

# Les stratégies multiples via les contrats à terme

Considérées comme des placements très liquides, les opérations sur contrats future sont maintenant accessibles sous forme de fonds UCITS III.



**MICHEL ANTONELLI**  
NORDEA INVESTMENT  
FUNDS,  
GENÈVE

Seules quelques catégories de placement ont dégagé des rendements positifs à la fin de l'année 2008: mis à part les obligations d'Etat, la plupart des autres ont mal fonctionné, enregistrant très souvent de lourdes

pertes à deux chiffres. Les produits structurés ont eux aussi été rattrapés par leurs propres limites. La plupart des stratégies du secteur des hedge funds ont déçu dans un environnement économique extrême où les liquidités ont manqué sur une grande partie du marché.

## Les fonds «absolute return» restent dans la course

Le concept «absolute return» a subi de nombreuses critiques au cours de ces derniers mois. La majeure partie des produits n'ont en effet pas tenu leur promesse, celle de générer des rendements positifs dans un environnement économique hostile. Il y a diverses raisons à cela: les managers essaient dans un premier temps d'atteindre leur objectif à l'aide d'approches très différentes les unes des autres qui vont des portefeuilles purement obligataires en passant par ceux largement constitués de toutes les catégories de placements jusqu'à une multitude de stratégies de hedge funds. Les concepts «absolute return» restent toutefois dans la course en dépit de leur sous-performance, étant donné qu'ils répondent à une demande des investisseurs. C'est en effet en présence de marchés extrêmement turbulents que les investisseurs sont en quête de placements à valeur stable, leur apportant malgré tout d'attrayantes opportunités. Il y a belle lurette que l'industrie des hedge funds défend cette philosophie. Les investisseurs réalisent toutefois aujourd'hui les limites de nombreux hedge funds qui manquent de transparence et de liquidité durant certaines phases critiques du marché.

## Diverses approches quantitatives

A ce propos, les stratégies multiples basées sur les contrats à terme reposent sur des transactions exécutées sur des marchés très liquides tout en suivant des approches quantitatives exclusives. Un système informatique évalue par le biais d'algorithmes les fluctuations de cours les plus récentes et décide ensuite de la tournure «long» ou «short» de celle-ci. Dans ce contexte, l'objectif de performance dépend notamment de l'intensité de la tendance du marché: plus la tendance est marquée et persiste, plus le rendement sera élevé. De longues phases latérales peuvent en revanche mettre le rendement à rude épreuve.

L'éventail des produits à suivi de tendance s'est passablement élargi au cours de ces dernières années. Alors que les modèles éprouvés aspirent à suivre les tendances de moyen terme à long terme, les nouveaux produits jettent leur dévolu sur les tendances à court terme dont la durée se limite parfois à quelques heures.

Jusqu'ici, la communauté des investisseurs pouvait avant tout accéder aux stratégies multiples via essentiellement des fonds alternatifs. Les premières stratégies de ce genre sont aussi disponibles, depuis peu, sous forme de fonds UCITS III. Contrairement aux hedge funds, elles garantissent une transparence maximale tout en permettant d'entrer et de se retirer du négoce journalier, même durant les périodes de turbulences. Les concepts correspondants sont constitués de deux éléments clés, à savoir la diversification et la sécurisation du rendement. Pour diversifier, il est nécessaire d'ouvrir différentes positions sur contrats à terme en couvrant l'ensemble des catégories de placement (actions, emprunts obligataires, monnaies, matières premières), des régions et périodes. Pour sécuriser le rendement, certaines règles doivent également être respectées: lorsqu'une position sur contrats à terme a, par exemple, atteint son objectif de performance, celle-ci sera automatiquement fermée et les gains transférés dans le marché monétaire. Une combinaison pertinente de ces deux éléments permettra d'obtenir des rendements absolus. ■

# Side pockets: la Finma seule contre tous?

THIERRY AMY, ASSOCIÉ

THOMAS GOOSSENS, COLLABORATEUR

BCCC AVOCATS

GENÈVE / LAUSANNE

Le marché des fonds alternatifs, très durement touché en 2008, a été marqué par un nombre sans précédent de demandes de remboursement des investisseurs. Si certains fonds, y compris parmi les plus réputés, n'ont pas résisté à la tempête, d'autres s'en sont sortis en prenant des mesures exceptionnelles.

En temps de crise, le manque de liquidités et la difficulté d'évaluer une partie parfois importante des avoirs constituent des problèmes majeurs auxquels les fonds sont confrontés. Pour éviter une suspension, même partielle, des rachats de parts, les gérants de hedge funds favorisent des mesures moins contraignantes et mieux perçues des investisseurs, telles que le side pocketing. En effet, la création d'une side pocket, lorsqu'elle répond aux besoins véritables du fonds, a été jusqu'ici la méthode la plus communément utilisée par les gérants. Elle consiste à ségréger les actifs illiquides des autres avoirs du fonds, en vue de les réaliser progressivement, sans être tenu par des demandes de rachat sur la partie illiquide. Cette ségrégation a lieu, en principe, par la création d'une nouvelle classe d'actions ou d'un nouveau compartiment, au sein duquel sont placés les actifs illiquides en vue de leur liquidation future. Chaque détenteur de parts se voit alors attribuer des actions de la side pocket au prorata de celles qu'il détenait dans la NAV totale du fonds.

## Accueil mitigé de la FINMA

La FINMA (autorité fédérale de surveillance des marchés financiers) a accueilli les side pockets de façon pour le moins mitigée. S'agissant de fonds suisses, elles ne sont susceptibles d'approbation que si elles sont dans l'intérêt de tous les investisseurs et restent uniques. Toutefois, l'exigence la plus restrictive, applicable également aux fonds étrangers autorisés en Suisse, consiste à interdire toute émission ou distribution au public des fonds concernés

en Suisse ou depuis la Suisse pendant la durée de vie de la side pocket.

L'obligation faite par la FINMA de cesser immédiatement toute émission et distribution au public des fonds est singulière.

Cette position tranche avec la pratique bienveillante des principales places financières européennes. La CSSF luxembourgeoise a ainsi adopté en mars dernier une procédure «fast-track» permettant d'autoriser en quelques jours seulement des side pockets dont la proportion d'avoirs ségrégués n'excède pas 20%. L'AMF

française a fourni en décembre dernier déjà une liste exhaustive des critères applicables aux side pockets, dont la création n'est pas soumise à autorisation, mais à une simple procédure de déclaration préalable. En outre, ces juridictions ne voient pas le moindre inconvénient à la poursuite de la commercialisation du fonds, du moins pour sa partie liquide.

L'obligation faite par la FINMA, en cas de création d'une side pocket, de cesser immédiatement toute émission et distribution au public des fonds est singulière, car de nature à mettre en péril la survie des fonds, et donc peu compatible avec les intérêts des investisseurs. Une option pour des fonds étrangers autorisés en Suisse pourrait être de requérir un delisting pur et simple auprès de la FINMA. Or, à ce jour, une telle démarche ne semble pas avoir trouvé grâce auprès de la FINMA pour des motifs «d'intérêt public», la protection des investisseurs nécessitant, selon elle, le maintien de sa surveillance jusqu'à la liquidation complète de la side pocket. Or, cet assujettissement a un coût, parfois important, que seuls les investisseurs finiront par supporter.

Reste donc à espérer que les exemples des places financières concurrentes soient de nature à infléchir quelque peu les exigences de la FINMA. À ce propos, la FINMA n'ouvre-t-elle pas elle-même une brèche à sa pratique, lorsqu'elle rappelle que seule «l'émission de nouvelles parts respectivement la distribution de placements collectifs de capitaux partiellement illiquides contrevient en principe aux règles de conduite». La création d'une side pocket ayant précisément pour effet de rendre plus liquide un fonds partiellement illiquide, tout espoir n'est pas perdu. ■