait-il partie des attentes fortes des investisseurs ?

B.F. : Oui, et tant du côté des investisseurs institutionnels que du côté des investisseurs particuliers. Il est de notre responsabilité de gestionnaire de répondre à ces attentes. De la même façon que les premiers investisseurs institutionnels engagés dans la démarche ISR - tels le Fonds de réserve pour les retraites - ont exigé de la part de l'ensemble de leurs gestionnaires, y compris non spécialisés dans l'ISR, de leur fournir ex-post un reporting extra-financier, l'on devrait assister à une diffusion de l'ISR au grand public par degré d'exigence crois-

sant. Il faut également préciser que l'ISR est une approche de gestion par le risque qui vise aussi à identifier les opportunités à venir et à délivrer un résultat financier. Il apporte ainsi un éclairage intéressant à la gestion moyen et long terme.

Question : L'évolution vers des produits moins liquides va-t-elle signer la « fin » de la classe d'actifs actions ?

P.R. : Bien sûr que non. La volatilité élevée qui règne sur les marchés actions depuis la fin 2007 ne fait que refléter la volatilité implicite des scénarios économiques. L'on a rarement connu une telle disparité dans les anticipations économiques mondiales : reprise inflationniste ou récession déflationniste semblent aussi plausibles l'une que l'autre ! Tant que l'incertitude économique perdure, la volatilité des actions ne peut se régulariser. C'est pourquoi le placement en actions restera très difficile pendant certainement encore 18 mois, d'autant que les investisseurs n'ont plus de marge de manœuvre comptable pour s'autoriser un retour sur ce marché. Il revient au gestionnaire d'anticiper les tendances de fond qui animent l'économie mondiale afin d'orienter au mieux les investissements. L'évolution démographique est un enjeu majeur des sociétés contemporaines. Dans les pays développés, le déséquilibre démographique vient d'ailleurs rendre la tâche des caisses de retraite encore plus délicate et hypothéquer les chances de bénéficier, pour les prochaines générations, de retraites confortables.

Question : Comment les investisseurs particuliers peuvent-ils assurer le complément indispensable ? L'épargne salariale est-elle une voie à développer ?

P.R. : A mon sens, l'assurance-vie, qui collecte d'ailleurs 10 fois plus d'encours, est une solution plus intéressante que l'épargne salariale car individuelle et portable dans le cadre d'une plus grande fluidité salariale que par le passé.

B.F. : Je remarque que depuis les années 70, période à laquelle j'ai débuté ma carrière dans le métier de l'épargne salariale, l'on attend toujours que sa diffusion massive s'opère. C'est certainement dommage au vu

des dispositifs avantageux qui sont en place, mais il faut aussi rappeler que les contrats d'assurance-vie ont évolué vers plus de sophistication, offrant ainsi une utilité forte à long terme pour les épargnants.

P.R. : Dans ce domaine, l'innovation est encore possible, notamment afin de favoriser une diversification hors obligatoire et sur des durées d'investissement plus longues que la maturité fiscale traditionnelle des contrats d'assurance.



Bertrand Fournier

Vice-président de UFG - SARASIN AM
Secrétaire général de l'UFG

Question : Comment se situe l'UFG face à ces défis de la gestion long terme ?

P.R. : Si les investisseurs allongent la durée de leurs placements, se pose la question fondamentale de la pérennité de la société de gestion. Afin de gérer des actifs sur un horizon long, des actifs parfois illiquides ou très spécialisés, l'investisseur a intérêt à s'assurer de la capacité de la société de gestion à assumer ses responsabilités sur la durée. A ce titre, l'UFG, qui bénéficie d'une taille moyenne lui apportant à la fois stabilité et réactivité, d'un adossement institutionnel avec comme ancrage la solidité du Crédit Mutuel Nord Europe, ainsi que d'un modèle multi-expertise, rassemble, de mon point de vue, toutes les caractéristiques de succès dans ce nouvel environnement.

Retour durable de l'immobilier



Marc Bertrand
Directeur général
UFG REM

Déstabilisés par des marchés boursiers chaotiques, les investisseurs semblent aujourd'hui en quête de simplicité et de stabilité. L'immobilier, actif réel et rassurant, profite de cette tendance. L'allocation en immobilier doit désormais être responsable et encore plus diversifiée : ce sont précisément les axes suivis par UFG REM.

Au cours des dix dernières années, l'immobilier en tant que classe d'actifs tendait à être sous-représenté dans les portefeuilles des institutionnels, à hauteur de 3 % environ. Cela tenait à la liquidité moindre offerte par l'immobilier et à un contexte globalement porteur sur les marchés boursiers.

Conscients de cette sous-pondération, les institutionnels montrent depuis trois à quatre années, donc avant le début de chute des marchés boursiers, l'intention d'accroître l'allocation en immobilier. Or la crise n'a pas ébranlé ce qui ressemble de plus en plus à une tendance de fond, au contraire. Le retournement sur les marchés a montré que certains placements censés être liquides pouvaient le devenir beaucoup moins, et que l'immobilier, toutes choses égales par ailleurs, avait mieux résisté que le reste. L'obtention permanente d'un prix, la réalité

tangible de l'actif immobilier ainsi que le versement régulier de cash flow font de cette classe d'actifs un repère stable et simple dans un environnement incertain.

L'immobilier, caractérisé par un couple rendement-risque intermédiaire entre les actions et les obligations, constitue également un moyen efficace d'accroître le rendement d'un portefeuille sans trop accroître la volatilité. Et, s'il ne peut peser trop lourd dans l'allocation globale des investisseurs, il reste à ces derniers une importante marge pour renforcer leurs positions. Ainsi les institutionnels envisagent-ils de porter leur allocation de 3 à 7 ou 8 % de leurs portefeuilles.

Diversification et responsabilité

L'investisseur institutionnel peut choisir parmi de nombreux profils de produits pour réaliser son allocation immobilière, qui se doit d'être efficacement diversifiée. S'il ne dispose pas des moyens financiers et humains nécessaires pour prendre en charge la gestion de ses investissements immobiliers, il s'adressera naturellement à des asset managers spécialistes tels UFG REM, les mieux placés pour assurer une diversification optimale des risques à travers des stratégies de gestion diverses (core, value added, opportuniste) et des portefeuilles déjà constitués procurant immédiatement une forte diversification des risques locatifs, sectoriels et géographiques.

En matière de diversification européenne et internationale, la voie privilégiée par UFG REM est la sélection de gestionnaires spécialisés en Europe, de préférence à l'acquisition en direct d'actifs immobiliers. La commercialisation imminente d'un fonds de fonds à l'échelle européenne traduit la confiance que nous portons à notre expérience de la multigestion, et le souci de satisfaire les besoins variés des investisseurs. Déjà ouvert à la souscription, l'OPCI UFG Immo SR (SR : socialement responsable)

témoigne encore de cette volonté d'aller au-devant des évolutions du marché immobilier et des attentes des investisseurs en matière d'exigence environnementale et de responsabilité sociale. Très pur dans l'approche ISR, cet OPCI innovant fera certainement des émules... Et les critères liés à l'environnement, pilier essentiel de l'immobilier SR, feront partie intégrante de l'ensemble des investissements des OPCI qui seront développés par UFG REM. Ne pas les prendre en compte pourrait en effet s'avérer contre productif sur le long terme. A ce titre, l'intégration des coûts nécessaires à l'amélioration de la performance énergétique d'immeubles déjà construits est l'un des enjeux capitaux de notre métier. L'on peut d'ailleurs s'attendre sur ce point à un durcissement de la réglementation.

Un marché sain

Malgré les difficultés nées de la crise financière et économique, le marché français demeure l'un des plus sains d'Europe, car non alourdi par des stocks excessifs. A cet égard, on peut marquer une différence forte entre cette crise et celle que le marché a connue au début des années 90...

Plus généralement enfin, un retour aux fondamentaux a commencé à s'opérer sur l'immobilier dans son ensemble. La crise a montré que l'utilisation excessive de la dette et de l'effet de levier pouvait se solder par un terrible effet massue en cas de retournement. Si la financiarisation de l'immobilier demeure une tendance réelle, si la titrisation est nécessaire et fonctionnera à nouveau, le leveraging excessif tel qu'il a pu être pratiqué durant un temps appartient désormais au passé. Le rendement de l'actif réel va reprendre le dessus sur le rendement du montage financier. La clarification de l'exposition au risque, de l'horizon de placement par type de produit immobilier ne peut qu'être favorable aux acteurs à la fois historiques et innovants du marché.

Une utilité non démentie



Olivier Ramé
Directeur de la gestion
alternative de l'UFG

La crise de liquidité a eu beau déstabiliser la gestion alternative dans son ensemble, la multigestion telle qu'elle est pratiquée par l'UFG n'a pas démerité au cœur de la tempête.

La gestion alternative a été violemment décriée depuis le début de la crise. Cependant, les performances enregistrées en 2008 par rapport aux autres classes d'actifs montrent que la multigestion alternative a conservé une pleine utilité dans un portefeuille diversifié. Des performances de l'ordre de - 10 à 15 % en 2008 demeurent très en dessous des chutes subies par les indices actions (- 40 % voire plus). Au sein d'un portefeuille diversifié, les conséquences de ces baisses ne devraient pas avoir été trop sérieuses. Cela montre de nouveau l'intérêt de la diversification et de la multigestion, ainsi que la nécessité de s'adresser à des spécialistes parfaitement outillés pour réaliser des due diligences poussées et, entre autres, éviter d'être touchés par les affaires de fraude qui ont également nui à l'alternatif en général.

Sur une période plus longue, entre février 2002 et fin mars 2009, UFG Alteram Stratégie Actions a par exemple enregistré une performance de + 17 % là où le MSCI World chutait de plus de 40 %. Les stratégies d'arbitrage ont donné de bons rendements. Les exemples affluent. Il ne s'agit pas de nier le tort qu'a causé la crise de liquidité aux stratégies alternatives. Mais si un choc aussi violent était difficile à anticiper, son caractère dommageable était pleinement évalué par les gérants, déjà échaudés par la crise russe et la faillite de LTCM en 1998. Et au final, la gestion alternative a permis une relative protection du capital comparée à d'autres.

Amortir les chocs

Il faut rappeler que la gestion alternative ne doit pas être analysée et comparée à la gestion dite traditionnelle sur une courte période. C'est sur le long terme qu'elle remplit ses objectifs de protection du capital et de performance absolue. Des marchés sur lesquels règne une volatilité de 50 % connaissent nécessairement des chocs, à la hausse comme à la baisse. La gestion alternative permet d'amortir ces chocs et d'accumuler, même si c'est dans des proportions plus faibles, de la performance au quotidien. Son fondement n'est pas l'allocation tactique, opportuniste, ni le market timing et, sur un horizon court terme, l'on pourra toujours trouver des classes d'actifs qui performant mieux.

Aujourd'hui, si la crise économique est profonde et loin d'être encore réglée, nous faisons face à des situations mieux connues, qui permettent aux gérants de détecter des secteurs, des acteurs à même de s'adapter à l'environnement et ce, afin de générer de la valeur. Les performances des fonds Alteram sont d'ailleurs stabilisées. Dans ce contexte de taux d'intérêt bas, la gestion alternative continue de proposer un couple rendement-risque attractif. Elle offre des objectifs de rendement importants par rapport au taux sans risque, quoiqu'inférieurs aux éventuels rebonds des marchés actions, mais, en contrepartie, une volatilité très limitée.

Adapter la liquidité

La défiance induite par les excès en termes de recours à l'effet de levier notamment est compréhensible, mais tous les acteurs de la gestion alternative n'ont pas participé à ces abus nés d'un contexte de taux d'intérêt très faibles. L'on peut néanmoins reconnaître que les gestionnaires auraient certainement dû apporter une information plus détaillée à leurs clients sur les questions de liquidité. En ce sens, l'adoption rapide au mois d'octobre de nouvelles règles de liquidité par les multigérants a pu surprendre les investisseurs. Mais l'accord de l'AMF pour entériner ces modifications (écartement des dates de valorisation, instauration de gates, de préavis) révèle la prise de conscience à l'égard des problèmes fondamentaux liés à la liquidité des fonds Aria.

La réponse de l'UFG à ces difficultés est aujourd'hui d'assurer une plus grande différenciation entre les stratégies et les fonds afin de parvenir à une meilleure adéquation entre l'actif et le passif. La liquidité des sous-jacents doit être en phase avec celle de chaque fonds de fonds. Ainsi, après une phase où la valorisation d'UFG Alteram Long/Short Europe et d'UFG Alteram Stratégie Futures était devenue mensuelle, celle-ci va redevenir hebdomadaire fin juin 2009 (le préavis sera également ramené de 35 à 8 jours). Pour cela, la composition du portefeuille va comprendre une large part de « managed accounts » (plate-forme Lyxor notamment), des fonds long/short en liquidité hebdomadaire et des fonds en liquidité mensuelle.

A l'inverse, UFG Alteram Event va voir son préavis rallongé de 35 à 95 jours. La gestion en elle-même n'est donc pas revisitée, car elle n'a pas donné lieu à des pertes extrêmes en dépit du contexte extrême qui a prévalu en 2008. De leur côté, les investisseurs doivent accepter de conserver leurs parts sur une durée assez longue.



Patrick Lissague
Directeur général
UFG PE

Le temps, paramètre essentiel du capital investissement

La présence continue et durable des entrepreneurs en capital investissement auprès des sociétés et de leurs dirigeants place le capital investissement au cœur de l'activité économique. Partenaires impliqués dans la durée, nous visons une création de valeur sur le long terme.

L'activité de capital investissement implique l'intégration de la dimension temporelle et celle des cycles, tant économiques que sectoriels. Il est rare qu'une entreprise crée de la valeur en une année, sauf à reposer sur une innovation majeure de rupture. Conquérir un marché, s'imposer au sein d'un environnement concurrentiel, cela nécessite du temps, de la combativité, une stratégie solide et des partenaires de confiance. En matière de private equity, le temps et l'argent sont tout à fait indissociables. L'optique long terme qui prévaut dans l'accompagnement stratégique et financier des entreprises et de leurs dirigeants est donc bien en phase avec l'horizon de placement des investisseurs institutionnels. Les caractéristiques intrinsèques de notre activité — la proximité avec les sociétés, une liquidité moindre par rapport aux marchés cotés,

une certaine déconnexion aux phénomènes de « mode » — correspondent à des besoins d'investissement pérennes.

Normalisation du marché

Et quand bien même les banques retrouveraient une activité plus dynamique de prêt aux entreprises, cela ne mettrait pas en question l'activité de capital investissement car banquiers et entrepreneurs en capital investissement exercent des métiers différents. Une banque qui prête à une entreprise doit étudier tous les risques qui y sont associés ; elle recherchera des entreprises bien capitalisées et présentant des garanties solides. Le capital investissement aura toujours un rôle d'accompagnement de fond et de fonds à jouer. On le voit, la crise n'a pas freiné les besoins en capital. Les difficultés de financement que connaissent les sociétés du fait de la crise financière et d'un certain assèchement des liquidités ont déjà commencé à restaurer une certaine orthodoxie dans les mécanismes de financement. Les effets de levier parfois excessifs pratiqués sur les LBO durant les années d'abondance du crédit ne sauraient retrouver leurs niveaux d'antan, même si l'on ne peut être sûr que les financiers retiennent durablement la leçon. Il paraît logique et

raisonnable que la vraie création de valeur par le développement de l'activité revienne au centre du métier.

La pérennité de l'activité de capital investissement semble bel et bien assurée au niveau des besoins. Si l'Etat peut, en amorçage, injecter ponctuellement et de manière ciblée des fonds, le financement durable du développement d'une entreprise ne peut être assuré que par une autre entreprise, spécialiste de l'investissement en capital.

Les LBO « financiers » ont caché durant un temps le reste de nos activités qui sont l'essence même du métier : l'aide aux entreprises pour favoriser l'essor de leur activité, créer de la valeur et se transmettre dans de bonnes conditions. Il s'agit de privilégier l'entreprise et ses dirigeants, la vraie création de valeur, plus que le rendement du montage financier. Un temps instrumentalisée par la sphère financière, l'entreprise doit redevenir sa raison d'être. Et l'homme, le dirigeant d'entreprise, doit également être placé au centre de l'activité. L'innovation financière demeure nécessaire et utile, à condition que les risques soient bien identifiés et contrôlés et qu'elle serve une réalité économique.

D'une façon plus générale, les contours de l'activité de capital investissement, les méthodes peuvent changer, mais les fondamentaux ne peuvent que demeurer ! Il y aura toujours des entreprises à accompagner, l'utilité économique de notre métier ne peut disparaître. Même en temps de crise, les créations d'entreprise se sont poursuivies, comme l'investissement en capital. C'est bien une tendance de long terme : depuis le milieu des années 90, le capital injecté dans les opérations de développement et de transmission des entreprises petites et moyennes a été multiplié par 5 en France !



Une équipe entièrement dédiée à la recherche



Jacques NINET
Directeur
de la Recherche de l'UFG

L'intégration de Sarasin AM France s'est accompagnée de la création d'un service dédié à la recherche financière appliquée à l'ensemble des expertises de l'UFG. Les liens entre l'activité des sociétés de gestion et la réflexion scientifique s'avèrent de plus en plus étroits, comme l'illustrent lesancements des chaires universitaires soutenues par l'UFG, qui entend être particulièrement active dans ce domaine.

Pour accompagner le développement de ses activités, qui couvrent plusieurs expertises majeures de la gestion financière, l'UFG a souhaité se doter d'un service de recherche intégré, propre à distiller une réflexion en profondeur, concentrée et opérationnelle. Une sorte de « think tank » indépendant des contraintes de production, dont la vocation est non seulement de tester les idées que peuvent apporter les différents départements de la société, mais d'en proposer directement. L'ensemble de la recherche produite par ce nouveau service placé sous la responsabilité de Jacques Ninet, précédemment directeur de la gestion chez Sarasin AM France, a vocation à trouver des applications directes et notamment à accélérer le processus de décision concernant la mise en œuvre de projets (produits, activités...).

L'activité du service de recherche, qui assurera également les relations avec la Chaire Edhec dédiée à l'allocation tactique, sera organisée selon 3 axes :

La veille : production récurrente d'informations à destination des équipes de gestion d'actifs, mobiliers aussi bien qu'immobiliers, sous forme de tableaux de bord, chiffres, indicateurs de changement de tendance, etc.

La recherche fondamentale : alimenter la réflexion stratégique sur l'adaptation de l'activité de gestion à l'environnement économique, aux évolutions du métier en général, etc.

La recherche appliquée : proposer et tester des idées de nouveaux produits.

L'ISR et sa diffusion au sein de l'UFG constituent également un axe de recherche transversal qui suscite l'intérêt et l'implication de tous les membres de l'équipe.

Actif depuis la fin mars, ce pôle de recherche est organisé sous la direction de Jacques Ninet, qui coordonne les programmes et assure, d'une part, les relations avec les équipes de gestion et la direction générale et, d'autre part, la promotion de l'ISR auprès des clients et prospects institutionnels et des CGPI partenaires de l'UFG. L'équipe est par ailleurs composée d'analystes aux profils complémentaires :

Akram Gharbi, analyste immobilier, chargé de la déclinaison de la recherche à ce secteur d'activité très prometteur sur ce plan ;

Bacem Rezgui, analyste quantitatif, chargé de la veille et de l'innovation produits. L'outil mathématique/informatique est ici au service de la recherche de signaux utiles pour la gestion ;

Nadia Khelil, analyste risques et performance, notamment chargée d'élaborer des méthodes d'évaluation de la performance ISR.

En termes d'objectifs, un calendrier est en cours de définition, qui fixera notamment les thèmes qui seront abordés dans la publication *Les Cahiers de la Recherche* et établira une hiérarchisation des études sur produits.

Quant à cette rubrique même, elle sera l'occasion de faire un état des lieux trimestriel sur l'avancée des recherches menées par ce département.



L'UFG

L'UFG, groupe de gestion d'actifs multi-spécialiste, filiale du Groupe Crédit Mutuel Nord Europe, exerce son activité dans les expertises majeures que sont la gestion d'actifs financiers, le placement immobilier, la multigestion alternative et le capital investissement. Par la complémentarité de ses métiers, l'UFG propose à ses clients, investisseurs institutionnels, prescripteurs et particuliers, des solutions d'investissements conçues en réponse à leurs besoins.

En s'associant fin 2008 avec la banque Sarasin, précurseur du développement durable, l'UFG a initié une démarche responsable afin d'offrir non seulement des produits mais des réponses concrètes et durables aux objectifs et contraintes des investisseurs.

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

Les informations contenues dans ce document ne sauraient constituer un conseil en investissement ou une incitation quelconque à opérer sur les marchés financiers. Les appréciations formulées reflètent l'opinion de leur auteur à la date de publication et sont susceptibles d'évoluer ultérieurement. L'UFG ne saurait être tenue responsable, de quelque façon que ce soit, de tout dommage direct ou indirect résultant de l'usage de la présente publication ou des informations qu'elle contient. La présente publication ne peut être reproduite, totalement ou partiellement, diffusée ou distribuée à des tiers, sans l'autorisation écrite préalable de l'UFG.