

La cotation des fonds fermés : avantages, inconvénients et enjeux

A l'heure où certaines sociétés de gestion entrent en bourse sur les marchés européens, où les ETF connaissent un important succès et où de plus en plus de fonds alternatifs se font coter sur Euronext Amsterdam ou le London Stock Exchange qui ont su séduire de nombreux multigérants alternatifs, l'industrie de la gestion française se propose de réagir en mettant à l'ordre du jour la révision des règles applicables à la gestion des fonds fermés et à leur cotation¹. La cotation des fonds fermés est une question très structurante pour l'industrie, en vue d'une meilleure compétitivité de la place de Paris, dans le respect d'une certaine égalité de traitement des contraintes imposées aux différents produits (« level playing field »).

1- les divers types de cotation d'un fonds

La cotation peut prendre de nombreuses formes. On ne parle pas ici du simple « *listing* » (c'est-à-dire l'inscription du fonds à une cote mais sans transaction sur un marché secondaire) tel qu'il est pratiqué à Dublin, par exemple, et qui n'a pour principal objectif que d'améliorer la communication et le marketing des fonds en fournissant un cadre réglementaire minimum et des obligations de transparence à des véhicules le plus souvent établis offshore.

La cotation, elle, implique une confrontation permanente de l'offre et de la demande sur un marché organisé.

Il existe toutefois différentes possibilités d'exécuter des ordres sur un véritable marché secondaire. Schématiquement on peut distinguer quatre types de cotations qui atteignent cet objectif, ce ne sont cependant que les deux derniers cas qui correspondent réellement à une cotation de fonds :

- La cotation de la société de gestion. Il s'agit là tout simplement de la cotation d'une société commerciale « classique ». La valeur des titres est alors fonction des perspectives de la société, généralement appréciées à partir des encours gérés, des *fees* perçus...
- La cotation d'une société dont le principal objet est d'investir dans les parts ou actions d'un fonds. L'exemple type est la cotation de B&G Holding Limited qui est cotée et a pour objet essentiel d'investir dans un fonds de B&G. Dans ce cas, la valeur des titres

¹ On parlera par la suite indifféremment de fonds fermés cotés ou de « closed-end funds », la totalité de cet article ne traitant évidemment que de ceux qui sont cotés.

est directement liée à la valeur liquidative du fonds sous jacent, mais modulée par les forces acheteuses ou vendeuses du marché.

- La cotation de fonds ouverts (Exchange Traded funds - ETF) où les marchés primaires (création et rachats quotidiens de parts par des institutionnels teneurs de marché) et secondaires (négociations en continu de ces parts) fonctionnent en parallèle. Dans ce cas le nombre de parts cotées de ces fonds évolue au gré de l'offre et de la demande. Ces mécanismes permettent d'avoir un prix coté très proche de la valeur liquidative du fonds.
- La cotation des fonds fermés qui correspond à un véritable marché secondaire des actions de ces fonds, comme c'est le cas pour une société commerciale "classique". A titre d'exemple on peut citer Marshall Wace ou ARTL sur le LSE et Tetragon LTD sur Euronext Amsterdam. Ici, la valeur des titres (soit les parts du fonds) est fonction de l'offre et de la demande, à des prix qui ne peuvent ignorer la valeur liquidative du fonds.

Il nous semble important de synthétiser, à l'heure où la révision des règles en matière de cotation de fonds fermés est envisagée, avantages et inconvénients de ce mécanisme.

2- la cotation : une opportunité pour les gérants et les investisseurs...

Deux enquêtes récentes² ont démontré à quel point ce sujet est d'actualité : 26% des 50 grands gérants mondiaux auraient déclaré avoir coté au moins un fonds alternatif et 17% de ceux qui n'en ont pas coté comptent le faire. Quant aux investisseurs, ils seraient 66% à se déclarer « curieux » devant ces fonds et 17% à se déclarer convaincus de l'intérêt des fonds fermés cotés.

Pour l'investisseur, l'intérêt immédiat réside dans l'obtention d'une plus grande liquidité de son investissement, tant à l'achat qu'à la revente. Il bénéficie également pour les produits les moins régulés, d'une protection complémentaire du fait des règles d'admission à la cote, ainsi que d'un minimum de transparence.

Pour certains des fonds – les plus négociés sur le marché – les prix font l'objet d'actualisations régulières, les spreads sont donc relativement étroits et on constate une certaine profondeur sur le marché. Les investisseurs institutionnels bénéficient donc d'une liquidité immédiate sur ces sous-jacents. Mais cet avantage n'est pas gratuit, et cette liquidité s'obtient généralement moyennant un coût qui s'exprime par une décote entre la *Net Asset Value* (NAV) et le cours du fonds sur le marché. Cette décote peut être plus importante sur les fonds les moins traités. Toutefois, si le niveau de décote n'est pas trop volatile, elle n'a pas d'impact pour les investisseurs qui entreront et sortiront alors plus ou moins au même niveau de décote (en quelque sorte l'acheteur est rémunéré du service de liquidité qu'il procure, et le vendeur paye ce service). Cette décote s'apparente donc à celle constatée sur la cotation de holdings de sociétés "classiques". Notons toutefois que lorsque le talent du gérant est reconnu et que la stratégie qu'il met en œuvre est recherchée (fonds pays émergents jusqu'à récemment par exemple), la demande pour les parts cotées de ce fonds augmente et le prix de ces parts sur le marché peut incorporer une prime.

Pour le gérant, la cotation présente certains avantages, et ce d'autant plus que certains des titres détenus en portefeuille (les sous-jacents aux parts cotées du fonds) peuvent être illiquides. La cotation donne immédiatement une certaine visibilité au fonds et au gérant, visibilité qu'il faut néanmoins savoir apprécier à l'aune des performances réelles du fonds. En

² Etude Multiratings et Seed Finance [2007]

effet, fermer un fonds et le coter permet au gérant d'avoir accès à un « capital permanent » et donc de ne pas avoir à gérer les souscriptions/rachats. La cotation offre donc la possibilité de mettre en œuvre des stratégies peu liquides sans se couper des investisseurs potentiels. Les mouvements d'espèces liés aux souscriptions et rachats ne viennent pas modifier sa stratégie et ne l'obligent pas à potentiellement avoir à liquider ses positions en cas de mauvaises conditions de marché (*fire sell*). La question des *miss match* entre actif et passif de ses fonds n'existe plus et les choix d'investissements par le gérant peuvent s'étendre à des produits dont la liquidité est faible ou imposant des périodes de *lock up*. Les fonds alternatifs cotés sont souvent le « chaînon manquant » entre la gestion alternative et le private equity.

La cotation (tout comme le simple listing d'ailleurs) offre également une meilleure visibilité des fonds et permet vraisemblablement de répondre aux besoins d'investisseurs souhaitant placer une partie de leurs actifs dans des stratégies de plus long terme, moins liquides, mais dont les règles de placement imposent d'investir dans des produits cotés. Enfin, l'ouverture auprès des institutionnels, que permet la cotation, incite de nombreux analystes financiers à diffuser des études sur les fonds comme pour n'importe quelle autre société cotée. La transparence des fonds cotés, normalement apanage des fonds régulés, n'en est qu'améliorée.

3- ...mais des inconvénients à prendre en compte.

La cotation apporte-t-elle alors une solution globale à la fois aux investisseurs et aux gérants ? Si les points précédents permettent d'esquisser une telle réponse, il convient de ne pas perdre de vue certains mécanismes inhérents à la cotation qui peuvent en réduire l'intérêt.

Si l'intérêt d'un marché secondaire des fonds fermés réside principalement dans la liquidité qu'il peut offrir aux investisseurs, et en particulier aux institutionnels dont les investissements sont encadrés par des règles strictes, la cotation n'exclut pas une gestion active soumise à des contraintes. La valeur des parts est tout d'abord sous tendue par la valeur du portefeuille et donc par la qualité de la gestion et la maîtrise des risques associés. Les fonds ont généralement leur propre structure de gouvernance composée notamment d'un Conseil d'administration incluant des membres indépendants. Ce Conseil doit surveiller la prestation du gérant et peut être amené à le sanctionner en cas d'insuffisance.

Par ailleurs, pour les gérants de fonds de fonds alternatifs, la question d'une nouvelle concurrence se pose. Après le débat sur l'éligibilité des indices de Hedge Funds aux fonds UCITS III qui portait en grande partie sur la représentativité de ces mêmes indices, la cotation de Hedge Funds fermés ne manquera sans doute pas de lancer un nouveau débat sur des indices financiers représentatifs de ce marché. Il conviendra de veiller à conserver un « level playing field » entre des fonds répliquant des indices de fonds fermés cotés et des fonds de fonds alternatifs, les différences entre les deux types de produits devenant non significatives. Enfin, si les conditions d'accès pour les institutionnels sont plus favorables aux fonds alternatifs fermés cotés, il devient évident que les fonds ouverts alternatifs (ARIA et fonds de fonds alternatifs) doivent eux aussi bénéficier des mêmes avantages (visibilité, éligibilité...) en matière de commercialisation.

De plus, et c'est sans doute le problème majeur que pose la cotation des fonds fermés, problème encore plus saillant pour la gestion française qui se développe autour de « boutiques » innovantes, il convient de veiller à ce que les sociétés de gestion puissent avoir, pour leurs fonds, un accès facile à la cotation.

En effet, les coûts inhérents à la cotation d'un fonds ne peuvent a priori être supportés que par des sociétés de gestion déjà bien établies et ayant un important *track record*. Tout comme il

n'est pas réaliste de coter une société commerciale dès sa création, il n'est pas réaliste qu'une jeune société de gestion puisse immédiatement coter son premier fonds. Que se passera-t-il alors pour ses sociétés si, pour pouvoir accéder aux investisseurs institutionnels notamment, la cotation devient la règle, avantageant ainsi les fonds cotés ?

Enfin, les montants levés dans le cadre d'une introduction en bourse sont beaucoup trop importants pour s'investir dans des boutiques ne présentant que quelques mois de « track record ». La question cruciale du capital d'amorçage ou « seed money » pour les « gazelles de la finance » ne sera sûrement pas résolue via la cotation des fonds.

La cotation est donc un sujet particulièrement délicat pour notre métier. Elle concerne la compétitivité de la place de Paris qui se doit de pouvoir offrir – en particulier aux acteurs étrangers - les mêmes services de cotation que les bourses de Londres ou d'Amsterdam, sans pour autant obérer le développement des fonds régulés, et en particulier des fonds de fonds alternatifs régulés qui œuvrent dans un cadre particulièrement exigeant de sécurité et de transparence, ni décourager l'innovation et la création de nouvelles sociétés de gestion.

Le développement de règles nouvelles facilitant la cotation de fonds fermés ne doit pas se faire sans, simultanément, l'adaptation des règles de commercialisation et d'investissement par les institutionnels notamment des fonds de fonds alternatifs.

L'enjeu est important. Il concerne de nombreux acteurs et régulateurs avec des motivations très diverses. Les solutions qui seront proposées doivent favoriser le développement de la place de Paris, sa capacité d'innovation, son attrait pour les entrepreneurs, tout en maintenant le cadre sécurisé tant apprécié des investisseurs.

Bertrand Gibeau