

Bruxelles

Le Bourse en repli

L'indice BEL 20 accentuait son mouvement baissier en clôturant sur un repli de 4,27 % en variation hebdomadaire, à 2.337,29 points, après avoir déjà essuyé une nette baisse de 3,45 % la semaine précédente. Si le repli antérieur pouvait partiellement être mis sur le compte d'un mouvement de prises de bénéfices après neuf séances de hausse dans un contexte pour le moins incertain, la confirmation du regain des inquiétudes relatives à la croissance mondiale achevait cette semaine de convaincre les plus optimistes qu'il valait mieux se mettre provisoirement à l'abri. D'autant que, habitués à l'annonce d'informations peu enthousiasmantes au sujet de la zone euro et, dans une moindre mesure, au sujet des Etats-Unis, les investisseurs devaient cette fois digérer la révision à la baisse de l'indice des indicateurs avancés de la Chine qui est l'économie supposée maintenir la croissance mondiale à flots. Il n'en fallait donc pas davantage pour voir la plupart des valeurs piquer du nez, alors que se profile une saison estivale que nombre d'analystes entrevoient d'ores et déjà à hauts risques. Sur Euronext Bruxelles, les valeurs principales bénéficiaires du rebond d'il y a deux semaines payaient les pots cassés à la suite du retournement de tendance. C'était le cas en particulier du fabricant de métiers à tisser Picanol qui s'effondrait de 27,7 % d'un vendredi à l'autre, alors que la perspective d'un éventuel renchérissement du yuan l'avait fait bondir de 23,8 % la semaine précédente. Parmi les valeurs cycliques, le producteur de zinc Nyrstar faisait lui aussi les frais des informations négatives en provenance de Chine et abandonnait dans la foulée quelque 9,3 % alors qu'Umicore perdait 6,3 %. Du côté des valeurs financières, l'heure n'était pas davantage aux grandes envolées. Si KBC parvenait à maintenir son repli dans les limites franchement raisonnables, affichant une baisse de 1,9 % d'un vendredi à l'autre, il n'en allait pas de même pour Dexia qui plongeait de 11,1 %, le groupe devant pour rappel se priver depuis le 1^{er} juillet de la garantie de l'Etat belge pour ses besoins de financement. Et ce, alors que l'assureur Ageas faisait moins bien encore en chutant de 11,2 %. Ceci étant, quelques titres parvenaient néanmoins à clôturer dans le vert: Option, dans le secteur informatique, qui, après avoir été matraqué pendant plusieurs mois, entamait sa remontée il y a deux semaines avec l'annonce de nouveaux contrats et poursuivait sur sa lancée cette semaine avec l'ouverture par la Commission européenne d'une enquête relative à d'éventuelles pratiques de dumping des prix de la part de concurrents chinois dans le domaine des modems sans fil.

■ J.-P.M.



Le billet juridique de l'étude Wildgen

La proposition de directive AIFM: l'éprouvante tentative de réglementation des fonds alternatifs

Accords et désaccords

Contrairement aux organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM) qui font l'objet d'un régime juridique harmonisé au sein de l'Union européenne depuis déjà vingt-cinq ans, les fonds alternatifs n'ont jusqu'à présent fait l'objet d'aucune réglementation au niveau supranational. Des régimes juridiques épars s'appliquent donc au sein des différents Etats membres.

■ La nécessité d'une réglementation commune pour ce type de fonds s'est manifestée dès 2005 par la publication d'un livre vert sur l'amélioration du cadre régissant les fonds d'investissement dans l'Union européenne, suivie quelques années plus tard d'une résolution du Parlement européen réclamant une proposition de directive en la matière. La crise financière, qui éclata en 2008, ne fit qu'accélérer le mouvement, la plupart des chefs d'Etat du G 20 pointant du doigt le manque de réglementation et de transparence de ce type de fonds et faisant de ces derniers les bouc-émissaires de la crise que nous traversons actuellement.

Mais que faut-il entendre par fonds alternatifs? S'il n'existe pas de définition précise tant leur variété est immense, la proposition de directive AIFM (*Alternative Investment Funds Managers*) du 30 avril 2009 (la «directive») suggère de les définir de façon négative en énonçant qu'il s'agit de «tout organisme de placement collectif, y compris ces compartiments d'investissement, dont l'objet exclusif est l'investissement collectif dans des actifs et qui n'est pas soumis à l'agrément au titre de l'article 5 de la directive 2009/65/CE2».

En d'autres termes les fonds alternatifs sont des fonds d'investissement qui (i) ont pour objectif d'offrir une performance absolue décorrélée des indices boursiers, (ii) utilisent des techniques d'investissement complexes, investissant dans des classes d'actifs différentes et (iii) s'adressent à des investisseurs ayant des profils différents (les OPCVM étant quant à eux destinés au grand public).

On retrouve principalement parmi ces fonds alternatifs les *hedge funds*, les fonds de capital-investissement, les fonds immobiliers, les fonds investissant dans les matières premières.

La Directive prévoit de soumettre les gestionnaires de fonds alternatifs établis au sein de l'Union européenne au respect d'un certain nombre de règles, en contrepartie desquels ils bénéficieront d'un passeport leur permettant de commercialiser leurs fonds alternatifs dans toute l'Union européenne. Soulignons d'emblée qu'il s'agit là d'une nouvelle approche, les instruments réglementant les OPCVM s'intéressant principalement aux fonds et indirectement à leurs gestionnaires.

Les grandes lignes de la proposition de directive peuvent être ainsi résumées.



Parmi les fonds alternatifs, on trouve notamment les fonds immobiliers

Champ d'application

La directive a vocation à s'appliquer à l'ensemble des gestionnaires (personne physique ou morale) de fonds d'investissement autres que les OPCVM qui sont établis au sein d'un Etat membre. Des exceptions sont toutefois prévues en faveur des gestionnaires d'actifs dont la valeur totale est inférieure à 100.000 euros ou 500.000 euros en cas de fonds recourant à l'effet de levier. Précisons également qu'échappent expressément au champ d'application de la directive, les gestionnaires de fonds de pension ou de fonds de dotation.

Agrément préalable

Les gestionnaires de fonds alternatifs entrant dans le champ d'application de la directive se verront dans l'obligation d'obtenir un agrément délivré par l'autorité compétente de l'Etat membre dans lequel ils sont établis. L'obtention de cet agrément est soumise au respect d'un certain nombre de conditions et d'informations portant notamment sur l'identité du gestionnaire, ses qualifications, le programme d'activité, les caractéristiques des fonds qu'il prévoit de gérer ainsi que les délégations éventuelles. Les gestionnaires devront en outre posséder un certain niveau de fonds propres (125.000 euros et 0,02 % de la valeur des portefeuilles sous gestion qui dépassent 250 millions d'euros).

A noter encore que certaines obligations spécifiques s'appliqueront aux gestionnaires de fonds utilisant l'effet de levier et à ceux investissant dans des sociétés dans lesquelles ils acquièrent une participation de contrôle. Ces exigences supplémentaires s'expliquent par les risques importants pouvant être générés par ce type de fonds. Une fois le dossier déposé, l'autorité compétente disposera d'un délai de deux mois

pour prendre sa décision qui, si elle est positive, produira ses effets dans toute l'Union européenne.

Commercialisation

L'agrément obtenu par le gestionnaire dans son Etat membre d'origine lui permettra en effet de commercialiser les parts des fonds qu'il gère dans chaque Etat membre moyennant une notification auprès de l'autorité de surveillance de l'Etat membre en question (qui ne pourra pas imposer de conditions supplémentaires à celles imposées à ses fonds domestiques). La directive autorise également les gestionnaires en possession de l'agrément à commercialiser des fonds *offshore*, c'est-à-dire des fonds situés en dehors de l'Union européenne, mais sous des critères plus restrictifs (après trois ans de transposition, existence d'un accord type OCDE sur les échanges en matière fiscale, etc.).

Types d'investisseurs

La directive prévoit encore que la commercialisation des parts de fonds alternatifs ne pourra se faire qu'auprès d'investisseurs institutionnels ou professionnels au sens de la directive 2004/39/CE3. Une certaine flexibilité est toutefois accordée aux Etats membres afin de leur permettre d'autoriser la commercialisation de fonds alternatifs à des investisseurs de détail (investisseurs non qualifiés) sur leur territoire (des règles plus strictes pouvant alors être imposées aux gestionnaires des fonds concernés).

Garde des actifs

La directive prévoit également certaines dispositions en ce qui concerne le dépositaire du fonds, c'est-à-dire la banque chargée d'une mission de surveillance et de conservation des actifs détenus par le fonds. Outre des règles spécifiques quant à la responsabilité civile des dépositaires, mention-

nons la reconnaissance d'un passeport européen au profit de ces derniers qui permet au gestionnaire d'un fonds alternatif de choisir le dépositaire pour ledit fonds dans n'importe quel pays de l'Union européenne (la directive OPCVM prévoit quant à elle que le dépositaire doit être établi dans l'Etat membre du siège du fonds d'investissement en question).

S'il est évident que l'objectif de cette directive est la conjonction entre (i) la création d'un cadre harmonisé et efficace quant à la gestion des fonds alternatifs et (ii) la création d'un système de surveillance communautaire destiné à mieux encadrer les risques inhérents à cette activité (les *hedge funds* seront notamment obligés de faire état de leurs engagements auprès de l'autorité de régulation de l'Etat membre de domicile du fonds), l'accord sur cette directive n'est toujours pas acquis. De nombreuses critiques et désaccords subsistent, notamment quant au rôle et à la responsabilité des banques dépositaires, à la commercialisation des produits *offshores*, à l'existence de nouvelles règles d'évaluations des actifs, à la lourdeur de certaines obligations de transparence, spécifiquement pour les *hedge funds*. La mise en place d'une réglementation pour les gestionnaires de fonds alternatifs n'est donc pas au bout de ces peines même si un accord devrait voir le jour au mois de septembre de cette année.

■ Philippe Muller, avocat, et Virginie Macchi, docteur en droit Wildgen, Partners in Law

Rendez-vous en septembre

La parution des billets juridiques de Wildgen, Partners in Law est suspendue durant les vacances d'été. Rendez-vous à la rentrée, en septembre.