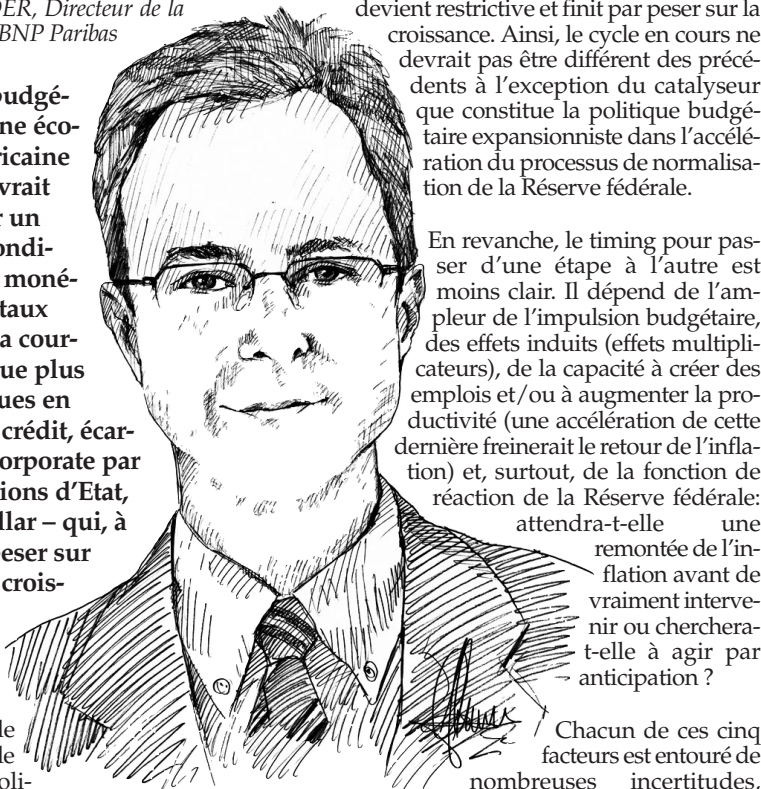


## Changements d'étapes

Par William DE VIJLDER, Directeur de la Recherche Economique, BNP Paribas

**Une relance budgétaire dans une économie américaine au plein emploi devrait finir par provoquer un resserrement des conditions financières et monétaires – hausse des taux d'intérêt sur toute la courbe des taux, politique plus prudente des banques en matière d'octroi de crédit, écartement du spread corporate par rapport aux obligations d'Etat, appréciation du dollar – qui, à son tour, pourrait peser sur les perspectives de croissance et l'appétit pour le risque des investisseurs.**

La trajectoire semble donc bien dessinée. Elle est le reflet d'une politique monétaire qui progressivement



devient restrictive et finit par peser sur la croissance. Ainsi, le cycle en cours ne devrait pas être différent des précédents à l'exception du catalyseur que constitue la politique budgétaire expansionniste dans l'accélération du processus de normalisation de la Réserve fédérale.

En revanche, le timing pour passer d'une étape à l'autre est moins clair. Il dépend de l'ampleur de l'impulsion budgétaire, des effets induits (effets multiplicateurs), de la capacité à créer des emplois et/ou à augmenter la productivité (une accélération de cette dernière freinerait le retour de l'inflation) et, surtout, de la fonction de réaction de la Réserve fédérale: attendra-t-elle une remontée de l'inflation avant de vraiment intervenir ou cherchera-t-elle à agir par anticipation ?

Chacun de ces cinq facteurs est entouré de nombreuses incertitudes, auxquelles se greffent celles liées

aux réactions dans le reste du monde. La croissance plus soutenue aux USA et la hausse du dollar constitueront une aubaine pour certains partenaires commerciaux comme la zone euro ou le Japon.

En revanche, pour les marchés émergents le résultat paraît ambigu : certes, les importations américaines auront un effet d'entraînement, mais la hausse des taux américains risque de mettre sous pression à un moment donné la dette émergente, tandis qu'un renchérissement du dollar serait mal venu pour des entreprises émergentes endettées en dollars (ce fut déjà un facteur de préoccupation en 2015).

De surcroît, la question de l'impact d'un dollar fort sur les matières premières se pose. La corrélation qui traditionnellement est négative – un dollar fort impacte négativement les pays exportateurs – a récemment changé de signe mais il reste à voir si ce changement durera.

La multitude de canaux de transmission, les interdépendances et les incertitudes qui les entourent devraient avoir pour conséquence une baisse de la confiance des investisseurs financiers dans leurs prévisions macro- et microéconomiques, et donc une sensibilité accrue aux nouvelles économiques ou (géo)politiques (citons à ce propos la politique de Donald Trump en matière de commerce

international). Autrement dit, nous sommes entrés dans une ère d'incertitudes structurellement plus élevées concernant à la fois la politique qui sera menée et les effets sur l'économie des décisions prises.

Face à ce constat, le comportement de la bourse depuis la victoire de Donald Trump a été marqué par une volatilité réduite. Les investisseurs ont préféré se focaliser sur les meilleures perspectives de croissance des bénéfices, tandis que l'enthousiasme pour les baisses d'impôts, notamment pour les sociétés, a augmenté leur appétit pour le risque et donc fait baisser la prime de risque exigée.

Ainsi, la remontée des taux longs, qui reflète des prévisions de croissance revues à la hausse, n'a pas tellement freiné l'élan boursier. Sur la base de ce qui précède, le rapport de force entre ces trois facteurs qui déterminent le comportement boursier (croissance, taux, appétit pour le risque) devrait évoluer et créer un environnement particulièrement riche en challenges.

En 2017, il faudra suivre les annonces d'allègements d'impôts et d'autres mesures budgétaires tandis qu'en 2018, c'est plutôt la Réserve fédérale qui retiendra l'attention : si nous tablons sur deux resserrements en 2017, nous anticipons aussi quatre relèvements en 2018. De quoi faire monter la tension.

## La Sicav 'Rent-A-Compartment'

Arnaud BOUTEILLER (cf. photo), Membre du Comité Exécutif et responsable de la société de gestion pour fonds de tiers Casa4Funds et Maxime CAUSIN, Client & Project Manager chez Casa4Funds décrivent ce rôle d'incubateur de fonds d'investissements pour des initiateurs au Luxembourg

**Offrant déjà les services de deux structures 'Rent-A-Compartment' pour des UCITS, Casa4Funds s'apprête à lancer sa troisième structure dédiée, celle-ci, aux fonds alternatifs sous AIFMD. Intéressés par le succès de ces plateformes dans lesquelles différents initiateurs peuvent lancer leur propre compartiment, nous avons souhaité analyser les particularités de ce type de structures et les aspects qui expliquent leur attrait pour de nombreux gestionnaires de fonds.**

«La demande pour de telles structures», explique Arnaud Bouteiller, «provient d'initiateurs qui ont un projet de lancement de fonds avec une taille initiale plus modeste ou ne souhaitant pas supporter une structure complète». Ces initiateurs n'ont pas les ressources et la taille critique pour se lancer seuls dans une création de fonds d'investissement.

«La structure Rent-A-Compartment présente de nombreux avantages pour ces promoteurs», décrit Arnaud Bouteiller. «D'abord, il s'agit de lancer un compartiment 'plug-and-play', où toute la structure est déjà en place, la gouvernance, les prestataires de services tel que l'administration centrale et l'agent de transfert ou encore la banque dépositaire. Il n'y a donc pas de projet de création à supporter, financièrement, juridiquement et opérationnellement. Ensuite, le délai de mise en œuvre est sensiblement plus court : en effet, la structure elle-même et la gouvernance associée ont déjà été validées par la CSSF, lors de la création du premier compartiment de la structure. Enfin, l'initiateur qui est le plus souvent lui-même un gestionnaire d'actifs, peut se concentrer sur son cœur de métier : il n'a pas besoin de s'investir dans le projet de création de la structure, ni de siéger au conseil d'administration de la SICAV».

### Les avantages sans les inconvénients d'une nouvelle SICAV

Ainsi, la structure Rent-A-Compartment protège les promoteurs contre les aspects plus fastidieux de la création d'une SICAV, tout en soutenant les perspectives de développement ! Créée initialement pour des initiateurs de moyenne taille, la structure a su, grâce à ses nombreux avantages, séduire aussi de plus gros initiateurs qui possèdent leur propre réseau de distribution. En effet, le coût moindre, et le 'time-to-market' divisé parfois par deux ne peuvent qu'attirer ces initiateurs, dès lors qu'ils n'ont pas d'exigence forte en terme de nom de structure et de présence au Conseil d'Administration de la SICAV.

L'avantage au niveau des coûts est indéniable : les frais d'audit, de domiciliation et d'enregistrement auprès de la CSSF sont mutualisés entre les compartiments. Il n'y a pas non plus à entreprendre de recherche des prestataires et d'appels d'offre. Cette structure de coûts permet de démarrer avec des actifs initiaux moins importants. L'avantage par rapport à un montage standard de SICAV est évident en terme de délais de création et d'enregistre-



ment du compartiment. «Par la suite, lorsque le compartiment se développe», remarque Arnaud Bouteiller, «et dans le cas où l'initiateur souhaite mettre en avant sa propre image de marque, choisir le nom de sa SICAV, il a alors la possibilité de transformer ce compartiment en une SICAV dédiée. Par exemple, à partir de nos SICAVs Rent-A-Compartment, nous avons aidé trois de nos clients à effectuer cette transformation. Ils ont lancé, dans un second temps, une SICAV dédiée et transféré le compartiment dans cette structure. Ils ont, lors de cette migration, conservé les prestataires existants, et en particulier la société de gestion, dont ils appréciaient les services et la gouvernance. Par le biais de cette transformation, ils ont alors pu développer leur propre marque de fonds avec un 'track record' existant, ce qui n'était pas un objectif prioritaire au moment de la naissance du projet.»

### Un «incubateur» de SICAV

En effet, ces transferts de compartiments sont facilités par la réglementation : aussi bien UCITS qu'AIFMD permettent ce type de migration.

Maxime Causin, décrit deux exemples de telles transformations, pour lesquelles les initiateurs ont souhaité mettre en avant leur propre label de SICAV : «Dans le premier cas, le compartiment atteignait quarante millions d'Euros d'actifs. Le client, dont le cœur de métier était à la fois concentré sur la gestion des actifs et la distribution, a créé sa propre SICAV, tout en conservant les prestataires existants, dont Casa4Funds comme société de gestion. Dans le second cas, le client a souhaité sortir de la SICAV Rent-A-Compartment, lors de sa fusion avec un autre gestionnaire d'actifs. Tous deux ont créé une SICAV qui, incorporant le compartiment de notre client, a compté trois, puis quatre compartiments distincts. Ainsi, notre client est passé d'un compartiment à vingt-cinq millions d'Euros à une SICAV de plus de deux cents millions d'Euros. Pour de tels clients, la structure Rent-A-Compartment

s'est révélé être un parfait incubateur !» D'autres compartiments, malgré un développement important en terme d'actifs gérés, font le choix de demeurer au sein de la structure Rent-A-Compartment. Maxime Causin cite l'exemple d'un fonds de pension «n'ayant pas un besoin particulier en terme de dénomination, le compartiment au sein de la structure lui convient parfaitement. En particulier, le client apprécie l'efficacité et le gain de temps dans le lancement de son compartiment : celui-ci avait été lancé, au sein de la structure, en sept semaines, ce qui représentait un gain de temps très important par rapport à un lancement traditionnel!»

### Une gouvernance en place et qui rassure

Qu'en est-il en terme de gouvernance et de réputation ? Arnaud Bouteiller précise qu'«au sein de la structure, chaque compartiment est une entité ségréguée, chacune indépendante des autres en termes comptable et de portefeuille. Dès lors, et bien que les partenaires ou fournisseurs de services et les organes de gouvernance soient partagés, un client n'a pas à craindre une quelconque «contamination» par d'éventuelles erreurs ou problèmes liés à des autres compartiments.»

Dans la pratique, on assiste même à une gouvernance accrue, puisque le compartiment bénéficie dès le départ d'une supervision bien en place. «Cela rassure grandement les contreparties du fonds», apprécie Arnaud Bouteiller. «Prenez l'exemple d'un gestionnaire d'actif, qui expose sa gouvernance à des investisseurs institutionnels : Alors qu'une structure naissante peut susciter des interrogations, présenter d'entrée de jeu une gouvernance solide rassure. La due diligence se déroule donc de manière beaucoup plus fluide.» «C'est aussi le cas pour l'entrée en relation avec d'autres prestataires, comme de gros distributeurs locaux en particulier», ajoute Maxime Causin.

«Avec une relation contractuelle déjà en place au niveau de la SICAV, il sera beaucoup plus facile d'entreprendre la distribution pour ce compartiment». Il est certain que lors de l'introduction d'un nouveau projet auprès des prestataires, des investisseurs institutionnels et de la CSSF, disposer d'une structure et d'une société de gestion déjà bien établies facilite l'entrée en contact.

«Notons aussi qu'au travers d'une société de Gestion comme Casa4Funds, le gestionnaire d'actifs bénéficie des relations déjà en place avec de nombreux distributeurs», précise Arnaud Bouteiller. «Notre société de gestion gère déjà des centaines de contrats de distribution existants dans de nombreux pays. Un nouveau client de la structure est présenté simplement comme le rajout d'un nouveau compartiment à un distributeur. Il n'y a pas de nouvelle entrée en relation. Pour moi, c'est l'avantage le plus significatif d'une plateforme Rent-A-Compartment pour le succès rapide d'une nouvelle stratégie !»

### Une troisième structure sous AIFMD

Casa4Funds offre déjà deux plateformes UCITS «Rent-A-Compartment». Une troisième est en cours de lancement, qui sera une plateforme SIF AIF. «Cette plateforme de fonds d'investissements alternatifs sera lancée durant le premier semestre 2017», annonce Arnaud Bouteiller. «Le premier compartiment est un fonds de fonds alternatifs. Il s'agit d'un de nos clients existants, à qui nous avons proposé d'investir en commun pour créer la nou-

velle structure AIF. Ainsi, le client ne prend à sa charge que le coût correspondant à son compartiment SIF. L'avantage financier est important : le coût associé à la création de ce compartiment est inférieur à la moitié de celui de la mise en place d'une structure AIF autonome. Du côté de Casa4Funds, nous nous réjouissons de ce lancement, d'autant plus que d'autres créations de compartiments sont en cours de discussion avec d'autres clients potentiels. Cette approche est gagnant-gagnant !»

En effet, cette nouvelle structure AIF est parfaite, pour accueillir des fonds de promoteurs issus du monde dérégulé 'off-shore', qui souhaitent évaluer les avantages du Luxembourg, sans entreprendre un investissement substantiel. «Nous nous apercevons que, sans une telle structure pour les accueillir, certains initiateurs qui souhaitaient lancer un compartiment au Luxembourg pour tester le succès de cette initiative, auraient dû renoncer à leur projet», souligne Maxime Causin.

«Les 'Rent-A-Compartment' permettent d'offrir l'accès aux UCITS et aux AIFs, à un type d'initiateurs qui, sinon, n'auraient potentiellement pas pris l'initiative de lancer leur projet par eux-mêmes. C'est une sorte de tremplin. Les initiateurs qui nous ont fait confiance ont eu la preuve que cela fonctionne et que le lancement d'une SICAV régulée n'est pas un exercice compliqué, dans la mesure où l'accompagnement est efficace. Nous créons ainsi de nouvelles opportunités pour lancer des SICAV Luxembourgeoises.»

### En plein essor entre mutualisation et personnalisation

Pour Casa4Funds, cette activité de structure 'Rent-A-Compartment' représente une part significative de son activité. «Il s'agit d'un de nos facteurs clé de différenciation. Certaines sociétés de gestion ne visant que de gros initiateurs pourraient faire le choix de ne pas proposer ce type d'offre à leurs clients.» déclare Arnaud Bouteiller. Bien que la structure soit mutualisée, les clients conservent un certain niveau de personnalisation du service. En particulier, si Casa4Funds dispose de deux structures 'Rent-A-Compartment' distinctes pour les fonds UCITS, c'est pour offrir les services de prestataires différents dans chacune de ces structures.

«En fonction de l'origine géographique de l'initiateur et de ses souhaits en matière de services ou d'enregistrement et de pays de distribution, le client choisira l'une ou l'autre structure», explique Maxime Causin, «un initiateur pourra préférer notre structure utilisant les services d'ING et d'APEX, alors qu'un autre pourra sélectionner celle qui s'appuie sur le dépositaire Banque De Luxembourg et l'Administration Centrale EFA.»

Combinant une structure de coût maîtrisée et un calendrier de mise en place fonctionnelle, technique et réglementaire prévisible, les structures 'Rent-A-Compartment' apparaissent comme le véhicule idéal pour un développement sécurisé des fonds d'investissements pour de nombreux initiateurs. Elles répondent à la fois aux contraintes de gouvernance accrue et de pression du marché sur les prix. Bien à l'écart des grosses maisons de fonds d'investissements, elles sont sans aucun doute un vecteur de développement des stratégies innovantes d'investissements, agissant comme un incubateur de fonds d'investissements, régulés aussi bien sous UCITS qu'AIFMD.