



HAL
open science

L'impact des évènements macroéconomiques sur la liquidité des fonds d'investissement

Jean-Baptiste Francou

► **To cite this version:**

Jean-Baptiste Francou. L'impact des évènements macroéconomiques sur la liquidité des fonds d'investissement. Gestion et management. 2022. dumas-03935622

HAL Id: dumas-03935622

<https://dumas.ccsd.cnrs.fr/dumas-03935622>

Submitted on 12 Jan 2023

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.



Distributed under a Creative Commons Attribution - NonCommercial - NoDerivatives 4.0 International License

Mémoire de de recherche

L'impact des événements macroéconomiques sur la liquidité des fonds d'investissement.

Présenté par : FRANCOU Jean-Baptiste

**Entreprise d'accueil :
Luxcellence Management Company
2 Rue Jean l'aveugle 1448 Luxembourg**

Date de stage : du 15/01/22 au 14/07/22

**Tuteur entreprise : HEURTEBOUST Isabelle
Tuteur universitaire : SANFILIPPO Gilles**

**Master 2
Finance d'Entreprise et Gestion des Risques
2021 – 2022**

 **LUXCELLENCE**

Mémoire de recherche

L'impact des événements macroéconomiques sur la liquidité des fonds d'investissement.



Présenté par : FRANCOU Jean-Baptiste

**Entreprise d'accueil :
Luxcellence Management Company
2 Rue Jean l'aveugle 1448 Luxembourg**

Date de stage : du 15/01/22 au 14/07/22

**Tuteur entreprise : HEURTEBOUST Isabelle
Tuteur universitaire : SANFILIPPO Gilles**

**Master 2
Finance d'Entreprise et Gestion des Risques
2021 - 2022**

Avertissement :

Grenoble IAE, au sein de l'Université Grenoble Alpes, n'entend donner aucune approbation ni improbation aux opinions émises dans les mémoires des candidats aux masters en alternance : ces opinions doivent être considérées comme propres à leur auteur.

Tenant compte de la confidentialité des informations ayant trait à telle ou telle entreprise, une éventuelle diffusion relève de la seule responsabilité de l'auteur et ne peut être faite sans son accord.

RÉSUMÉ

L'invasion de l'Ukraine par la Russie a provoqué un conflit militaire sans précédent en Europe au 21^{ème} siècle. Ce conflit avant tout militaire s'est étendu progressivement à l'économie internationale et aux marchés financiers par le biais des séries de sanctions économiques apportées par l'Occident à l'encontre de la Russie. Les vagues successives de sanctions ont atteint les cotes de l'ensemble des marchés financiers internationaux, paralysant complètement les produits financiers d'origine russes. Dès lors, les problématiques de la liquidité des produits financiers russes et de l'ensemble des véhicules d'investissement spécialisés sur ce pays émergent sont apparues comme préoccupantes.

L'objectif de ce travail de recherche est de démontrer dans quelles circonstances, un évènement macroéconomique parvient-il à influencer plus ou moins significativement l'économie et plus spécifiquement le risque de liquidité des marchés financiers et des fonds d'investissement.

Après avoir cerné le concept et les réels enjeux de la liquidité des fonds d'investissement nous démontrerons en quoi ce conflit aux premiers abords militaire, a provoqué un semblant de crise de liquidité sur certains produits financiers. Au-delà de démontrer ce lien de causalité, nous montrerons également comment les fonds d'investissement tentent de lutter contre ce risque majeur qui perturbe l'ensemble de la communauté internationale.

SUMMARY

Russia's invasion of Ukraine has led to an unprecedented military conflict in Europe in the 21st century. This primarily military conflict has gradually spread to the international economy and financial markets through the series of economic sanctions brought by the West against Russia. The successive waves of sanctions reached the shores of all international financial markets, completely paralyzing financial products of Russian origin. As a result, the liquidity of Russian financial products and of all investment vehicles specialized in this emerging country became a matter of concern.

The objective of this research is to demonstrate under which circumstances a macroeconomic event can have a significant influence on the economy and more specifically on the liquidity risk of financial markets and investment funds.

After defining the concept and the real stakes of the liquidity of investment funds, we will demonstrate how this conflict, at first sight military, provoked a semblance of liquidity crisis on certain financial products. Beyond demonstrating this causal link, we will also show how investment funds are trying to fight against this major risk that is disturbing the whole international community.

MOTS CLÉS : Fonds d'investissement, liquidité, crise Ukraine-Russie, UCITS, Bid-Ask spread

REMERCIEMENTS

Je souhaite tout d'abord remercier CACEIS Luxembourg Branch pour l'accueil et le suivi durant ma période de stage et plus spécifiquement Monsieur Cabanetos et monsieur Pira, Conducting Officers de management company Luxcellence, où j'ai travaillé pendant six mois.

Au sein de Luxcellence, je tenais à remercier l'ensemble des collaborateurs et particulièrement les collaborateurs de l'équipe support dans laquelle j'ai évolué. Au sein-même de cette équipe, je souhaite remercier particulièrement Madame Heurteboust, ma tutrice et manager, pour la confiance qu'elle a su m'apporter pendant et à l'issue du stage par la transformation de cette expérience académique, en véritable première expérience post-étude.

Je veux également remercier l'ensemble des assistants managers de mon équipe, Monsieur Denis Jonathan, Mesdames Pissard Anna, Beau Nadine et Nkaba Jacinthe, pour leur accueil et l'ensemble des apprentissages qu'ils ont sus me transmettre tout au long du stage et dont je saurais me souvenir.

Je souhaitais également remercier Monsieur Bros Leo, avec qui j'ai pu travailler quotidiennement, pour l'ensemble des conseils et connaissances transmis à mon égard.

Je tiens à remercier Monsieur Sanfilippo Gilles, mon tuteur enseignant, pour les conseils qu'il m'a apportés dans la rédaction de mon mémoire et pour sa réactivité. Pour terminer je voudrais remercier Grenoble IAE pour l'opportunité qu'elle offre à ses étudiants de pouvoir réaliser une dernière expérience professionnelle en fin de Master 2.

SOMMAIRE

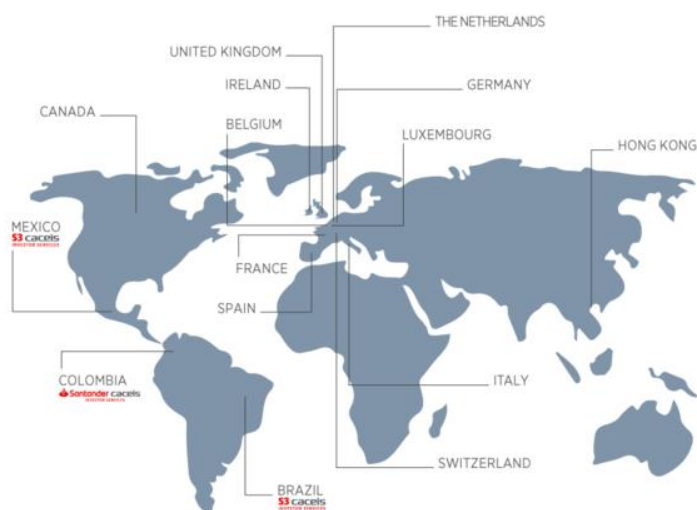
AVANT-PROPOS	7
INTRODUCTION.....	9
PARTIE 1 : - CARACTERISATION DU CONCEPT DE LIQUIDITE.....	11
I. – DEFINITIONS DU SUJET.....	12
A. La liquidité des marchés financiers	12
B. La liquidité des fonds d’investissement.....	15
II. – LE MILLE-FEUILLES REGLEMENTAIRE	17
A. UCITS III, les prémices de la gestion des risques des fonds d’investissement	17
B. UCITS IV : le renforcement de la gestion des risques post-crise financière	19
C. Le Luxembourg, une destination à la réglementation avant-gardiste.....	21
III – ANALYSE CONCRETE DES INDICATEURS DE LIQUIDITE DES FONDS D’INVESTISSEMENT	23
A. La liquidité des produits financiers : la fourchette Bid-Ask Spread et ses compléments	23
B. Le Liquidity Coverage Ratio.....	25
PARTIE 2 – L’INFLUENCE D’EVENEMENTS MACROECONOMIQUES SUR LA LIQUIDITE DES FONDS D’INVESTISSEMENT	28
I – CRISE UKRAINE-RUSSIE, UNE MENACE POUR LA LIQUIDITE DES MARCHES FINANCIERS	29
A. Les impacts économiques et financiers d’un conflit militaire	29
B. La vague d’illiquidité qui menace les fonds d’investissement exposés : le cas de H2O Asset Management	34
II – OUTILS ET STRATEGIES DE LUTTE CONTRE LE RISQUE DE LIQUIDITE DES FONDS D’INVESTISSEMENT	38
A. Mécanismes inhérents au principe de rachats souscriptions des fonds d’investissement	38
B. Analyse concrète de la présence des barrages à l’illiquidité appliquée au fonds H2O	42
CONCLUSION.....	46

AVANT-PROPOS

CACEIS est une filiale du groupe Crédit Agricole fondée en 2005. Issue d'un rapprochement entre le Crédit Agricole et la Caisse d'Épargne et spécialisée dans la prestation de services financiers aux investisseurs institutionnels. Aujourd'hui CACEIS est une filiale de Crédit Agricole, suite au rachat de la participation de la Caisse d'Épargne, et également filiale de Santander.

L'établissement bancaire est implanté à l'international avec une présence dominante en Europe et Amérique du Sud.

Carte de la présence de CACEIS à l'international¹



CACEIS propose ainsi une multitude de services à ces clients institutionnels :

- Banque dépositaire
- Administration et distribution des fonds
- Solutions Middle-Office
- Conservation d'actifs

Au 31/12/2021, CACEIS dispose de 4 581 milliards d'euros d'actifs en conservation et 2 405 milliards d'euros d'actifs sous administration, ce qui en fait un leader mondial de l'asset servicing.

Luxcellence Management Company est la management company de CACEIS. La société de gestion d'OPCVM et AIF est subdivisée en trois services.

¹ Figure 3 - Tableau des figures p.49

Le premier service est un service de management company offrant aux fonds d'investissement des solutions de gouvernance, de conformité et de gestion des risques. Le second service est dédié exclusivement au market risk et travaille en collaboration avec le premier service cité.

Enfin le dernier service a pour mission d'assurer un support à la gestion des risques de fonds d'investissement. L'objectif est d'offrir des prestations de services en matière de gestion des risques à des sociétés d'investissement autogérées ou des sociétés qui ont besoin d'assistance en matière de gestion des risques. C'est l'équipe que j'ai intégrée durant mon stage.

Durant ma période de stage, en tant que risks analyst au sein de l'équipe support, j'avais pour mission d'effectuer mensuellement ou trimestriellement, le reporting de l'ensemble des positions de risques de plusieurs fonds d'investissement européens. L'objectif étant d'établir des Executive Reports retraçant l'ensemble des risques incombant aux fonds d'investissement :

- Risque de marché
- Risque de contrepartie
- Risque de liquidité
- Restrictions d'investissement
- Risque opérationnel
- Risque de distribution

Ce stage m'a réellement permis de développer une vision complète et précise de l'univers de la gestion des risques des fonds d'investissement OPCVM ou AIF dans un contexte international.

A l'issue du stage, j'ai eu l'opportunité de signer mon premier contrat post étude dans le même service afin de poursuivre mon développement professionnel dans l'univers de la gestion des risques des fonds d'investissement.

Travaillant dans la gestion des risques, nous avons dû affiner notre gestion des risques dans le contexte 2022 que nous connaissons. Cette aptitude à faire évoluer nos processus d'analyse de gestion de risques en fonction du contexte international constitue les prémices de ce travail de réflexion et la justification du sujet choisi.

Ce travail de réflexion étant axé sur la finance de marché, des anglicismes seront utilisés conformément aux usages et pratiques de la finance internationale.

INTRODUCTION

Le terme de liquidité en finance peut revêtir différentes formes. En 1995, HAMON J. professeur et directeur de thèse à l'université Paris Dauphine, déclare que cette notion présente de multiples facettes. D'autres auteurs, comme ZIADI L. (2001) vont encore plus loin en déclarant « qu'il est difficile de définir la liquidité de manière précise ».

En finance d'entreprise, selon le Vernimmen 2021, la liquidité « mesure la capacité d'une entreprise à faire face à ses engagements à court terme en utilisant ses disponibilités ou des actifs aisément ou rapidement cessibles ». En finance de marché, toujours selon le Vernimmen 2021, « un titre coté est liquide s'il est possible d'acquérir ou de céder sur le marché un nombre important d'actions sans influencer le cours de bourse ». Nous constatons donc que le concept de liquidité peut prendre différentes formes tout en gardant une certaine homogénéité dans son caractère intrinsèque : la capacité à céder rapidement un bien dans le but de dégager des fonds. Plus spécifiquement, il existe une multitude de définition de la liquidité, appliquée aux fonds d'investissement, aux financements, ou aux banques. Cependant une nouvelle fois, ce panel de définitions trouve son point de convergence au niveau de cette aptitude à dégager des fonds pour faire face à des obligations. Et cette dernière est rendue possible, bien souvent par l'utilisation des marchés financiers.

En effet, les marchés financiers sont un point déterminant de la notion générale de liquidité. Comme énoncé précédemment, liquidité évoque le terme de vente et fait ainsi référence aux notions économiques de l'offre et de la demande. Prenons l'exemple de la crise des Subprimes en 2008. Après la titrisation de prêts immobiliers, et lorsque les investisseurs se sont rendus compte que ces produits financiers étaient de très mauvaise qualité, la grande majorité des détenteurs de ce type de produit a souhaité vendre. L'offre a ainsi explosé tandis que la demande s'est drastiquement contractée. Les vendeurs n'ont donc pas trouvé d'acheteur. En reprenant la définition de la liquidité, l'incapacité de vendre un produit financier sur les marchés financiers, ne permet donc pas de dégager des liquidités dans le but de répondre à des obligations financières. En parallèle ne connaissant pas l'exposition des banques à ce type de produits, les institutions financières elles-mêmes, ont renoncé à orchestrer des crédits court terme sur le marché interbancaire, dans la peur de ne pouvoir être remboursées. Ce phénomène en cascade découlant d'une crise de liquidité aura donc entraîné les conséquences internationales et économiques que nous connaissons tous aujourd'hui. De part cet exemple concret, nous remarquons que sur les marchés financiers, si l'offre est totalement déconnectée de la demande, la liquidité n'est plus assurée et dans des proportions exceptionnelles, cet écart peut provoquer une crise de liquidité voire une crise financière et économique.

Il est ainsi indéniable que crise financière et crise de liquidité sont intimement liées. A l'instar de toutes crises financières, il serait intéressant d'analyser l'influence des événements macroéconomiques sur le concept de liquidité.

Dans l'objectif d'effectuer un travail de qualité, tout au long de ce mémoire nous nous intéresserons à la liquidité appliquée aux fonds d'investissement. Dans ce type de véhicule d'investissement, le risque de liquidité prend tout son sens. Il se subdivise en deux aspects pour le gérant de fonds et constitue dès lors, un des risques les plus importants.

Dans une première partie, nous nous efforcerons de définir avec précision ce concept, tout en démontrant son importance capitale au sein des fonds d'investissement. Puis dans une seconde partie, nous nous intéresserons à l'impact des événements macroéconomiques sur la liquidité des fonds d'investissement.

Afin d'être le plus pertinent possible, nous nous focaliserons sur un seul événement macroéconomique très récent : le conflit Ukraine-Russie. Dans cette même optique, nous analyserons avec précision un fonds de la management company H2O Asset Management, relativement impactée par ce conflit notamment à cause de son exposition aux produits financiers russes.

PARTIE 1 :

-

CARACTERISATION DU CONCEPT DE LIQUIDITE

Comme nous l'avons brièvement présenté précédemment, la liquidité est un concept général en finance, susceptible d'avoir plusieurs définitions spécifiques selon son association à d'autres termes financiers (finance d'entreprise/finance de marché). Néanmoins de par le calibrage de notre sujet sur les fonds d'investissement, nous nous concentrerons principalement sur la liquidité des marchés financiers et sur la liquidité appliquée aux fonds d'investissement qui revêt des caractéristiques particulièrement intéressantes. Dans cette première partie, nous tenterons d'apporter des définitions précises à ces deux concepts. Nous analyserons également l'intervention du législateur, dont le rôle se veut déterminant. Puis, nous montrerons comment la liquidité est évaluée concrètement au sein des fonds d'investissement.

I. DEFINITIONS DU SUJET

A. LA LIQUIDITE DES MARCHES FINANCIERS

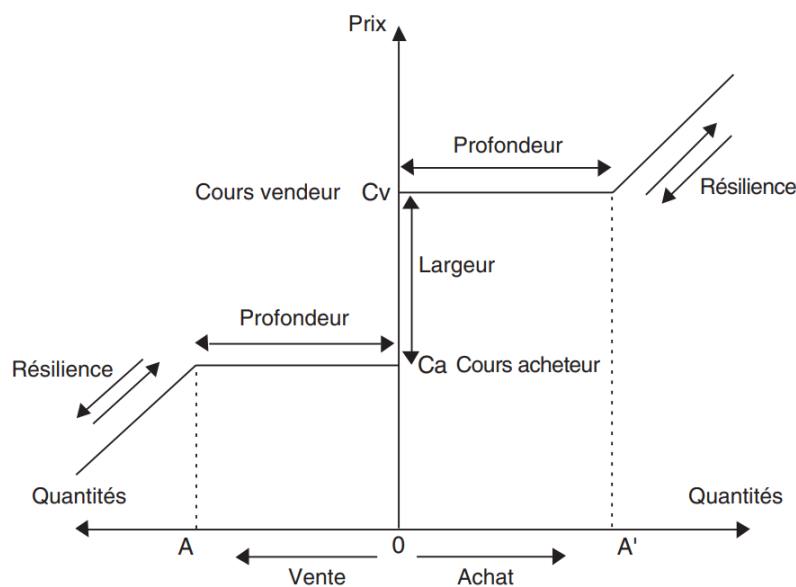
La littérature académique s'avère être très riche sur le concept de liquidité des marchés financiers. Selon les travaux de BLACK (1971) et KYLE (1984) repris dans la revue d'économie financière (2012) par Fabrice Riva, « le marché d'un titre est réputé liquide s'il est possible de réaliser à tout moment des transactions portant sur un nombre important de titres sans préjudice au niveau du prix d'échange et si toute déviation du prix occasionnée par un choc de volume non informatif est rapidement corrigée ». Cette définition s'avère être pertinente et précise puisqu'elle regroupe les 3 piliers fondamentaux de la liquidité :

- **Temps** : la notion de temps est couverte dans la liquidité par un caractère d'immédiateté. L'offre doit rencontrer la demande à n'importe quel moment afin de satisfaire les volontés des investisseurs.
- **Profondeur** : correspond au volume des échanges. Plus le volume échangé sur les marchés est important, plus l'offre et la demande sont susceptibles de se rencontrer, aboutissant ainsi à l'organisation des transactions. Ce principe est donc en mesure de renforcer le caractère précédent de temporalité immédiate.
- **Résilience** : en cas d'écart significatif entre les prix de l'offre et la demande, la rapidité de corrections des prix à leur juste valeur caractérise la résilience. Une nouvelle fois, ce pilier renvoie à la notion de temporalité.

Après avoir analysé ces trois caractéristiques, il est évident que ces dernières sont toutes liées entre-elles. De plus, chacune dans son environnement fait référence à la temporalité et à la rapidité d'exécution. Cette dimension s'apparente donc comme la variable prépondérante dans l'analyse de la liquidité d'un actif.

En parallèle, ces trois piliers ont été schématisés par ENGLE et LANGE (2001), et repris dans la revue de la stabilité financière (Mai 2006) par la Banque de France.

Schématisation des trois piliers de la liquidité financière²



Sur ce graphique, nous pouvons voir de façon schématisée, de la profondeur et de la résilience précédemment évoquées. De plus nous pouvons également constater la présence d'un autre indicateur de la liquidité : la largeur.

La largeur représente la différence entre le Cv (le cours vendeur) et Ca (le cours acheteur) à un instant « t ». Finalement cet écart indique le prix maximal auquel un investisseur serait capable d'acheter son actif et le prix minimal auquel il pourrait le vendre. Vous l'aurez compris, une nouvelle fois, plus l'écart est faible, plus la demande est donc susceptible de rencontrer l'offre et donc plus la liquidité est forte. Dans ses travaux de 1971, BLACK fait également référence à cette notion de largeur en évoquant comme condition de liquidité : « le fait pour un investisseur de disposer d'un cours acheteur ou vendeur le plus faible possible ». Et nous verrons dans une partie ultérieure que cet écart est un outil particulièrement utilisé dans l'analyse de la liquidité des produits financiers qui présente cependant quelques défauts.

² Figure 4 - Tableau des figures p.49 ; Revue de la stabilité financière Mai 2006, Banque de France

Au-delà des grands aspects de la liquidité, il peut être intéressant d'analyser les composantes qui influenceraient ou non la liquidité d'un actif afin d'en apporter une conceptualisation toujours plus pertinente. La littérature s'est de fait, intéressée aux facteurs de liquidité. Comment expliquer que certains actifs financiers, pourtant cotés sur un même marché ne présentent pas le même degré de liquidité ?

Plusieurs chercheurs s'accordent sur le fait que les facteurs de liquidité des produits peuvent être classés en deux catégories : spécifiques et systématiques.

Les travaux de MINGUET A. (2003) caractérisent les facteurs spécifiques de la liquidité en reprenant d'une part la composante de la profondeur faisant référence aux volumes des transactions en valeur et en quantité d'un même actif. Il ajoute également deux autres spécificités inhérentes à l'entreprise, sa taille selon sa capitalisation boursière et le risque propre au titre. La capitalisation boursière est une composante relativement pertinente dans l'analyse de la liquidité puisqu'elle met en avant le nombre potentiel de titres échangeables sur le marché. Et de fait, plus le nombre est important plus l'offre est susceptible de rencontrer la demande, et ainsi renforcer la liquidité.

En parallèle, FOURNIER-EMONET (2004) a tenté de qualifier la notion de facteur systématique de liquidité. Selon lui « les facteurs systématiques consistent à supposer que lors d'un choc de liquidité tout le marché serait touché, le retournement serait général ». En outre de nombreux chercheurs ont effectué des recherches empiriques sur la question, sur des échantillons d'actions du marché américain ou australien par exemple. L'ensemble des résultats semblent converger vers l'existence de facteurs systématiques de liquidité inhérents au marché sur lequel les produits sont cotés. Et en s'intéressant aux facteurs susceptibles d'influencer la liquidité systématique d'un marché financier, il semble évident que les caractéristiques microéconomiques liées aux marchés financiers impactent la liquidité. CHORDIA (2000) s'intéresse à la structure organisationnelle des marchés financiers. Selon lui le coût de stockage des spécialistes d'un marché influence la liquidité à l'échelle du marché. Son analyse suppose que dans un marché régi par des ordres³ (par opposition à un marché régi par les prix), le coût de détention des actions sera plus faible et donc le facteur systématique ou commun de liquidité sera moins significatif.

MNARIE O. (2019) démontre également un ensemble de facteurs influençant la liquidité systématique des marchés financiers (volume sur le marché, jours fériés, croissance économique, volatilité du marché) qui regroupent à la fois des composantes microéconomiques et macroéconomiques.

Finalement c'est peut-être FOURNIER-EMONET qui définit le mieux la liquidité comme « l'addition d'une composante systématique et spécifique ».

³ Marché financier où il n'est pas obligatoire de transmettre un prix pour passer un ordre. La simple rencontre entre l'offre et la demande suffit à organiser un tel marché.

A travers cette première partie, nous constatons que la liquidité est une notion relativement complexe à définir et qui a été abondamment théorisée par la littérature.

Comme nous l'avons précédemment évoqué, la liquidité peut avoir un certain nombre de spécificités quand elle est assemblée avec une autre thématique.

B. LA LIQUIDITE DES FONDS D'INVESTISSEMENT

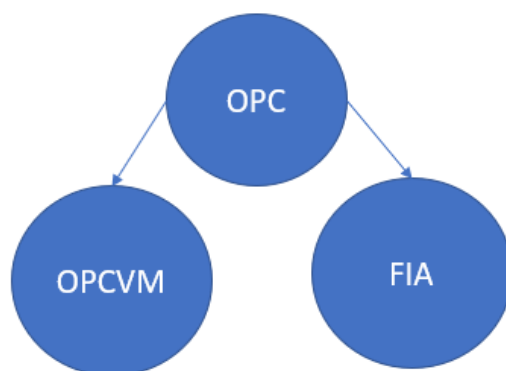
Avant de rentrer dans les spécificités de la liquidité des fonds d'investissement, au cœur même de notre sujet de réflexion, il paraît fondamental de définir les fonds d'investissement.

Les marchés financiers sont source de fantasmes divers. Souvent rattachés à la perspective de gains significatifs, ils peuvent cependant paraître relativement complexes dans leur utilisation pour bon nombre de boursicoteurs novices.

Et c'est à cet instant, portés par la célèbre maxime « l'union fait la force » que les fonds d'investissement apparaissent. Le principe est très simple : mutualiser des fonds via une sorte de collecte entre plusieurs investisseurs privés, afin qu'un professionnel de la finance puisse faire fructifier ces avoirs et octroyer un retour sur investissement aux investisseurs initiaux. Ce concept de mutualisation des fonds est fondamental dans la notion de fonds d'investissement car il permet aux particuliers de bénéficier d'un portefeuille boursier beaucoup plus vaste et diversifié et donc moins risqué que s'ils souhaitaient se constituer leur propre portefeuille. En parallèle, moyennant un certain pourcentage de frais, l'investisseur non professionnel bénéficie des connaissances et des compétences d'un professionnel avisé de la finance.

Dans une démarche de vouloir répondre toujours plus aux attentes des investisseurs, il existe différents types de fonds d'investissement. Par simplicité dans ce travail de réflexion, nous utiliserons le terme courant de fonds d'investissement. Cependant pour être tout à fait précis, cette notion utilisée fait référence aux OPC (Organismes de Placements Collectifs), où l'on retrouve cette caractéristique centrale de « collectif ». Nous pouvons subdiviser les OPC en deux grandes catégories :

Graphique synthétique des grandes catégories d'OPC⁴



La principale distinction entre un Organisme de Placements Collectifs en Valeurs Mobilières (OPCVM) et un Fonds d'Investissement Alternatif (FIA) demeure dans le type d'investissement. Si un OPCVM investit dans des actions et obligations traditionnelles, les FIA investissent dans des produits relativement plus exotiques comme de l'immobilier, le capital investissement ou l'art. Bien que les FIA semblent gagner du terrain sur le marché des OPC, les OPCVM sont les principaux types de fonds et nous nous focaliserons dessus tout au long de ce sujet. A titre d'exemple, à Luxembourg, selon les données de la CSSF⁵ les OPCVM représentent 5,9 trillions d'euros d'actifs sous gestion quand les FIA n'en représentent que 928 milliards.

Signe d'un attrait des investisseurs en croissance perpétuelle, en France, l'encours global des OPC est passé d'un équivalent de 500 milliards d'euros en 1997 à 2 000 milliards en 2017 soit une hausse de 400% en 20 ans. Si ces véhicules d'investissement ont tendance à avoir la cote grâce à des rendements affichés nettement supérieurs à ceux des comptes sur livrets traditionnels, il est important de souligner que les risques encourus sont bien plus conséquents.

Lié à la bourse, il est incontestable que ce type de placements est sujet à un risque de fluctuations des marchés financiers et donc de perte potentiellement illimitée. Néanmoins, gérées par des professionnels de la finance, ces pertes peuvent être limitées par des stratégies et mécanismes adéquats. Si la représentation du risque de marché est donc la plus répandue elle ne constitue pas à elle seule le principal risque des fonds d'investissement. En effet, le risque de liquidité, se subdivisant en deux niveaux intimement liés au sein des fonds, constitue ainsi le risque majeur pour l'investisseur.

⁴ Figure 5 - Tableau des figures p.49

⁵ Commission de Surveillance du Secteur Financier luxembourgeois

Dans un premier temps, du fait de l'essence même de sa composition (actions, obligations, ou autres produits cotés sur un marché) ce fonds est sujet au risque de liquidité des marchés financiers comme évoqué dans la partie antérieure. Le gérant doit donc être conscient, dans sa stratégie d'investissement, du degré de liquidité de ses actifs.

Mais la complexité de la liquidité des fonds prend son sens dans les caractéristiques propres de ces supports d'investissement. En effet, le fonctionnement des fonds d'investissement à capital ouvert⁶ (ou variable) permet à tout investisseurs de pouvoir intégrer ou sortir du fonds dans des délais très rapides (en moyenne 5 jours). Le gérant de fonds ne peut donc pas bloquer les fonds et doit ainsi être en mesure, à tout moment non seulement d'orchestrer des souscriptions mais également des rachats de parts pour les investisseurs souhaitant sortir du fonds. Le gérant doit donc disposer continuellement d'une trésorerie significative, ou doit être en mesure de dégager des liquidités dans un délai rapide. A cause de cette caractéristique propre aux fonds, le risque de liquidité est donc particulièrement accru. Car dans le cas de scénarii les plus difficiles, nous pourrions imaginer que plusieurs investisseurs importants, souhaitent sortir du fonds en même temps. Dans le cas où le fonds ne disposerait pas d'une trésorerie suffisante, il devrait liquider ses actifs. Si les actifs qu'ils possèdent sont alors peu liquides, il ne pourrait pas remplir ses obligations contractuelles. Et dans le pire des scénarii, la faillite du fonds peut paraître envisageable. De plus, la liquidation d'une partie des actifs les plus liquides du fonds serait susceptible d'influencer la position de risque général du fonds et donc d'accroître le risque pour les investisseurs restant dans ce dernier

Ainsi, appliquée aux fonds d'investissement, la liquidité est un risque particulièrement important et de ce fait, surveillée et massivement régie par des lois afin d'éviter toute difficulté du fonds dans le cadre des pires scénarii.

II – LE MILLE-FEUILLES REGLEMENTAIRE

A. UCITS III, LES PREMICES DE LA GESTION DES RISQUES DES FONDS D'INVESTISSEMENT

Les directives UCITS pour "Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities" soit la traduction littérale de OPCVM, constitue l'ensemble de lois qui régissent les OPCVM à l'échelle européenne. Il s'avère particulièrement intéressant d'analyser l'évolution des versions successives de ces textes de lois, de UCITS I en 1985, à UCITS V en 2014. En effet, l'analyse des évolutions de la loi nous démontre que toutes crises ou scandales financiers ont permis au législateur d'apprendre et de renforcer ainsi en conséquence la législation, afin d'éviter tout retour d'un tel évènement.

⁶ Fonds qui émet et rachète des parts à n'importe quel moment.

Tout d'abord, en 2002, la directive 2001/108/CE⁷ relative aux produits financiers de la loi UCITS III mentionna pour la première fois la notion de liquidité. Comme vous l'aurez sûrement constaté, bien qu'existantes, il n'est pas pertinent d'évoquer les versions antérieures à UCITS III, puisqu'elles ne font pas référence à la gestion des risques et à la liquidité des actifs.

UCITS III apporte ainsi pour la première fois la notion de liquidité en modifiant l'article premier de UCITS I : « dont l'objet exclusif est le placement collectif en valeurs mobilières et/ou dans d'autres **actifs financiers liquides** visés à l'article 19, paragraphe 1, des capitaux recueillis auprès du public et dont le fonctionnement est soumis au principe de la répartition des risques ». Auparavant, seules les actions et obligations présentaient la qualité d'éligibilité, requise pour tout investissement. Cette avancée est significative dans l'univers des fonds d'investissement car les investissements ne sont désormais plus uniquement restreints aux actions/obligations. Les produits dérivés complexes, ou même les produits monétaires rentrent ainsi tout à fait dans le champ d'application de UCITS III et apportent des nouvelles perspectives en matière de stratégies d'investissement et de rendements. Grâce à cette évolution, les fonds d'investissement ont également la possibilité d'accroître la diversification de leurs actifs et donc, dans une certaine mesure de réduire leur position de risque.

Et en matière de risque, la directive 2001/108/CE fait également un bond en avant. Au travers de l'article 21.1 « *La société de gestion ou d'investissement doit employer une méthode de gestion des risques qui lui permette de contrôler et de mesurer à tout moment le risque général du portefeuille ; elle doit employer une méthode permettant une évaluation précise et indépendante de la valeur des instruments dérivés de gré à gré Elle doit communiquer régulièrement aux autorités compétentes, selon les règles détaillées définies par elles, les types d'instruments dérivés, les risques sous-jacents, les limites quantitatives ainsi que les méthodes choisies pour estimer les risques associés aux transactions sur instruments dérivés pour chaque OPCVM qu'elle gère* ». Cet article 21 est historique dans le spectre de la gestion des risques. En effet, c'est la première fois que gestion des risques et fonds d'investissement sont associés. Nous pouvons constater que cet article apporte également des précisions sur l'évaluation des risques des nouveaux produits financiers éligibles aux investissements dans les OPCVM, afin d'apporter un certain cadre aux gestionnaires des fonds. Pour rappel, dans le cadre de UCITS I, le texte de loi ne faisait aucunement référence à la gestion des risques. La notion utilisée que l'on pouvait grossièrement rapprocher à celle de gestion des risques était « bonne gestion du portefeuille » ; une notion beaucoup trop floue.

⁷ UCITS III est fondée par la directive 2001/108/CE relative aux placements financiers des OPCVM et par la directive 2001/107/CE relative aux sociétés de gestion.

Néanmoins, nous pouvons d'ores et déjà remarquer que UCITS III bien que novatrice dans la gestion des risques des fonds d'investissement, présente quelques limites. Tout d'abord le terme d'actif financier liquide, demeure être une notion trop vague et sujette à interprétation. De plus, bien que faisant référence à la gestion des risques, UCITS III n'évoque nullement de façon littérale, le risque de liquidité alors que comme présenté auparavant, appliqué aux fonds d'investissement, ce risque s'avère être fondamental dans la gestion des risques des OPCVM.

B. UCITS IV : LE RENFORCEMENT DE LA GESTION DES RISQUES POST-CRISE FINANCIERE

L'histoire récente des crises financières et notamment la crise des Subprimes en 2008, a provoqué une prise de conscience collective face au risque de liquidité. Appliqué aux fonds d'investissement, ce risque a été particulièrement rappelé dans le cadre de l'affaire Madoff.

En effet, plusieurs fonds d'investissement luxembourgeois comme Luxalpha ont joué un rôle dans cette pyramide de Ponzi⁸. Selon l'operating memorandum⁹ du fonds, Madoff était le trader du fonds et s'occupait de la stratégie d'investissement. Par le biais de la banque dépositaire UBS, les parts du fonds étaient ainsi commercialisées dans toutes l'Europe.

Et lorsque cette escroquerie a été rendue publique en décembre 2008, le fonds a dû faire face à une avalanche de demande de rachats qu'il ne pouvait évidemment pas exécuter. Ce dernier a dès lors été placé en liquidation. Aujourd'hui les victimes de cette escroquerie n'ont pas encore été intégralement dédommagées car le processus s'avère très long. Une association des victimes institutionnelles et privées a été fondée afin d'unifier les dédommagements liés à Luxalpha. Les estimations des pertes subies par l'ensemble des investisseurs dans la faillite du fonds s'élèvent à 1,7 milliards de dollars. A ce jour, les remboursements n'ont été que partiels.

Cette période marque ainsi un tournant dans la gestion des risques financiers. Le législateur s'est aperçu que la réglementation n'était absolument pas optimale en matière de gestion des risques et particulièrement au niveau de la liquidité. Il a donc décidé d'apporter une ligne directrice à la gestion des risques et à ce risque de liquidité, au travers de la révision de UCITS III, et donc la création de UCITS IV.

La directive UCITS IV a été ratifiée le 22 juin 2009 par le Conseil de l'Union Européenne et est entrée en application le 1^{er} juillet 2011 soit près de trois ans après les différents scandales financiers précédemment évoqués.

⁸ Montage financier frauduleux consistant à rémunérer les investisseurs historiques grâce aux nouveaux entrants

⁹ Document visant à présenter le fonctionnement du fonds aux investisseurs.

Les objectifs de cette nouvelle version de la loi sont simples :

- Améliorer l'information donnée aux investisseurs
- Renforcer la protection des investisseurs
- Lever les barrières à la commercialisation et distribution transfrontalière des fonds
- Accroître la taille et le marché des OPCVM européens.

Parmi ces quatre grands objectifs, nous constatons que deux d'entre eux sont directement liés aux investisseurs. Améliorer l'information et renforcer la protection sont deux objectifs liés indirectement à la gestion des risques. D'un part nous pouvons considérer que le renforcement de la transparence de l'information permet à l'investisseur d'investir en toute connaissance des risques potentiellement encourus par ce type de placement.

De plus, et nous nous concentrerons principalement sur ce pilier, le renforcement de la protection de l'investisseur passe incontestablement par une gestion des risques optimale et performante. Si dans la directive 2001/108/CE, fondatrice de UCITS III, le terme de « gestion des risques » n'apparaissait que 2 fois, dans la directive 2009/65/CE, fondatrice de UCITS IV¹⁰, cette notion intervient sept fois.

Concernant notre sujet de réflexion sur la liquidité, l'évolution majeure de UCITS IV comparée à UCITS III intervient aux articles 3 et 84. Pour la première fois dans les directives UCITS, le risque de liquidité est expressément déterminé à l'article 3 comme « *le risque qu'une position, dans le portefeuille de l'OPCVM, ne puisse être cédée, liquidée ou clôturée pour un coût limité et dans un délai suffisamment court, compromettant ainsi la capacité de l'OPCVM à se conformer à tout moment à l'article 84¹¹, paragraphe 1, de la directive 2009/65/CE* ». Auparavant dans UCITS III seul le risque de marché était explicitement évoqué. Cependant nous constatons que compte tenu des événements de 2008-2009, le législateur a pris conscience que la liquidité s'apparentait ainsi à un véritable risque et qui plus est, un risque relativement élevé pour les fonds d'investissement.

Dans la directive 2010/43/EU¹² de UCITS IV, la gestion des risques inhérente aux fonds d'investissement est détaillée, avec dans la continuité de l'article 3, une attention particulière apportée au risque de liquidité. L'article 40 fait ainsi une référence explicite « à la veille d'une politique de gestion du risque de liquidité efficace afin de garantir aux OPVCM leur obligation à l'article 84 ». Le législateur apporte même une obligation d'effectuer des simulations de crises dans l'objectif d'évaluer la liquidité du fonds dans le worst case scenario.

Nous constatons également une référence quasi systématique à l'article 84 cité précédemment et relatif aux obligations des OPCVM en matière de rachat des parts de ses investisseurs à leur demande :

¹⁰ Première directive originale de UCITS IV du 13 juillet 2009.

¹¹ Evoqué spécifiquement plus bas.

¹² Directive complémentaire, portant mesure d'exécution de la directive 2009/65/CE en matière d'exigences organisationnelles, de conflits d'intérêts, de conduite des affaires, de gestion des risques et sur le contenu de l'accord entre le dépositaire et la société de gestion.

« *Un OPCVM rachète ou rembourse ses parts à la demande d'un porteur de part* ». Le législateur admet néanmoins au paragraphe 2, que dans des circonstances exceptionnelles, une dérogation à ce principe fondamental qui caractérise les fonds d'investissement. En effet, et c'est encore une fois, une nouveauté déterminante dans la gestion du risque de liquidité, la directive autorise le gestionnaire du fonds à suspendre temporairement les rachats du fonds dans des circonstances exceptionnelles. Nous avons vu dans la partie précédente qu'une accumulation de rachat constitue le principal risque de liquidité pour les fonds d'investissement. La notion de circonstances exceptionnelles reste relativement floue, et est associée à l'intérêt général ou l'intérêt des porteurs de parts. Nous montrerons plus tard en quoi consiste concrètement cette suspension évidemment temporaire des rachats.

A travers l'analyse de ces différentes directives des lois UCITS III et UCITS IV, nous remarquons une évolution significative quant à la gestion des risques de façon générale. Par ailleurs, le risque de liquidité trouve également une place de choix dans l'encadrement de cette gestion des risques. Premièrement par une qualification expresse et précise, mais également par le caractère concret de son évaluation. La mise en légalité de la suspension des rachats ; principe qui semble à première vue contraire à l'essence même des fonds d'investissement, nous démontre une nouvelle fois, la prépondérance et la dangerosité du risque de liquidité.

C. LE LUXEMBOURG, UNE DESTINATION A LA REGLEMENTATION AVANT-GARDISTE

Comme présenté précédemment, dans le cadre de ce sujet de réflexion sur le risque de liquidité des fonds d'investissement, l'analyse réglementaire du Luxembourg est particulièrement intéressante. Intéressante d'une part parce qu'avec 36% du marché des OPCVM européens¹³, le Luxembourg est la première place financière d'Europe dans ce domaine et même la deuxième place au monde après les Etats-Unis. De plus parmi les 58 plus grandes sociétés de gestion au monde, près de 76% ont choisi de se domicilier au Luxembourg¹⁴. Réputé historiquement pour ses activités de gestion privée, le pays s'est développé massivement dans le marché des fonds d'investissement. Et ce développement n'est évidemment pas le fruit du hasard.

Cette concentration des fonds d'investissement et OPCVM au Luxembourg est la résultante d'une innovation réglementaire majeure. En 1988, le Luxembourg est le premier pays au monde à intégrer la directive UCITS I dans son droit national. S'en est suivi UCITS III en 2002 et UCITS IV en 2010.

¹³ Luxembourg For Finance, the financial development agency.

¹⁴ Selon PwC Global Fund Distribution (2022)

Cette place de leader oblige de fait, le Luxembourg à présenter un caractère irréprochable en matière de sécurité financière et de protection de l'investisseur.

La Commission de Surveillance et de Sécurité Financière (CSSF) joue donc un rôle fondamental dans cette mission de sécurité financière. Son objectif est simple : orchestrer des missions de surveillance prudentielle et de marché afin d'assurer une stabilité économique financière dans un intérêt purement public.

De ce fait au travers de plusieurs directives, la CSSF apporte de nombreux compléments des directives UCITS, en matière de gestion des risques des fonds d'investissement.

Evidemment, le risque de liquidité n'est pas oublié. Dans le règlement CSSF N°15-02 relatif au processus de contrôle et d'évaluation prudentiels s'appliquant aux établissements CRR¹⁵ et la circulaire CSSF 09/403¹⁶, la commission revient très longuement sur la liquidité. Elle définit explicitement l'ensemble des mesures que doivent prendre les établissements financiers en matière de gestion du risque de liquidité, ce qui complète grandement la directive UCITS et ne laisse ainsi aucune place à l'interprétation des potentiels outils à mettre en place. A titre d'exemple très concret, le règlement N°15-02 indique à l'article 16 paragraphe 5 « l'établissement CRR [...] tient compte de l'entité juridique dans laquelle se trouvent les actifs, du pays dans lequel ceux-ci sont légalement inscrits, soit dans un registre, soit dans un compte, ainsi que de leur éligibilité, et suit la façon dont ces actifs peuvent être mobilisés en temps voulu ». De nombreux compléments d'information sont également apportés sur les différents scénarii alternatifs inhérents à la liquidité des positions (périodicité, produits financiers à prendre en compte dans l'analyse ...). Avec cet exemple, nous remarquons bien que le législateur accompagne au plus près les professionnels de la finance dans la gestion de ce risque.

Avec un caractère avant-gardiste en termes de législation des OPCVM, le Luxembourg a su séduire et attirer l'industrie des fonds d'investissement à l'intérieur de ses frontières. Par ailleurs, il ne fait aucun doute que la pertinence et la précision de sa législation interne en matière de gestion des risques, agit comme un vecteur au maintien de cette position de leader dans l'industrie des fonds.

La législation des fonds d'investissement est particulièrement dense et précise. Défini à plusieurs échelles, européenne et nationale, le risque de liquidité des fonds est apparu au fil des années et des différents scandales financiers, comme un des risques financiers majeurs. L'exhaustivité de sa législation nous démontre la réelle prise en considération de son importance et de sa gravité.

Nous verrons dans la partie suivante, comment les gestionnaires de fonds quantifient ce risque de liquidité en adéquation avec les lois précédemment évoquées.

¹⁵ Concernent les établissements de crédit et les sociétés d'investissement conformément à la directive européenne 2013/36/UE.

¹⁶ Fixe les exigences qualitatives relatives à la saine gestion du risque de liquidité

III – ANALYSE CONCRETE DES INDICATEURS DE LIQUIDITE DES FONDS D'INVESTISSEMENT

Conformément aux exigences règlementaires précédemment définies, il existe différents outils permettant de quantifier la liquidité des produits financiers et ainsi la liquidité des fonds d'investissement. Afin d'éviter une énumération des différents outils possibles, nous nous concentrerons sur 3 outils qui paraissent fondamentaux et qui sont à mon sens et conformément à mon expérience dans la gestion des risques des fonds d'investissement, les outils les plus utilisés.

Comme évoqué dans la première partie de ce travail, il est important de rappeler que dans la gestion d'un fonds d'investissement, le risque de liquidité prend deux tournures qui sont liées :

- Le risque de liquidité des investissements financiers orchestrés par le fonds,
- Le risque de liquidité applicable au fonctionnement même du fonds (rachats).

Nous allons voir qu'il existe des indicateurs permettant de réaliser cette double analyse de la liquidité.

A. LA LIQUIDITE DES PRODUITS FINANCIERS : LA FOURCHETTE BID-ASK SPREAD ET SES COMPLEMENTS

La fourchette Bid-Ask spread (St) est l'outil par excellence dans la gestion du risque de liquidité des produits financiers. Comme nous l'avons vu dans la définition de liquidité, cet indicateur a pour objectif de confronter la différence entre le meilleur cours acheteur ou Bid price (Ca) et le meilleur cours vendeur, Ask price (Cv).

$$St = Cat - Cbt$$

Toujours dans cette optique de satisfaire l'offre et la demande, plus l'écart est petit entre le Bid et le Ask, plus l'offre et la demande sont susceptibles de se rencontrer. Et de fait, plus le matching est possible, plus la liquidité du produit financier est importante. Un produit financier ayant un Bid-Ask Spread nul a donc une liquidité parfaite et absolue puisqu'il n'y aurait en principe aucun écart entre le meilleur prix souhaité par l'acheteur et le meilleur prix voulu par le vendeur.

Par usage, voici le barème d'interprétation des résultats du Bid-Ask :

Tableau d'interprétation du Bid-Ask spread¹⁷

BID-ASK SPREAD	Interprétation
< 0.5%	Très liquide
[0.5% ; 2%]	Liquide
> 2%	Peu liquide

Si cette mesure est relativement simple d'utilisation et rapide à exécuter, elle présente néanmoins des inconvénients non négligeables.

¹⁷ Figure 6 - Tableau des figures p.49

En effet, ce spread est susceptible d'être influencé significativement par les volumes échangés. Prenons l'exemple d'un investisseur possédant une quantité faible d'un titre A et souhaitant renforcer significativement sa position. Si son ordre de gros volume est dénoué, il est susceptible d'influencer le prix du titre A et donc son spread. Dans ces conditions, nous pourrions évoquer le terme de spread endogène à l'activité, qui est influencé par les opérations de gros volumes et porté par un nombre d'investisseurs limités. Face à ce constat, nous remarquons donc bien que cet outil puisse être remis en question. A l'inverse, lorsque des transactions de petits volumes comparés au volume total disponible sur le marché sont dénouées, le spread n'est absolument pas influencé, le spread pourrait être alors qualifié d'exogène à l'activité, influencé ainsi par le marché dans sa globalité. Ce qui traduit ici, un spread plus légitime et fiable. Pour renforcer l'analyse de la liquidité d'un produit financier par le Bid-Ask spread, il est donc fondamental d'analyser les volumes de transactions afin d'évaluer si le spread est exogène ou endogène à l'activité du titre.

Cet indicateur est ainsi imparfait et fortement influencé par les volumes de transactions ; néanmoins, sa rapidité de calcul combiné à une facilité de compréhension, en font un des indicateurs les plus utilisés dans l'analyse stricte du risque de liquidité des produits financiers.

Pour contrebalancer cette problématique liée au volume, le trader peut accompagner son analyse pure de la liquidité en combinant à la fois le Bid-Ask spread avec un indicateur permettant d'analyse le volume. Le Volume Weigthed Average Price (VWAP) permet d'apporter ainsi toujours plus de précision dans l'analyse de la liquidité en palliant les défaillances liées à la non prise en compte des volumes dans le Bid-Ask spread. En effet le VWAP permet de déterminer le prix moyen d'un produit financier au cours de la journée en fonction des volumes échangés et du prix.

$$VWAP = \frac{\sum(\text{Prix typique} \times \text{volume})}{\sum \text{Volume}}$$

Avec
$$\text{Prix typique} = \frac{\text{Haut} + \text{Bas} + \text{cl\^oture}}{3}$$

Grâce à cet indicateur, le volume des transactions est incorporé dans le prix des titres financiers, et accentue ainsi davantage la précision du prix. Dans une analyse approfondie de la liquidité, cet indicateur peut aider l'investisseur à mieux analyser la cohérence d'un prix par rapport aux volumes échangés quasi en direct, puisque cet indicateur est calculé sur une base intraday et remis à 0 tous les jours. Le VWAP permet ainsi de détecter les périodes où la liquidité d'un actif est à un niveau relativement élevé. Et pour rappel, lors du dénouement des transactions, si la liquidité d'un titre est importante, le dénouement d'une grosse transaction n'aura finalement que très peu d'impact, non

seulement sur la liquidité du produit mais également sur le marché en général ; ce qui permettra de réduire les frais inhérents à la transaction. En parallèle, cet indicateur donne évidemment une tendance sur le titre de façon similaire aux moyennes mobiles, ne fluctuant que très peu cet indicateur peut donc être utilisé comme seuil ou plafond dans des objectifs de trading.

A travers ces deux exemples nous remarquons qu'il n'existe pas d'indicateur absolu et parfait pour analyser la liquidité d'un produit financier. Cependant la combinaison de plusieurs indicateurs avec la prise en compte des deux piliers fondamentaux de la liquidité que sont le prix et le volume ; permettent aux investisseurs de pouvoir analyser la liquidité de manière fiable, mais également d'évaluer si le produit financier est dans une zone de liquidité contextuellement favorable.

B. LE LIQUIDITY COVERAGE RATIO

L'analyse de la liquidité des fonds d'investissement est particulièrement intéressante puisqu'elle met en évidence finalement une double analyse, non seulement des produits financiers mais également du fonds dans sa généralité.

Dans la lignée de parties antérieures, nous avons remarqué que les fonds d'investissement couraient un risque particulièrement accru en matière de liquidité. En effet, face à une vague massive de rachats, le fonds doit être en mesure de disposer d'une trésorerie suffisante. Dans les cas les plus graves, ils peuvent être contraints de liquider une partie de leurs positions dans un délai relativement rapide. Et c'est à cet instant que la question de la liquidité des produits composants le fonds, fait surface.

Non évoqué dans la partie juridique, puisque les textes se concentraient principalement sur les institutions bancaires, à l'instar des directives UCITS, les accords de Bâle III datant de 2010, ont également intégré le risque de liquidité en apportant une spécificité particulière aux fonds d'investissement.

En 2010, les accords de Bâle III signés par le comité de Bâle, orchestrent une nouvelle série de réglementations bancaires dans l'objectif d'intégrer les apprentissages en matière de gestion des risques issus de la récente crise de 2008.

La liquidité des institutions bancaires est donc au cœur des débats, et un nouvel indicateur de liquidité apparaît.

Le Liquidity Coverage Ratio (LCR) a pour objectif de fixer une limite en termes d'actifs considérés comme très liquides (HQLA) comparés au total des décaissements sur une période mensuelle. Un High Quality Liquid Asset est ainsi un actif qui présente des caractéristiques de liquidité quasi parfaites.

Appliqué aux fonds d'investissement, ce ratio prend donc sa déclinaison en son dénominateur qui s'apparente à la somme des rachats mensuels orchestrés.

$$LCR = \frac{\text{Actifs liquides de haute qualité}}{\sum \text{Rachats mensuels}}$$

Le LCR doit être au minimum égal ou supérieur à 100%. Finalement le législateur impose donc aux fonds d'investissement, la détention d'actifs liquides de très haute qualité dans une proportion au moins égale à la somme des rachats dont le fonds doit faire face pendant un mois. Cet indicateur court terme est particulièrement intéressant au travers de sa notion de HQLA.

Cette notion d'actif liquide de très haute qualité catégorise tous types d'actifs en fonction de son degré de liquidité et donc de sa capacité de conversion en liquidité sans perdre évidemment de valeur.

Dès lors il existe plusieurs catégories d'actifs classés selon ce critère. Sans rentrer dans le détail actif par actif qui serait fastidieux, voici les grandes catégories d'actifs, classées par ordre décroissant de liquidité. La décote applicable à chaque actif permet ainsi d'avoir une analyse plus prudente pour éviter toute surévaluation du marché. Plus l'actif est ainsi liquide, moins la décote est importante.

Tableau de synthèse des principales decotes applicables selon les classes d'actifs au sein du LCR¹⁸

Catégories d'actifs	Décote applicable
Trésorerie	0%
Bons du Trésor	10%
Obligations d'Etat	15%
Obligations d'entreprises privées	50%
Actions	50%

C'est pourquoi les actions et obligations d'entreprise pouvant être sujettes à plus de volatilité, subissent une décote plus importante

Ce ratio constitue donc un très bon indicateur pour analyser globalement la liquidité d'un fonds d'investissement en intégrant le degré de liquidité des actifs qui le composent. Cet indicateur permet donc globalement d'effectuer une double analyse de la liquidité du fonds, non seulement sur le risque général de liquidité imputable au fonds mais également sur la quantité d'actif de haute liquidité.

Néanmoins, il présente quelques inconvénients. D'une part, son analyse à court terme ne permet donc pas d'avoir une vision plus générale à LT de la quantité de HQLA présente dans le fonds, ce qui ne permet donc pas d'anticiper l'avenir à long terme. En parallèle la décote applicable, bien que distincte selon la catégorie de l'actif, demeure relativement imprécise et globale.

¹⁸ Figure 7 - Tableau des figure p.49

A travers cette première partie, nous remarquons que le risque de liquidité s'apparente à l'un des risques les plus importants dans la gestion d'un fonds d'investissement. Bien que l'histoire récente nous démontre que les acteurs du milieu ont su l'intégrer dans la gestion des risques à travers une législation de plus en plus précise et d'outils toujours plus performants, ce risque perdure.

Après avoir compris les fondamentaux de ce risque, il serait intéressant d'analyser les événements susceptibles d'influencer l'avènement de ce risque. L'actualité récente ne cesse de nous le démontrer.

PARTIE 2

-

L'INFLUENCE DES EVENEMENTS MACROECONOMIQUES SUR LA LIQUIDITE DES FONDS D'INVESTISSEMENT

I. CRISE UKRAINE-RUSSIE : UNE MENACE SUR LA LIQUIDITE DES MARCHES FINANCIERS

A l'instar du risque de marché, de nombreux facteurs peuvent être à l'origine du risque de liquidité. Comme nous l'avons montré au préalable, le principal indicateur de liquidité d'un actif est son Bid-Ask spread. Dès lors la liquidité d'un produit financier est influencée par la volatilité de ses cotations. Et lorsque nous remontons à l'origine de la volatilité des prix, l'influence des évènements économiques semble déterminante.

Rattrapée par une actualité 2022 particulièrement dramatique et inédite au 21^{ème} siècle, l'Europe doit faire face à la guerre. La crise Ukraine-Russie ne laisse indifférente aucun secteur de notre société, que ce soit sur le plan géopolitique, militaire ou économique cette guerre provoque un grand nombre de sous-crisis.

Dans le cadre de notre sujet, ce sont les influences de la guerre sur l'économie et donc sur les marchés financiers, qui nous intéresseront. Et plus spécifiquement les influences de la guerre sur le risque de liquidité appliqué aux fonds d'investissement.

A. IMPACTS ECONOMIQUES ET FINANCIERS D'UN CONFLIT MILITAIRE

Avant de s'intéresser concrètement à l'influence de cet évènement macroéconomique sur la liquidité générale des fonds d'investissement, il paraît fondamental de bien cerner les impacts d'une guerre qui, aux premiers abords, semble militaire, mais dans un contexte de mondialisation totale au 21^{ème} siècle, ne se cantonne pas à un conflit purement armé.

Le jeudi 24 février, vers 4 heures du matin, dans une allocution en direct à la télévision, Vladimir POUTINE annonce le commencement d'une opération militaire sur le territoire ukrainien.

Cette déclaration, allant à l'encontre de toutes les négociations de désescalade de la violence effectuées entre Paris, Berlin, Londres et Moscou, ne constitue rien d'autre qu'une véritable déclaration de guerre à l'encontre de l'Ukraine. Dans la matinée, les premières images de l'invasion russe en Ukraine envahissent les chaînes de télévision internationales. Une réponse de l'Occident est alors attendue.

Afin de bien cerner l'action de l'Occident en représailles de cette invasion, qui a des conséquences non négligeables sur l'économie et les marchés financiers, il est important de contextualiser la géopolitique du vieux continent. L'Ukraine ne faisant pas partie de l'OTAN¹⁹, aucune action militaire n'est donc envisageable, au risque de créer une escalade de la violence conduisant à une guerre totale. Le seul levier restant à disposition des puissances occidentales s'articule donc autour de deux axes : la

¹⁹ Organisation du Traité de l'Atlantique Nord

diplomatie et l'économie. Face à cette violation de tous les accords internationaux ainsi que la violation de la souveraineté de l'Ukraine, la réponse diplomatique, bien qu'importante ne semble pas assez forte. Les occidentaux décident donc rapidement d'apporter une batterie de sanctions économiques sur la Russie, l'objectif étant d'isoler la Russie et d'affaiblir drastiquement son économie afin qu'elle ne puisse plus, à terme, financer cette guerre.

Les sanctions orchestrées par l'Union Européenne peuvent se scinder en deux grandes catégories :

- Sanctions à l'encontre d'individus stratégiques en Russie (membres du gouvernement, oligarques russes...)
- Sanctions à l'encontre de l'économie russe et de ses entreprises.

La première catégorie de sanctions ne sera pas développée dans ce sujet car elle n'influence pas significativement les marchés financiers et ne rentre ainsi pas dans le cadre de ce sujet.

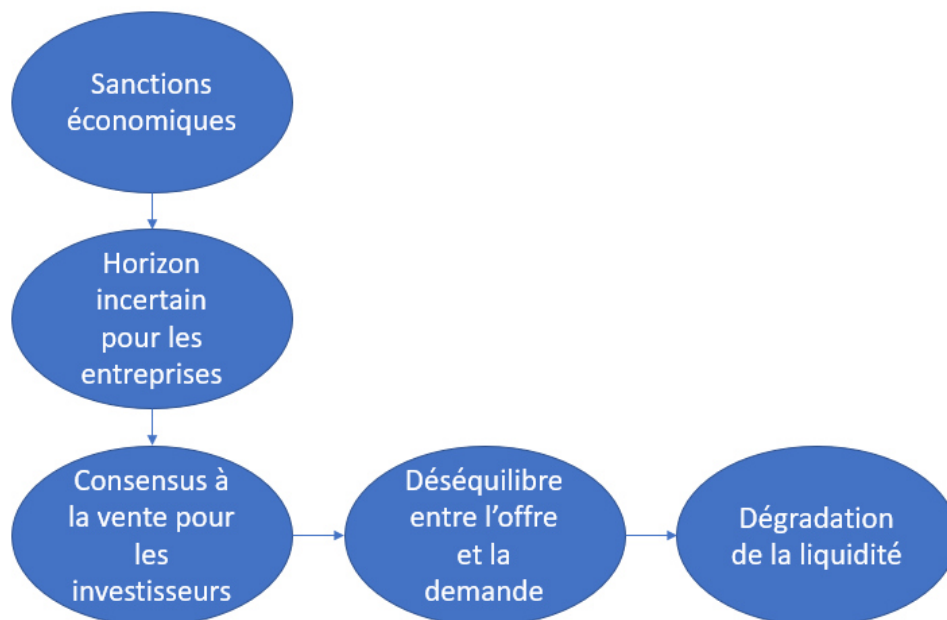
Cependant la deuxième catégorie de sanctions implique l'économie russe et plus généralement l'économie mondiale. Dans un contexte de mondialisation des marchés financiers, si une économie nationale est touchée, les marchés financiers sont donc inévitablement touchés.

Le premier levier de sanctions économiques se concentre autour des importations et exportations. Concernant les exportations, un bon nombre de secteurs et donc d'entreprises européennes se retrouvent privées de leur marché russe. Nous pouvons, ici, citer les secteurs comme la technologie, l'équipement destiné au transport ou encore le marché du luxe.

Côté importation, ce sont essentiellement les matières premières telles que le pétrole, le charbon, et le gaz qui étaient auparavant importés depuis la Russie qui font l'objet de sanctions. L'UE a ainsi mis en place progressivement un embargo sur 90% du pétrole russe à terme. Au niveau du gaz, des grands projets de gazoduc entre la Russie et l'Allemagne par exemple, ont été temporairement suspendus ou abandonnés. Il n'est également pas déraisonnable d'envisager à terme un embargo sur le gaz, bien que certains pays comme l'Allemagne soit très dépendant de cette matière première en provenance de Russie. A travers cette rapide description des sanctions sur les exportations et importations, nous constatons donc logiquement que les entreprises de ces secteurs, qu'elles soient russes, comme Gazprom par exemple, ou occidentales, vont forcément subir un ralentissement forcé et plus ou moins strict de leur activité qui se répercutera certainement sur le cours de bourse de leurs titres. Pour imaginer nos propos, prenons le cas de Gazprom, société russe spécialisée dans l'extraction et le transport de gaz. Nous pouvons considérer que le développement croissant de sanctions sur le gaz russe contraint les investisseurs à établir un consensus, à la vente des titres de cette société, provoquant ainsi une chute du cours à terme. En effet nous pouvons imaginer que si la grande majorité des investisseurs place des ordres de vente sur ce titre, la rencontre entre l'offre et la demande sera déséquilibrée puisque l'offre sera largement supérieure à la demande. De plus nous pouvons

légitimement penser que face aux perspectives très sombres, peu d'investisseurs aient le souhait de se porter acheteur sur ce type de produit. Ce déséquilibre provoquera une chute du cours. Et donc il est également envisageable que certains investisseurs n'arrivent plus à vendre leurs titres faute de demande adéquate. Face à ces conséquences, la liquidité du titre se dégradera certainement.

Schématisation de l'influence des sanctions économiques sur la liquidité des produits financiers²⁰



De fait, la liquidité du titre se détériora puisque les investisseurs ne pourront pas vendre aussi rapidement le titre que dans des conditions de marché ordinaires. Dans le cas de l'action Gazprom cotée à la bourse de Londres, le titre est passé d'une cotation de GBP 8.93 le 16/02/22 à GBP 0.53 au 03/03/22²¹. Nous pouvons ainsi conclure que ses sanctions ont provoqué de véritables chocs sur les marchés financiers, où la majorité des investisseurs ont souhaité se désengager de produits issus de l'économie russe face aux perspectives troubles de l'avenir. Et ce consensus à la vente crée logiquement un dérèglement entre l'offre et la demande plus au moins marqué, qui entachera ainsi la liquidité des produits financiers. En parallèle comme évoqué, il n'y a pas que les titres russes qui subissent une dégradation de leur cours de bourse et donc globalement de leur liquidité. A titre d'exemple, le groupe bancaire autrichien Raiffeisen Bank International coté à la bourse de Vienne et dont la Russie représente 73% de son revenu total²² a vu son cours de bourse chuter de EUR 27.10 le 15/02/22 à EUR 10.98 le 07/03/22²³. Et de la même manière, un consensus à la vente trop prononcé de la part des investisseurs, accroît le risque d'illiquidité du produit financier.

²⁰ Figure 8 – Tableau des figures p.49

²¹ <https://www.abcbourse.com/cotation/OGZDe>

²² <https://www.lerevenu.com/treize-groupes-europeens-tres-exposes-la-russie>

²³ Bloomberg

Nous constatons donc à travers l'exemple de ces sanctions, que ce conflit militaire ayant provoqué des sanctions économiques sans précédent, influencent directement un grand nombre d'entreprises russes mais également européennes. Il est important de ne pas oublier également l'économie ukrainienne, bien que les entreprises ukrainiennes ne fassent pas l'objet de sanction, la situation très instable du pays liée à la guerre provoque ainsi un effet similaire sur les entreprises nationales dont les activités ont connu et connaissent toujours un ralentissement significatif.

Ces événements provoquent ainsi une dégradation du cours de bourse des titres et donc de leur liquidité, provoquée par la crainte générale des investisseurs quant à la multiplication des sanctions. Bien évidemment, cette dégradation renforce toujours plus le risque de liquidité prépondérant dans les fonds d'investissement. En effet le gestionnaire du fonds aura beaucoup de mal à vendre ses titres exposés, à cause du déséquilibre entre l'offre et la demande, et quand bien même la transaction serait dénouée, il devrait assumer des pertes de quasi 100% pour Gazprom par exemple. Dans le premier cas il augmente sa prise de risque liée à la liquidité du fonds, en conservant un actif de plus en plus illiquide, tandis que dans le second cas il assume une contreperformance, qui dans des proportions importantes, peut compromettre la solvabilité du fonds.

Au-delà de la dégradation de la liquidité des entreprises exposées à la Russie, provoquée par les sanctions occidentales sur les importations et exportations, d'autres sanctions ont également accentué drastiquement le risque de liquidité des produits financiers.

Ainsi, le 27 février 2022, l'ensemble des membres du G7²⁴ décide de recourir à l'utilisation de ce que certains spécialistes décrivent comme l'arme atomique en matière d'économie : l'exclusion d'une partie des banques russes du système SWIFT²⁵.

Le système SWIFT est une sorte de messagerie financière utilisée dans près de 200 pays, par plus de 10 000 institutions financières. Cette messagerie permet de transmettre des ordres financiers (transferts de fonds ou autres) de manière sécurisée. Cette exclusion a pour objectif d'isoler toujours plus la Russie du reste du monde. Cependant, les effets secondaires d'une telle mesure s'avèrent non négligeables sur les marchés financiers internationaux. En effet, il devient donc très complexe pour les investisseurs de pouvoir continuer à trader sur les marchés financiers russes puisque ce marché ne dispose plus d'un système compétent et accessible à toutes les institutions en matière d'organisation des ordres financier. Néanmoins, le pire reste à venir, puisqu'en réponse à ces sanctions, la Russie décide avec une facilité déconcertante, d'interdire à l'ensemble de ses courtiers, la vente de titres russes détenus par des investisseurs étrangers. En parallèle, la bourse de Moscou a été fermée du 28

²⁴ Organisation regroupant les 7 économies les plus puissantes (Allemagne, Canada, Etats-Unis, France, Italie, Japon, Royaume-Unis)

²⁵ Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication

février 2022 au 24 mars 2022 rendant impossible les liquidations de positions. Enfin l'Occident décida de suspendre à son tour la cotation de l'ensemble des produits russes sur ses différentes places financières. En l'espace de quelques jours, la totalité des positions sur des actifs russes détenue par l'ensemble des investisseurs internationaux devient ainsi automatiquement illiquide.

Nous constatons donc que cette escalade des sanctions aurait trouvé son aboutissement dans l'illiquidité absolue des produits financiers russes et une illiquidité partielle dans l'ensemble des titres d'entreprises travaillant plus ou moins avec la Russie. Dès début mars, Mark DRIMAL, stratège à la Société Générale avait déclaré que les actifs russes étaient tous devenus des actifs toxiques. La problématique de liquidité des fonds d'investissement est ainsi revenue sur le devant de la scène avec une virulence absolue. Si certains gestionnaires, comme BlackRock, avaient entamé un processus de liquidation de leurs positions russes, à haut risque, dès l'invasion en Ukraine, la majorité des fonds se sont retrouvés dans le piège de l'illiquidité. En effet les gestionnaires de fonds spécialisés sur les pays émergents et la Russie, se sont ainsi retrouvés avec en portefeuille, une majorité de produits financiers :

- Techniquement incessibles,
- Difficilement évaluables à la suite de la multiplication des sanctions établies et du manque de recul sur les conséquences à terme,
- Et quand bien même ces produits seraient cessibles, ils devraient affronter un choc entre l'offre et la demande qui les rendrait très complexes à vendre.

En outre il est important de souligner que cette guerre économique a provoqué également la chute massive du rouble. En effet parmi les sanctions occidentales, le gel de près de 60% des avoirs de la Banque Centrale russe, ne lui permet ainsi pas de racheter massivement sa monnaie afin d'en limiter la chute de sa valeur. Les Banques Centrales ont un levier pour faire évoluer à la hausse ou à la baisse la valeur de leur monnaie. En rachetant leur monnaie contre devise, elles réduisent ainsi l'offre et augmentent la demande ce qui fait nécessairement monter le cours. Cependant face au gel d'une partie de ses avoirs, la Banque Centrale de Russie ne peut orchestrer des rachats comme elle le souhaiterait. Et face au conflit et à la multiplication des sanctions économiques, sans soutien massif, le rouble a plongé. Une fois de plus les fonds exposés à la devise par le biais de produits monétaires se retrouvent ainsi dans le même type de problématique que ceux exposés aux marchés actions/obligations, dans l'impossibilité de liquider leurs positions et manifestement contraint d'observer la chute massive de la valeur de leurs produits. Et forcément face à cette chute quasi inédite, la demande pour des produits monétaires incluant le rouble se retrouve fortement diminuée. La liquidité n'est donc plus assurée. Notons cependant qu'à l'heure où sont écrites ces lignes, le rouble

a tendance à remonter ce qui diminuera les effets précédemment évoqués. Néanmoins rien n'est moins sûr quant à l'attrait des investisseurs pour cette devise face à la perdurance de la guerre.

Nous remarquons donc bien, qu'en 2022, dans une société ultra mondialisée et connectée, un conflit d'origine militaire se répercute de façon destructrice sur l'économie mondiale. Dans le cadre de notre sujet, il est évident que les sanctions économiques et financières appliquées à la Russie ont provoqué une crise sur les marchés financiers, qui s'apparenterait avant tout, à une crise de liquidité des produits financiers, notamment d'origine russe. Face à ce constat, et ce risque accru, il sera intéressant de prendre le cas spécifique d'un fonds d'investissement très exposé, afin de comprendre les mécanismes mis en place pour lutter contre cette crise.

B. LA VAGUE D'ILLIQUIDITE QUI MENACE LES FONDS D'INVESTISSEMENT EXPOSES, LE CAS DE H2O ASSET MANAGEMENT

Selon les chiffres officiels de la Bourse et de la Banque Centrale de Moscou, fin 2021, les non-résidents russes détenaient pour 86 milliards de dollars d'actions russes, 60 milliards de dettes souveraines russes en devise USD ou RUB et une partie difficilement évaluable des 250 milliards de dollars d'obligations émises par les entreprises russes.

Bien que certains asset managers comme BlackRock ont tenté de limiter l'impact de ce conflit et de toute crise financière post guerre, en liquidant leurs positions dès fin février ; de nombreux fonds sont tombés dans une spirale d'illiquidité profonde. En effet, certaines stratégies financières consistent à développer une stratégie d'investissement sur les pays émergents, en pleine croissance ; dont la Russie.

Cependant face à l'accumulation des sanctions, de nombreux fonds spécialisés sur la Russie ont vu leur risque de liquidité s'accroître de façon exponentielle.

A titre d'exemple, la banque danoise Danske a tout simplement décidé de fermer plusieurs de ses fonds axés Russie ou Europe de l'Est. Son fonds Danske Invest Sicav Russia, après avoir enregistré des pertes de l'ordre de 45% entre janvier 2022 et Mars 2022, a suspendu son activité. Le groupe bancaire Nordea a, quant à lui, mis en liquidation son fonds Russie et espère organiser les premiers versements compensatoires auprès de ses investisseurs dès août 2022. A travers ces exemples, la situation des fonds exposés à la Russie s'avère très périlleuse. Néanmoins, certains asset managers exposés à la Russie ne faiblissent pas et tentent de traverser cette période de crise de liquidité en limitant les

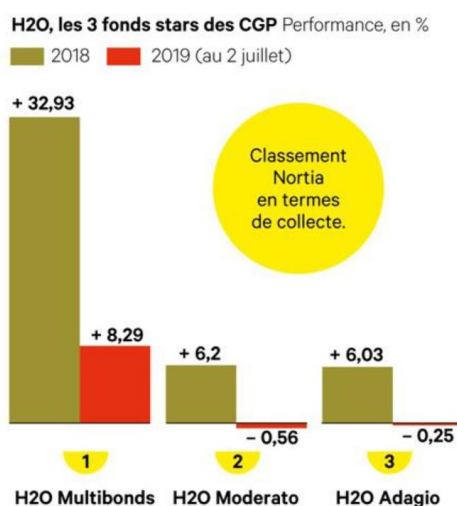
dégâts. C'est le cas de la société de gestion H2O Asset Management qui possède quelques fonds d'investissements dont les investissements sont majoritairement orientés sur la Russie.

H2O Asset Management LLP²⁶ est une société de gestion globale lancée en 2010 et disposant de 14 milliards d'actifs sous gestion fin 2021. A l'origine, Natixis Investment Managers²⁷ détenait plus de la majorité de l'entité, mais depuis 2022, NIM marque la volonté de se désengager.

Ce désengagement progressif de la filiale investissement du groupe BPCE est lié à l'identité même de H2O. En effet, cette société de gestion est réputée pour ses stratégies d'investissement qui sortent des sentiers battus. H2O réalise des stratégies d'arbitrage agressives et mise sur des placements osés, à l'image des Hedge Funds²⁸. En 2020, l'Autorité des Marchés Financiers avait même sanctionné H2O pour non-respect des règles liées à la liquidité des produits financiers dans les fonds d'investissement. Fidèle à son image d'investisseur institutionnel audacieux, la société dispose bien évidemment de fonds d'investissement très exposés au rouble et à la Russie.

Cependant, malgré ces caractéristiques peu ordinaires dans ses investissements, force est de constater que H2O présente des performances remarquables, qui placent certains de ces fonds d'investissement comme de véritables produits stars pour les conseillers en gestion de patrimoine.

Schéma des performances des trois fonds stars des CGP en 2018 - 2019²⁹



Ce schéma paru dans un article des Echos, le 04/07/19, relate des très bonnes performances de H2O. Le choix de ces données de 2018 et 2019 n'est pas déconnecté de la réalité. 2020 étant une année entachée par le Covid-19, son analyse est impertinente ; tout comme 2021 qui marque une année de

²⁶ Sera définie tout au long de ce sujet par « H2O »

²⁷ NIM

²⁸ Fonds d'investissement réputés pour orchestrer des stratégies d'investissement agressives et souvent très risquées.

²⁹ Figure 9 – Tableau des figurep.49 ; Les Echos, du 04/07/2019, H2O AM : tout savoir sur ces fonds qui font trembler la place.

reprise de l'activité. Nous remarquons bien qu'en 2018, la performance de ces véhicules d'investissement est assez exceptionnelle. Exceptionnelle au point que selon l'Observatoire du conseil financier indépendant de Nortia, les 3 fonds du schéma ci-dessus vaquent aux trois premières places des fonds ayant eu les collectes les plus importantes entre 2018 et 2019 en France. Néanmoins pour certains professionnels de la finance, bien que sous réglementation UCITS, ces fonds ne devraient pas être commercialisés massivement au grand public.

En effet comme présenté précédemment, les rendements de ces fonds ne sont pas le fruit du hasard. Ils sont les conséquences directes des stratégies d'investissement agressives et souvent exotiques (produits dérivés, recours à effet de levier, et paris macroéconomiques avec exposition aux devises par exemple). En l'espèce si les fonds peuvent réaliser de très bonnes performances, ils sont tout autant susceptibles d'assumer des pertes massives. Dans une interview accordée aux Echos, un manager de H2O avait même confié que ces fonds étaient « inclassables et ne s'interdisaient rien ». Globalement les fonds proposés par H2O sont ainsi plus volatils et plus exposés au risque.

Et dans le contexte 2022 que nous connaissons, une nouvelle fois H2O ne manque pas l'occasion de faire parler de certains de ces fonds massivement exposés aux produits russes et au rouble. C'est le cas notamment de son fonds H2O Multibonds qui est exposé au rouble à hauteur de 48,3%³⁰ pour une valeur estimée à près de 1,9 milliards d'euros d'actifs. Le fonds est également exposé aux obligations russes à près de 5%³¹.

Avec la multiplication des sanctions, le fonds a dû encaisser une perte de 15% le jour du krach du rouble, fin février, et présente une performance de -20%³² sur l'année 2022. En parallèle, la société de gestion a vu ses encours totaux réduire de près de 1.4 milliards d'euros, ce qui témoigne de son exposition massive à la Russie.

Face à cette crise H2O a déclaré dans une lettre adressée à ses investisseurs début mars, que bien que la société ait réduit son exposition à la dette souveraine russe ; sa stratégie inhérente au rouble ne changerait pas, estimant que le marché des devises devait nécessairement continuer à fonctionner et que liquider leur position serait perçu comme un cadeau aux acheteurs et gouvernement russe. Une semaine plus tard, la société a nuancé cette notion de cadeau tout en réaffirmant le maintien de ses positions sur le rouble.

Nous constatons donc bien que la crise Ukraine-Russie a provoqué de grandes difficultés pour les fonds d'investissement exposés aux produits russes et ou au rouble. Leurs performances ont fortement et logiquement diminué et sont même devenues négatives sur l'exercice 2022.

³⁰ Bloomberg

³¹ Altaproduit

³² Bloomberg

En parallèle les fund managers se retrouvent dans une position délicate puisque dorénavant, ils ne peuvent plus liquider leurs positions et sont en attente de la levée de sanctions pour pouvoir ou non se débarrasser de ces produits. Quand bien même les sanctions seraient levées, les fonds d'investissement se retrouveront face à un dilemme de taille précédemment évoqué : liquider coûte que coûte leurs positions exposées et assumer des pertes massives ou garder en portefeuille des produits à la liquidité douteuse.

Dans le cas d'H2O, leur position est claire. Maintenir leur position exposée coûte que coûte malgré le risque fort d'illiquidité qui plane sur le fonds et la dégradation de leur performance à court terme.

Néanmoins nous verrons dans une prochaine partie, comment les fonds s'organisent pour gérer ce risque de liquidité, toujours plus marqué en cette année 2022. L'analyse des outils de barrage à l'illiquidité du fonds H2O Multibonds sera absolument pertinente dans ce contexte d'exposition massive à la Russie et donc à l'illiquidité totale du fonds.

II. OUTILS ET STRATEGIES DE LUTTE CONTRE LE RISQUE DE LIQUIDITE DES FONDS D'INVESTISSEMENT

Face à l'histoire des crises financières et notamment après les scandales de 2008, le risque de liquidité s'est réellement imposé dans l'univers des risques financiers. Dès lors, régis massivement par le législateur les fonds ont dû revoir leur politique de gestion des risques par la mise en place de nouveaux outils et mécanismes dans le but de contrôler toujours plus ce risque de liquidité générale.

A. MECANISMES INHERENTS AU PRINCIPE DE RACHATS SOUSCRIPTIONS DES FONDS D'INVESTISSEMENT

Comme nous l'avons évoqué à de nombreuses reprises, les fonds d'investissement sont soumis à un double risque de liquidité. La liquidité propre aux produits financiers des fonds influencera ainsi certainement sa liquidité générale.

Bien que l'analyse la plus pertinente dans le cadre de notre sujet, se concentre sur les mécanismes de lutte contre illiquidité générale, il paraît important d'évoquer la principale solution contre l'illiquidité d'un titre financier. Ce premier outil peut ainsi s'interpréter comme le premier barrage à l'illiquidité.

L'actualité récente nous montre que les conflits macroéconomiques perturbent gravement l'économie et la finance internationale. Dans le cas du conflit Ukraine-Russie, et dans le champ de notre sujet, c'est l'absence de cotation des titres russes qui nous intéresse. Face à cette absence de prix, et par l'obligation de calculer une VNI³³ à fréquence régulière, une valorisation interne des produits doit être mise en place par le biais d'une pricing policy. Cette évaluation est prévue à l'article 9 de la loi UCITS « Pour les valeurs non admises à une telle cote et pour les valeurs admises à une cote, mais dont le dernier cours n'est pas représentatif, l'évaluation se base sur la valeur probable de réalisation estimée avec prudence et bonne fois ». Néanmoins nous remarquons qu'elle s'avère relativement complexe à mettre en place et sujet à interprétation totale de la part du fonds. Sa justesse peut ainsi être plus ou moins précise. Ne figurant pas dans les prospectus, ce premier barrage peut ainsi s'avérer utile dans des circonstances similaires à celle que nous connaissons aujourd'hui. Néanmoins, dans le cadre de la liquidité générale du fonds, ce mécanisme ne suffit pas à gérer le risque de liquidité. Dans notre contexte, bien qu'un prix soit apporté aux produits russes, les fonds ne peuvent quand bien même pas le vendre, ce qui ne résout pas la problématique.

Dès lors, la problématique inhérente à la liquidité générale des fonds d'investissement ressurgit. Face à l'exposition, plus que significative, aux produits russes et au rouble, actuellement illiquides, les fonds d'investissement se retrouvent dans le piège de l'illiquidité. Concrètement, si un fonds comme H20

³³ Valeur Net d'inventaire calculée à fréquence régulière (souvent journalière ou hebdomadaire).

Multibonds, exposé majoritairement aux produits russes doit assumer une vague de rachats significatifs, il se retrouverait rapidement à court de liquidité ; la vente des produits composant le fonds étant rendue impossible par le biais des évènements macroéconomiques ; le fonds ne pourrait pas répondre à ses obligations et sa solvabilité serait ainsi compromise.

Pour pallier ces problématiques de liquidité générale, le législateur a mis en place plusieurs mécanismes permettant aux fonds de se prémunir contre les vagues de rachats ou de les stopper concrètement.

Nous constatons ainsi que c'est finalement le droit au rachat de parts des investisseurs à tout moment, principe fondamental des fonds d'investissement, qui constitue la plus grande crainte des fund managers. Dès lors, puisque c'est un droit acquis par tout investisseur qui ne peut être remis en question, comment décourager ces derniers à l'exercer ?

Face à cette problématique, les gestionnaires de fonds peuvent, dans un objectif de décourager les investisseurs sortants, exercer non seulement des délais de rachat accompagnés de commissions. Plus communément appelé Anti-Dilution Levy (ADL), ces droits permettent aux fonds de facturer des frais de vente à tout investisseur qui souhaiterait sortir du fonds. Evidemment ce mécanisme doit faire l'objet d'une transparence totale dans le prospectus du fonds afin que les investisseurs ne soient pas pris au dépourvu. Dans la même logique, toute modification de ce mécanisme doit obligatoirement faire l'objet d'une information particulière au porteur de parts. Rappelons que le législateur a vocation à protéger avant tout les investisseurs. Ces deux leviers qui sont un délai de règlement combiné à l'exercice de frais de sortie peuvent constituer ainsi le premier frein à toute sortie massive. Cependant nous l'avons constaté, ces premiers barrages n'affectent en aucun point la valeur liquidative des parts du fonds. Nous pouvons légitimement penser qu'en cas de sortie massive d'investisseurs, le fonds d'investissement se retrouvera dans l'obligation de céder ses actifs les plus liquides afin de dégager de la liquidité. Cependant, ces opérations représentent un coût qui peut s'avérer plus ou moins élevé pour le fonds et qui se répercutera ainsi sur les investisseurs encore présents dans le fonds. Pour rappel, dans le cas des ADL, certes l'investisseur sortant paye une commission de sortie, mais les investisseurs présents se retrouvent potentiellement pénalisés par des coûts de transactions et de réaménagement du portefeuille. Et c'est en partie face à cette problématique que le mécanisme du Swing Pricing est apparu. Cet outil a pour objectif, dans le cas de sortie massive, de réévaluer la valeur liquidative des parts du fonds à la baisse en intégrant justement les coûts inhérents à ces opérations de rachat significatifs.

Dans le cas de rachats massifs et avec l'hypothèse selon laquelle le nombre de parts souscrites est inférieur au nombre de parts rachetées, l'association française de la Gestion Financière donne une formule pour évaluer la valeur liquidative.

$$VL\ swing = VL\ brute - \frac{C}{(R - S)}$$

Avec C = Coût de réaménagement ; R = nombre de parts rachetées et S = nombre de part souscrites.

Avec cette formule nous constatons donc que le swing pricing apporte une décote à la valeur liquidative qui permet ainsi aux investisseurs sortants d'absorber les coûts inhérents à leur rachat. Les investisseurs toujours dans le fonds ne sont ainsi pas impactés par ces rachats. A titre d'information et selon les sociétés de gestion, la décote de la valeur liquidative des parts relative au swing pricing peut représenter de 0.1% à 2% de la valeur de la part. Afin d'éviter toute tentative d'optimisation de flux de sortie ou d'entrée, les mécanismes de calcul précis, propres à chaque fonds, ne sont pas publics. En effet, dans le cas où les souscriptions aux fonds seraient supérieures aux rachats, le swing pricing permettrait de réévaluer à la hausse la valeur liquidative des parts, pouvant ainsi entraîner des rachats de part opportunistes. En ne communiquant pas les détails précis de techniques de réévaluation de la valeur liquidative des parts, les fund managers se prémunissent contre toutes stratégies financières relatives à la mise en exécution de rachat. Néanmoins, toujours dans la logique de protection des investisseurs, le recours au swing pricing doit évidemment être notifié dans le prospectus.

Bien que l'objectif principal étant de ne pas faire supporter le coût des rachats aux investisseurs toujours présents dans le fonds, ce mécanisme est un formidable outil pour éviter tout rachat significatif et donc répondre aux problématiques de liquidité des fonds d'investissement. Au Luxembourg selon une étude de l'association AFTI³⁴, 80% des fonds d'investissement luxembourgeois disposent d'un mécanisme de Swing Pricing, ce qui démontre non seulement son efficacité mais également dans une vision plus globale, l'importance donnée par les fonds à la gestion du risque de liquidité.

Les mécanismes de ADL ou Swing Pricing sont de bons barrages à l'illiquidité. Néanmoins dans des circonstances exceptionnelles comme une crise de liquidité, ces mécanismes peuvent paraître non adaptés à la situation. En effet, dans le cas d'une crise de liquidité comme celle sur les produits

³⁴ Association Française des professionnels des titres.

financiers russes, provoquant une chute de la performance de certains fonds très exposés, nous pouvons imaginer que bon nombre d'investisseurs décident de se désengager coûte que coûte, et ce malgré tout délai de règlement et décote sur la valeur de leur part. Cependant avec l'impossibilité de liquider la majeure partie de leurs positions, les fonds se retrouveraient donc en pleine de crise de liquidité générale de leur structure, avec l'impossibilité de tenir leurs obligations à l'égard des investisseurs. De ce fait, face à une telle crise, les fonds d'investissement se retrouvent on ne peut plus face au risque de liquidité générale. A situation exceptionnelle, circonstances exceptionnelles. Après la crise de 2008, le législateur a une nouvelle fois pris conscience de la dangerosité du risque de liquidité des fonds d'investissement. Comme évoqué dans une partie précédente dédiée aux différentes législations inhérentes à la liquidité des fonds d'investissement, dans des circonstances exceptionnelles, le législateur a autorisé les fund managers à suspendre temporairement les rachats. Nous pouvons remarquer que ce droit va à l'encontre même des principes fondamentaux d'un fonds d'investissement, symbolisés par une liberté totale de sortie du fonds. Cette mesure est mise à disposition des fonds d'investissement à l'article 84 de la loi UCITS IV.

Bien qu'autorisé, l'exécution de ce droit renvoie une mauvaise image aux marchés financiers et à l'ensemble de la communauté financière. Cependant dans des circonstances exceptionnelles et face à un risque accru de crise de liquidité, cet outil constitue le barrage immédiat, total et naturellement efficace.

Dans le contexte de la crise de liquidité de produits russes, bon nombre de fonds exposés majoritairement à la Russie, ont eu recours en 2022 à ce mécanisme. Selon Fitch Ratings, 22 fund managers parmi les plus grands (JP MORGAN AM, AMUNDI, PICTET AM), exposés à la Russie, ont fait le choix de recourir à cette suspension pour une durée indéterminée. De par le consensus sur l'utilisation de cet outil en Europe mais également outre atlantique, qui rappelons le, n'est pas sans conséquence, quant au signal envoyé aux marchés financiers, nous constatons donc une nouvelle fois la gravité de cette crise de liquidité, provoquée par le conflit entre l'Ukraine et la Russie et son impact sur les fonds d'investissement internationaux.

A travers cette partie, nous remarquons qu'il existe de nombreux outils pour lutter contre le risque d'illiquidité des fonds d'investissement. Les différentes portées de ces mécanismes nous démontrent la réelle prise de conscience de l'importance de ce risque. Il serait intéressant de prendre l'exemple d'un fonds d'investissement, précédemment présenté, H2O Multibonds afin d'analyser les différents outils mis en place pour lutter contre ce risque d'illiquidité. Rappelons que ce fonds est en parallèle fortement exposé à la Russie, son analyse est ainsi particulièrement pertinente dans le contexte que nous connaissons.

B. ANALYSE CONCRETE DE LA PRESENCE DES BARRAGES A L'ILLIQUIDITE APPLIQUEE AU FONDS H2O

Comme évoqué dans la partie précédente, les fonds d'investissement disposent de nombreux outils pour gérer le risque de liquidité. De plus, nous avons démontré tout au long de ce sujet de réflexion, que l'ensemble des acteurs du monde de la finance, y compris le législateur, avait pris conscience de l'importance liée à la liquidité en finance, notamment dans l'univers des fonds d'investissement. Avec la conception de nombreux outils aux portées différentes, il s'avèrerait ainsi particulièrement intéressant d'analyser concrètement le prospectus d'un fonds d'investissement afin de cerner dans quelles conditions ces outils peuvent être mis en place.

Afin de rester toujours au plus près de notre sujet liant le risque de liquidité des fonds et l'influence du conflit Ukraine Russie sur ce dernier, il s'avère encore plus pertinent de se focaliser sur l'étude d'un fonds particulièrement exposé à la Russie et au rouble comme évoqué précédemment : H2O Multibonds. Cette analyse nous permettra ainsi de comprendre comment les acteurs les plus touchés par ce conflit parviennent tant bien que mal à optimiser leur gestion des risques. Pour rappel, le prospectus d'un fonds d'investissement est un document à destination du grand public, et pas obligatoirement spécialiste de la finance. Dans le cas du fonds H2O Multibonds, le prospectus est complété par un règlement inhérent au fonds.

La première analyse globale du prospectus nous démontre que le terme de liquidité ou risque de liquidité intervient à de nombreuses reprises, et ce, tout au long du prospectus. La notion de liquidité est une des notions les plus évoquées dans le prospectus signe de son importance absolue. En parallèle, conformément à UCITS IV, la notion de risque de liquidité est évoquée sans équivoque.

A l'article 2-6 du prospectus, une première mesure est évoquée explicitement pour lutter contre le risque d'illiquidité. En effet, le fonds s'octroie la possibilité de liquider dans la limite de 50% de son actif net, ses titres afin d'augmenter son rendement ou bien de « répondre à des besoins de liquidité ». Bien que cet article ne soit pas dédié exclusivement à la gestion du risque de liquidité, il constitue pour autant, dans son interprétation, le premier barrage au risque d'illiquidité. Néanmoins dans le contexte que nous connaissons et face à l'exposition massive de ce fonds au rouble et aux produits russes, cette première mesure s'avère ainsi non concluante dans la gestion du risque de liquidité des fonds d'investissement dans le cadre du conflit Ukraine – Russie. Pour rappel, l'ensemble des titres d'origine russe fait face à une suspension de cotation en bourse, les rendant ainsi par définition invendable.

En s'intéressant purement aux mesures de gestion du risque de liquidité, notre analyse laisse ressortir deux principaux outils.

Le premier outil s'articule autour d'une problématique, qui prend tout son sens dans le contexte 2022 : l'évaluation des produits financiers non cotés.

Dans le fonctionnement des fonds d'investissement, une valeur nette d'inventaire est calculée à une fréquence régulière, le plus souvent journalière (c'est le cas de H2O Multibonds). Pour ce faire, le fund manager recense l'ensemble des produits présents dans son portefeuille et utilise leur dernière cotation journalière disponible. Cependant dans le cas des produits russes, leur cotation est suspendue depuis Mars 2022³⁵. La publication d'une valeur liquidative journalière étant obligatoire, et les titres russes ne présentant ni de valeur précise disponible sur des places de cotation ni une valeur nulle, le fonds fait ainsi face à une problématique d'évaluation du juste prix de ces produits. Dans un tel contexte le gestionnaire doit évaluer lui-même ces produits. Au sein du prospectus, dans la partie IV – Evaluation des actifs (5), une référence est faite face à cette problématique des titres financiers non-côtés : « *Les instruments financiers dont le cours n'a pas été constaté le jour de l'évaluation sont évalués au dernier cours publié officiellement ou à leur valeur probable de négociation sous la responsabilité de la société de gestion* ». Le fund manager se laisse ainsi une double option : utiliser le dernier cours disponible sur les marchés financiers ou évaluer lui-même le plus justement possible, la valeur de ces produits. Dans la pratique, et face à l'absence de cotation depuis Mars 2022, l'utilisation du dernier cours disponible ne serait que trop peu pertinente. Une évaluation approfondie et propre au fonds semble ainsi la mesure la plus adéquate dans cette situation. Cet outil est ainsi particulièrement utilisé par l'ensemble des fonds d'investissement dans le contexte de la crise Ukraine – Russie et des suspensions de cotation des titres russes et permet ainsi de pallier cette absence de cotation. Cependant encore une fois, bien que pleinement intégré à la gestion du risque de liquidité des fonds d'investissement, cet outil ne permettra pas au gestionnaire de lutter activement contre le risque de liquidité, dans le cas d'une vague massive de rachats car bien qu'une valorisation soit apportée aux produits, ils demeurent invendables sur les marchés. A contrario cette technique est particulièrement utile pour des produits non cotés et ne faisant l'objet d'aucune restriction sur la vente ; en apportant un prix aux produits, ils deviennent dès lors commerciables.

Afin de lutter exclusivement contre le risque de liquidité, l'étude du prospectus nous présente le mécanisme principal : le swing pricing.

L'analyse des termes utilisés pour évoquer ce mécanisme est particulièrement intéressante. En effet, dans la partie consacrée à la présentation du swing pricing, nous avons montré que les gestionnaires de fonds ne donnaient que peu de détails aux investisseurs sur la mise en place d'un tel mécanisme afin d'éviter à ces derniers d'orchestrer des stratégies d'achat revente de parts axées sur cette pratique. L'étude de ce prospectus nous confirme ainsi cette pratique. Si le mécanisme soumis à un

³⁵ Annexe 1 p.54

seuil de déclenchement est clairement explicité, il n'y a en revanche aucune indication précise sur le paramètre de coût de réajustement ou sur les seuils de déclenchement. En outre il est clairement expliqué qu'il est impossible de savoir à l'avance quand ce mécanisme sera déclenché, et à quelle fréquence. A travers cet exemple très concret, nous remarquons que le swing pricing est véritablement utilisé dans l'univers des fonds d'investissement et comme démontré auparavant, ses effets particulièrement efficaces. Par ailleurs, l'étude de ce prospectus nous réaffirme concrètement les potentiels effets secondaires, pervers, d'un tel mécanisme. Toutefois, l'absence de données précises permet de protéger certainement les fonds d'investissement qui utiliseraient ce mécanisme contre des stratégies d'investissement opportunistes.

L'analyse de l'annexe au prospectus est également particulièrement intéressante. Ce règlement conjointement lié au prospectus apporte une série de droits applicables au fonds. Et là encore, nous retrouvons bons nombres de références au risque de liquidité et aux solutions pour lutter contre.

Dès l'article 2 du règlement, nous retrouvons une règle spécifique au fonds : « Il ne peut être procédé au rachat des parts si l'actif du Fonds Commun de Placement devient inférieur à 300 000 euros ». D'un point de vue gestion du risque de liquidité cette règle est particulièrement intéressante car elle peut être interprétée comme une dérivée de l'article 84 de la loi UCITS octroyant le droit au fund manager de suspendre temporairement les rachats du fonds dans des conditions exceptionnelles. Nous pouvons donc conclure que le fonds s'accorde pour admettre que si sa valeur totale est en dessous de 300 000 euros, il s'agit de conditions particulièrement périlleuses et exceptionnelles qui nécessitent ainsi la mise en place de telle mesure. Pour éviter cependant tout abus de cette pratique, il est ajouté que si la valeur du fonds ne dépasse pas ce seuil durant 30 jours, la société de gestion doit prendre les mesures nécessaires pour liquider ou orchestrer la mutation du fonds. Face à ces conséquences, nous comprenons que la société de gestion n'a aucun intérêt à rester en dessous de ce seuil trop longtemps, ce qui permet ainsi de limiter tout abus de la pratique de suspension de rachat. Cet exemple est particulièrement intéressant dans notre sujet puisqu'il nous démontre que les fonds d'investissement ont vocation à interpréter l'article 84 de UCITS IV pour se l'approprier et fixer ainsi eux même leurs conditions jugées exceptionnelles et nécessitant la mise en place d'une telle mesure. En outre il est indiqué également que le fonds peut suspendre les rachats face à des conditions exceptionnelles, pour se prémunir par exemple d'une crise touchant l'ensemble du monde de la finance.

L'exemple de la stratégie de suspension temporaire des rachats demeure intéressant dans le cas de l'analyse d'H2O Multibonds, puisqu'elle met en perspective une certaine interprétation de la loi.

L'étude du prospectus d'H2O Multibonds nous aura permis de tirer deux conclusions. D'une part l'ensemble des outils et mécanismes précédemment développés dans le cadre des évolutions législatives ont été parfaitement intégrés dans l'univers des fonds d'investissement pour lutter

activement contre le risque de liquidité. Les fonds n'hésitent également pas à affiner la loi en se l'appropriant de façon totalement légale, pour se protéger toujours plus contre ce risque.

Le second enseignement à tirer de cette analyse, se concentre finalement sur l'essence même du fonds H2O Multibonds. Ce fonds particulièrement exposé à la Russie et au rouble ne dispose pas de spécificité majeure dans sa gestion du risque de liquidité. Malgré quelques spécificités il reprend les dispositions qui lui sont accordées par le législateur. Et dans le contexte que nous connaissons, pour un fonds particulièrement exposé à la Russie, nous pouvons conclure que ces mécanismes semblent opportuns et efficaces puisqu'à l'heure où sont écrites ces lignes, malgré des performances évidemment en deçà des performances habituelles, le fonds n'est pas en situation de liquidation. Le risque de liquidité est ainsi plutôt bien appréhendé et géré par les fonds d'investissement à ce jour.

CONCLUSION

La liquidité en finance constitue une notion relativement complexe à définir. Bien souvent oubliée, la crise des Subprimes en 2008, n'a fait que rappeler l'importance de la gestion du risque de liquidité comme un risque à part entière. Dans l'univers des fonds d'investissement, ce risque demeure parmi les plus dangereux principalement du fait de sa présence à un double niveau ; un risque de liquidité sur les actifs du fonds pouvant ainsi entacher la performance globale du fonds et un risque général pouvant, dans les cas le plus grave compromettre la solvabilité du fonds.

L'invasion de l'Ukraine par la Russie, et les sanctions économiques et financières de l'Union Européenne en découlant n'ont fait que rappeler à l'ensemble de la communauté financière, la présence et la dangerosité du risque de liquidité.

L'objectif de ce sujet de réflexion était de réaffirmer l'influence d'un évènement macroéconomique sur la liquidité des marchés financiers et plus particulièrement la liquidité des fonds d'investissement. Force est de constater que la guerre financière entre les puissances occidentales et la Russie aura fait vaciller l'ensemble des marchés financiers internationaux et plus particulièrement l'ensemble des investisseurs dont les stratégies d'investissement se concentraient sur les pays de l'Est et la Russie.

L'analyse concrète d'un fonds d'investissement majoritairement exposé au rouble et à la Russie nous aura permis de tirer plusieurs enseignements. D'une part en croisant les moyens mis en place par le législateur pour lutter contre le risque de liquidité et l'effective présence de ces derniers dans la gestion des risques des fonds d'investissement ; nous avons pu conclure que les sociétés de gestion recouraient à l'ensemble des mécanismes mais qu'elles étaient également en mesure de se les approprier dans un cadre tout à fait légal pour renforcer toujours plus leur gestion du risque de liquidité. Le second enseignement de l'analyse d'un fonds précis et plus largement de l'ensemble de l'industrie des fonds d'investissement nous aura démontré que malgré cette période de crise que nous pouvons qualifier de crise de liquidité des produits russes ; l'ensemble de la communauté des fonds d'investissement a su se prémunir de façon optimale en utilisant l'ensemble des barrages à l'illiquidité qu'ils disposaient. Finalement après analyse, à ce jour il semblerait que la gestion du risque de liquidité des fonds d'investissement demeure relativement performante.

BIBLIOGRAPHIE

Livres

- QUIRY Pascal, LE FUR Yann, 2021, *Pierre Vernimmen Finance d'Entreprise 2021*, 19^{ème} édition Dalloz, Dalloz Gestion.
- ARTUS Patrick, BETBEZE Jean-Paul, DE BOISSIEU Christian, CAPELLE-BLANCARD Gunther, 2008, *La crise des Subprimes*, La documentation Française, Conseil d'analyse Economique.

Thèses et mémoires

- ASSOIL Ayad, 2021, *La mesure et la gestion du risque de liquidité sur le marché boursier du CAC40*, [En ligne], Thèse de doctorat Sciences Economiques, Université de Montpellier. Disponible sur <https://tel.archives-ouvertes.fr/tel-03207053/document>
- ALLARD Joris, 2017, *L'évolution du suivi du risque de liquidité à partir de la loi UCITS III, à travers les différentes réglementations et l'importance des stress tests y associés*, [En ligne], Mémoire, Université Catholique de Louvain. Disponible sur <https://dial.uclouvain.be/memoire/ucl/en/object/thesis%3A13145>

Textes Juridiques

- Parlement Européen et Conseil de l'Union Européenne, 2002, DIRECTIVE 2001/108/CE, [En ligne], Disponible sur <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/FR/TXT/PDF/?uri=CELEX:32001L0108&from=EN> (Consulté le 10/04/2022).
- Parlement Européen et Conseil de l'Union Européenne, 2009 DIRECTIVE 2009/65/CE, [En ligne], Disponible sur <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/FR/TXT/PDF/?uri=CELEX:32009L0065&from=FR> (Consulté le 10/04/2022).
- Commission Européenne, 2010, DIRECTIVE 2010/43/UE, [En ligne], Disponible sur <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/FR/TXT/PDF/?uri=CELEX:32010L0043&from=FR> (Consulté le 11/04/2022).

Prospectus Financiers

- H2O Asset Management, 2022, *H2O Multibonds FCP*, [En ligne], Disponible sur <https://doc.morningstar.com/Document/27155fa8dee716e700b3142545b6bafa.msdoc/?key=b05a919a07a386bce442eaa8871226b5d9abeb3119f1b77f578e757692c2f1e0> (Consulté le 26/07/2022).

Documents d'Informations

- Banque des Règlements Internationaux, 2014, *Bâle III : Ratio structurel de liquidité à long terme*, [En ligne], Disponible sur https://www.bis.org/bcbs/publ/d295_fr.pdf (Consulté le 17/04/2022).
- Association Française de la Gestion Financière, 2020, *Swing Pricing Charte de bonne conduite*, [En ligne], Disponible sur <https://www.afg.asso.fr/wp-content/uploads/2014/06/guidepro-swingpricing-201203web.pdf> (Consulté le 19/07/2022).

SITOGRAPHIE

Articles de périodique en ligne

- VALLA Natacha, SAES-ESCORBIAC Béatrice, TIESSET Muriel, Décembre 2006, *Liquidité bancaire et stabilité financière*, Revue de la Stabilité Financière, N°9 [En ligne], Disponible sur <https://acpr.banque-france.fr/sites/default/files/200612-liquidite-bancaire-et-stabilite-financiere.pdf> (Consulté le 10/03/2022).
- DE BANDT Olivier, POUVELLE Cyril, 2020, *Liquidité, solvabilité bancaire et crise financière : quelle relation ?* Bloc Note Eco, Banque de France, Billet N°173 [En ligne], Disponible sur <https://blocnotesdeleco.banque-france.fr/billet-de-blog/liquidite-solvabilite-bancaire-et-crise-financiere-quelle-relation> (Consulté le 10/03/2022).
- SOULHI Leila, 2022, *Risque liquidité du marché financier*, International Journal of Accounting Finance, Auditing, Management & Economics, 3(2-1), 187-204, [En ligne], Disponible sur <http://ijafame.org/index.php/ijafame/article/view/439/449> (Consulté le 15/03/2022).
- BOUZIA Abderrahim, CHERKAOUI Kenza, 2020, *Les déterminants de la liquidité du marché des actions au Maroc*, Revue Française d'Economie et de Gestion, Volume 1, N°1 [En ligne], Disponible sur <https://revuefreg.fr/index.php/home/article/view/70/36Cacart%C3%A9ristique%20sp%C3%A9cifique%20ou%20syst%C3%A9matique> (Consulté le 17/03/2022).
- DARPEIX Pierre-Emmanuel, LE MOIGN Caroline, MEME Nicolas, NOVAKOVIC Marko, Juillet 2020, *Présentation et recensement des outils de gestion de la liquidité des fonds français*, Banque de France, Working Paper N°775, [En ligne], Disponible sur <https://www.banque-france.fr/sites/default/files/medias/documents/wp775fr.pdf> (Consulté le 06/04/2022).
- LE PAGE Stéphanie, 18/04/2011, *Comment UBS et Luxalpha travaillaient avec Bernard Madoff : les premières révélations*, Les Echos [En ligne], Disponible sur <https://www.lesechos.fr/2011/04/comment-ubs-et-luxalpha-travaillaient-avec-bernard-madoff-les-premieres-revelations-391612> (Consulté le 12/05/2022).
- LEFIGARO.FR, 14/04/2021, *Des grandes fortunes aux petits épargnants, qui sont les victimes de Bernard Madoff ?* Le Figaro [En ligne], Disponible sur <https://www.h2o-am.com/maj/Documents/Regulatory/CPROSP-2022-06-01-EN-BE-2022-06-01-H2O%20MultiBonds%20FCP-2788.pdf> (Consulté le 12/05/2022).
- VENDIN Eric, 04/03/2020, *Les victimes de la fraude Madoff déboutées par la justice luxembourgeoise*, News-Assurances, [En ligne], Disponible sur <https://news-assurances.com/actualites/uncategorized/les-victimes-de-la-fraude-madoff-deboutees-par-la-justice-luxembourgeoise/016728841> (Consulté le 12/05/2022).
- DA SILVA Lucas, TOBELEM Boran, 29/07/2022, *Guerre en Ukraine : chronologie des événements*, Toute l'Europe, [En ligne], Disponible sur <https://www.touteurope.eu/le-dans-le-monde/guerre-en-ukraine-chronologie-des-evenements/> (Consulté le 18/05/2022).

- LAURIN Amélie, 01/03/2022, *Ukraine : les investisseurs internationaux pris au piège des sanctions contre la Russie*, Les Echos, [En ligne], Disponible sur <https://www.lesechos.fr/finance-marches/gestion-actifs/ukraine-les-investisseurs-internationaux-pris-au-piege-des-sanctions-contre-la-russie-1390429> (Consulté le 20/05/2022).
- LAURIN Amélie, 10/05/2022, *Ces sociétés de gestion qui choisissent de fermer définitivement leurs fonds exposés à la Russie*, Les Echos, [En ligne], Disponible sur <https://www.lesechos.fr/finance-marches/gestion-actifs/ces-societes-de-gestion-qui-choisissent-de-fermer-definitivement-leurs-fonds-exposes-a-la-russie-1405849> (Consulté le 03/06/2022).
- SHAKHNOV Kirill, 17/06/2022, *Sanctions contre la Russie : le rouble est aujourd'hui plus fort qu'avant la guerre*, La Tribune, [En ligne], Disponible sur <https://www.latribune.fr/opinions/tribunes/sanctions-contre-la-russie-le-rouble-est-aujourd-hui-plus-forte-qu-avant-la-guerre-922179.html> (Consulté le 03/06/2022).

Sites Web

- La Finance Pour Tous, 25/01/2022, *Liquidité*, [En ligne], Disponible sur <https://www.lafinancepourtous.com/decryptages/marches-financiers/fonctionnement-du-marche/liquidite/> (Consulté le 03/03/2022).
- Wikipédia, *Crise de liquidité*, [En ligne], Disponible sur https://fr.wikipedia.org/wiki/Crise_de_liquidit%C3%A9 (Consulté le 05/03/2022).
- Luxembourg For Finance, *Fonds d'investissement berceau de l'industrie mondiale des fonds*, [En ligne], Disponible sur [https://www.luxembourgforfinance.com/fr/la-place-financiere/fonds-dinvestissement/#:~:text=Le%20Luxembourg%20d%C3%A9tient%20une%20part,gestion%20\(EFAMA%20Q3%202021\)](https://www.luxembourgforfinance.com/fr/la-place-financiere/fonds-dinvestissement/#:~:text=Le%20Luxembourg%20d%C3%A9tient%20une%20part,gestion%20(EFAMA%20Q3%202021)) (Consulté le 21/05/2022).
- DUPE Julien, Infonet, 16/04/2021, *Fonds d'Investissement Alternatifs* [En ligne], Disponible sur <https://infonet.fr/lexique/definitions/fonds-dinvestissement-alternatif/> (Consulté le 23/05/2022).
- Assurance Vie Luxembourg, 01/05/2022, *Mieux connaître le Luxembourg*, [En ligne], Disponible sur <https://www.assurancevieuxembourg.fr/notation-luxembourg/> (Consulté le 23/05/2022).
- Conseil européen, Conseil de l'Union Européenne, Dernière mise à jour le 16/08/2022, *Le point sur les sanctions de l'UE contre la Russie*, [En ligne], Disponible sur <https://www.consilium.europa.eu/fr/policies/sanctions/restrictive-measures-against-russia-over-ukraine/sanctions-against-russia-explained/> (Consulté le 04/06/2022).

TABLES DES FIGURES

FIGURE 1 : LOGO GRENOBLE IAE	1
FIGURE 2 : LOGO LUXCELLENCE MANAGEMENT COMPANY	1
FIGURE 3 : CARTE DE LA PRESENCE DE CACEIS A L'INTERNATIONAL.....	7
FIGURE 4 : SCHEMATISATION DES TROIS PILIERS DE LA LIQUIDITE FINANCIERE	13
FIGURE 5 : GRAPHIQUE SYNTHETIQUE DES DEUX GRANDES CLASSES D'OPC.....	16
FIGURE 6 : TABLEAU D'INTERPRETATION DU BID-ASK SPREAD	23
FIGURE 7 : TABLEAU DE SYNTHESE DES PRINCIPALES DECOTES APPLICABLES SELON LES CLASSES D'ACTIFS AU SEIN DU LCR.....	26
FIGURE 8 : SCHEMATISATION DE L'INFLUENCE DES SANCTIONS ECONOMIQUES SUR LA LIQUIDITE DES PRODUITS FINANCIERS.....	31
FIGURE 9 : SCHEMA DES PERFORMANCES DES TROIS FONDS STARS DES CGP EN 2018 - 2019	35

SIGLES ET ABREVIATIONS UTILISES

Dans un souci de simplicité, l'ensemble des abréviations utilisées dans ce travail de recherche ont été précisées en note de bas de page.

GLOSSAIRE

Dans un souci de simplicité, l'ensemble des termes complexes de ce travail de recherche ont été précisés en note de bas de page.

TABLES DES ANNEXES

ANNEXE 1 : SUSPENSION DE COTATION DU TITRE GAZPROM COTE A LA BOURSE DE LONDRES, PREUVE D'UNE ILLIQUIDITE TOTALE..	53
ANNEXE 2 : EVOLUTION DU COURS EUR/RUB	54

ANNEXE 1 : SUSPENSION DE COTATION DU TITRE GAZPROM COTE A LA BOURSE DE LONDRES, PREUVE D'UNE ILLIQUIDITE TOTALE



<https://www.abcbourse.com/cotation/OGZDe>

ANNEXE 2 : EVOLUTION DU COURS EUR/RUB

Graphique : EUR vers RUB

• 1 EUR = 60,567 RUB 18 août 2022, 16:10 UTC

Euro vers Rouble russe



<https://www.xe.com/fr/currencycharts/?from=EUR&to=RUB>