

Haute École
Groupe ICHEC – ECAM – ISFSC
Enseignement supérieur de type long de niveau universitaire



et



Université Catholique de Louvain

**En quoi les divergences d'interprétation de la directive AIFM en droit national
influencent-elles les aspects concurrentiels des sociétés de gestion ?**

Mémoire présenté par :

Céline MANCHE

Pour l'obtention des diplômes de

Master en gestion de l'entreprise

Master en sciences de gestion

(Double diplomation)

Année académique 2019-2020

Promoteur :

Mathilde FOX

Haute École
Groupe ICHEC – ECAM – ISFSC
Enseignement supérieur de type long de niveau universitaire



et



Université Catholique de Louvain

**En quoi les divergences d'interprétation de la directive AIFM en droit national
influencent-elles les aspects concurrentiels des sociétés de gestion ?**

Mémoire présenté par :

Céline MANCHE

Pour l'obtention des diplômes de

Master en gestion de l'entreprise

Master en sciences de gestion

(Double diplomation)

Année académique 2019-2020

Promoteur :

Mathilde FOX

Je souhaite de manière générale remercier toutes les personnes qui ont contribué de près ou de loin à l'élaboration de ce mémoire, et tout particulièrement aux personnes qui ont pris le temps de le lire et de me faire part de leurs remarques constructives, notamment Marc Toledo.

Je remercie également ma promotrice Madame Fox, qui en plus de m'avoir prodigué d'excellents conseils de par son expertise, a également toujours eu un mot d'encouragement tout au long de cette période de rédaction.

Je ne peux oublier les différents acteurs du monde des fonds d'investissement et les juristes spécialisés qui ont pris le temps de m'accorder des entretiens téléphoniques et de répondre à mes questions pour enrichir mes recherches.

Enfin, merci à mes proches pour leurs nombreuses relectures ainsi que pour leur soutien durant mes années d'études.

Je soussignée, MANCHE, Céline, étudiante en master 2, déclare par la présente que le Mémoire ci-joint est exempt de tout plagiat et respecte en tous points le règlement des études en matière d'emprunts, de citations et d'exploitation de sources diverses signé lors de mon inscription à l'ICHEC, ainsi que les instructions et consignes concernant le référencement dans le texte respectant la norme APA, la bibliographie respectant la norme APA, etc. mises à ma disposition sur Moodle.

Sur l'honneur, je certifie avoir pris connaissance des documents précités et je confirme que le Mémoire présenté est original et exempt de tout emprunt à un tiers non-cité correctement.

“There Ain’t No Such Thing As A Free Lunch”

Robert A. Heinlein (s.d.)

TABLE DES MATIÈRES

| | | |
|-----------|--|-----------|
| 0. | INTRODUCTION | 1 |
| 0.1 | CONTEXTE | 1 |
| 0.2 | PROBLÉMATIQUE | 1 |
| 0.3 | MÉTHODOLOGIE | 2 |
| 1. | PRÉFACE | 3 |
| 2. | ANALYSE DE LA DIRECTIVE AIFM..... | 4 |
| 2.1 | ORIGINE ET OBJECTIFS DE LA DIRECTIVE AIFM | 4 |
| 2.1.1 | <i>Origine</i> | 4 |
| 2.1.2 | <i>Objectifs</i> | 5 |
| 2.2 | DÉFINITION D'UN FONDS D'INVESTISSEMENT ALTERNATIF | 5 |
| 2.3 | DÉFINITION D'UN MANAGER DE FONDS D'INVESTISSEMENT ALTERNATIF | 6 |
| 2.4 | DÉFINITION D'UNE SOCIÉTÉ DE GESTION | 7 |
| 2.5 | CHAMP D'APPLICATION | 7 |
| 2.6 | IMPLICATIONS..... | 8 |
| 2.6.1 | <i>Le passeport européen</i> | 8 |
| 2.6.2 | <i>Exigences en termes de capital initial, de fonds propres et gestion de la liquidité</i> | 9 |
| 2.6.3 | <i>Structuration et stratégies d'investissement des fonds</i> | 10 |
| 2.6.3.1 | Structuration..... | 10 |
| 2.6.3.2 | Stratégies d'investissement..... | 10 |
| 2.6.4 | <i>Les fonctions de gestion</i> | 11 |
| 2.6.5 | <i>Le rôle du dépositaire</i> | 11 |
| 2.6.6 | <i>Le lien avec l'autorité de marché</i> | 12 |
| 2.6.7 | <i>Une évaluation indépendante</i> | 12 |
| 2.7 | APERÇU DU PAYSAGE JURIDIQUE EUROPÉEN | 13 |
| 3. | ANALYSE DES TRANSPOSITIONS NATIONALES ET NIVEAUX INFÉRIEURS DE RÉGULATION | 17 |
| 3.1 | TRANSPOSITION NATIONALE..... | 17 |
| 3.1.1 | <i>Belgique</i> | 17 |
| 3.1.1.1 | Terminologie..... | 17 |
| 3.1.1.2 | Champ d'application..... | 18 |
| 3.1.1.3 | L'agrément..... | 18 |
| 3.1.1.4 | Le passeport européen | 18 |
| 3.1.1.5 | Les fonctions de gestion | 19 |
| 3.1.1.6 | Modification de nature et de nomenclature de fonds..... | 19 |
| 3.1.1.7 | Différentiation du type d'investisseur pour la commercialisation..... | 19 |
| 3.1.2 | <i>Luxembourg</i> | 20 |
| 3.1.2.1 | Le passeport européen | 21 |
| 3.1.2.2 | Les fonctions de gestion | 22 |

| | | |
|-----------|--|-----------|
| 3.1.2.3 | L'investisseur de détail | 22 |
| 3.1.2.4 | Impact sur la création de fonds | 22 |
| 3.2 | ARRÊTÉS ROYAUX (BELGIQUE) ET RÈGLEMENTS GRAND-DUCAUX (LUXEMBOURG) | 23 |
| 3.2.1 | <i>Belgique</i> | 23 |
| 3.2.2 | <i>Luxembourg</i> | 23 |
| 3.3 | CIRCULAIRES DU RÉGULATEUR | 24 |
| 3.3.1 | <i>Belgique : Financial Services and Markets Authority (FSMA)</i> | 24 |
| 3.3.2 | <i>Luxembourg : Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF)</i> | 25 |
| 3.4 | CONCLUSIONS SUR LES TEXTES JURIDIQUES NATIONAUX | 26 |
| 4. | LES DIVERGENCES D'INTERPRÉTATION D'AIFMD | 27 |
| 4.1 | LES DIFFÉRENTS TYPES DE FONDS ALTERNATIFS | 27 |
| 4.1.1 | <i>Forme juridique</i> | 27 |
| 4.1.2 | <i>En Belgique</i> | 28 |
| 4.1.2.1 | Les FIIS | 28 |
| 4.1.2.2 | Les fonds d'épargne pension | 28 |
| 4.1.2.3 | Les PRICAF et les PRICAV | 29 |
| 4.1.2.4 | Les hedge funds | 29 |
| 4.1.2.5 | Les SICAFI et les SIR | 29 |
| 4.1.3 | <i>À Luxembourg</i> | 30 |
| 4.1.3.1 | Les SICAR | 30 |
| 4.1.3.2 | Les FIS | 30 |
| 4.1.3.3 | Les FIAR | 31 |
| 4.2 | IMPACT SUR LES SOCIÉTÉS DE GESTION | 31 |
| 4.2.1 | <i>Sociétés de gestion et actifs sous gestion</i> | 31 |
| 4.2.1.1 | Belgique | 31 |
| 4.2.1.2 | Luxembourg | 35 |
| 4.2.2 | <i>Ventilation des investisseurs</i> | 35 |
| 4.2.2.1 | Belgique | 35 |
| 4.2.2.2 | Luxembourg | 36 |
| 4.2.3 | <i>Évolution de la VNI</i> | 37 |
| 4.2.1 | <i>Structure des sociétés de gestion</i> | 37 |
| 4.2.2 | <i>Succès du Luxembourg</i> | 39 |
| 4.3 | IMPACT SUR LES INVESTISSEURS | 43 |
| 4.4 | CONCLUSION SUR LES DIVERGENCES D'INTERPRÉTATION | 44 |
| 5. | EVOLUTION ET SUIVI D'AIFMD | 46 |
| 5.1 | CHANGEMENT DANS LA LÉGISLATION | 46 |
| 5.1.1 | <i>Directive européenne du 12 juillet 2019</i> | 46 |
| 5.1.1.1 | Pré-commercialisation | 46 |
| 5.1.1.2 | Modification induisant une non-conformité de la gestion | 47 |
| 5.1.1.3 | Facilités pour l'investisseur de détail | 47 |
| 5.1.1.4 | Évaluation du régime de passeport | 47 |
| 5.1.2 | <i>Mesures prises à l'égard du COVID-19</i> | 47 |

| | | |
|---------|---|-----------|
| 5.1.2.1 | Arrêté royal du 22 avril 2020..... | 47 |
| 5.1.3 | <i>Télétravail et monitoring des gestionnaires des plus grands fonds d'investissement</i> | 48 |
| 5.2 | INTERVENTION DU RÉGULATEUR..... | 49 |
| 5.2.1 | <i>Missions</i> | 49 |
| 5.2.1.1 | FSMA..... | 49 |
| 5.2.1.2 | CSSF | 49 |
| 5.2.2 | <i>Rapports annuels</i> | 49 |
| 5.2.2.1 | FSMA..... | 49 |
| 5.2.2.2 | CSSF | 50 |
| 5.2.3 | <i>Sanctions administratives</i> | 51 |
| 5.2.3.1 | FSMA..... | 51 |
| 5.2.3.2 | CSSF | 51 |
| 6. | CONCLUSION..... | 53 |
| 7. | GLOSSAIRE..... | 55 |
| 8. | BIBLIOGRAPHIE | 56 |
| 8.1 | SOURCES ÉCRITES..... | 56 |
| 8.1.1 | <i>Livres/ouvrages.....</i> | 56 |
| 8.1.2 | <i>Articles de revue ou de journal.....</i> | 56 |
| 8.1.2.1 | Articles de revue | 56 |
| 8.1.2.2 | Articles de journal..... | 57 |
| 8.1.3 | <i>Mémoires et supports de cours</i> | 58 |
| 8.1.4 | <i>Rapports.....</i> | 58 |
| 8.1.5 | <i>Documents internes.....</i> | 59 |
| 8.1.6 | <i>Sites et pages web</i> | 59 |
| 8.1.7 | <i>Directives, lois , ordonnances, décrets et arrêtés.....</i> | 63 |
| 8.1.7.1 | Directives..... | 63 |
| 8.1.7.2 | Lois | 63 |
| 8.1.7.3 | Arrêtés Royaux | 63 |
| 8.1.7.4 | Circulaires et communications..... | 63 |
| 8.2 | SOURCES ORALES | 65 |
| 8.2.1 | <i>Entretiens</i> | 65 |
| 8.2.2 | <i>Documents audio-vidéo</i> | 65 |
| 9. | COMPLÉMENTS BIBLIOGRAPHIQUES..... | 66 |
| 10. | TABLE DES FIGURES ET TABLEAUX | 68 |
| 10.1 | FIGURES..... | 68 |
| 10.2 | TABLEAUX..... | 68 |

0. INTRODUCTION

0.1 CONTEXTE

La directive européenne AIFM (2011/61/UE) régissant les fonds d'investissement alternatifs doit, comme toute directive, être transposée en droit national. Les interprétations peuvent présenter des différences d'un pays à l'autre, et c'est ce que je souhaite étudier. Plus particulièrement, le but de ma recherche sera d'évaluer si ces variations ont un impact sur les aspects concurrentiels des sociétés de gestion, et éventuellement sur les investisseurs.

Le cadre de mon étude se limitera à la Belgique et au Luxembourg. Le choix de ce périmètre tient compte de différentes contraintes (temps limité, barrière de langues, faisabilité) mais part surtout du fait que le Luxembourg est clairement positionné comme le leader européen en termes de distribution de fonds d'investissement, qu'ils soient alternatifs ou non. D'autre part, avant l'arrivée de la directive, les structures des sociétés de gestion étaient très différentes en Belgique et à Luxembourg. Par ailleurs, notre pays imposait une ségrégation stricte des entités en ce qui concerne la société de gestion et la banque dépositaire, alors que nos voisins laissent la possibilité d'opérer une séparation plus légère, ce qui pouvait potentiellement mener à des conflits d'intérêts.

Mon hypothèse dans ce sens est que les sociétés de gestion du Grand-Duché supporteraient moins de frais que celles actives dans notre pays et que l'investisseur luxembourgeois serait un peu moins protégé à cause d'une législation plus souple.

J'ai choisi de traiter ce sujet étant donné que j'ai eu l'opportunité d'effectuer mon stage au sein de Caceis Bank, Belgium Branch. Caceis est l'acronyme de « Crédit Agricole, Caisse d'Épargne Investor Services ». La filiale belge du Crédit Agricole mentionnée précédemment représente la banque dépositaire et est effectivement séparée de Caceis Belgium qui est une succursale du Crédit Agricole responsable des fonctions comptables et autres services. J'exerçais donc une fonction de contrôle de fonds d'investissement, alternatifs ou non et ceci impliquait notamment d'avoir des contacts avec des sociétés de gestion.

0.2 PROBLÉMATIQUE

Lors d'une discussion avec Emmanuel Rousseau, le responsable de la banque dépositaire de Caceis à Bruxelles, j'ai appris que la question se posait de savoir si les divergences d'interprétations de cette directive pouvaient avoir un impact sur les aspects concurrentiels des sociétés de gestion se trouvant dans différents pays.

En quoi cet impact pourrait-il nuire aux investisseurs ? Avant la directive européenne, certaines sociétés de gestion, n'avaient l'obligation de supporter qu'une seule catégorie d'activité parmi gestion du risque et gestion de portefeuille. Elles choisissaient alors de garder la gestion des risques et de déléguer les unités opérationnelles. Ces entreprises se révélaient parfois être des

boîtes aux lettres. Moins de coûts donc à leur niveau puisqu'elles ne possèdent pas d'effectif, mais également plus de risque et une responsabilité répartie...

0.3 MÉTHODOLOGIE

Mon travail de fin d'études s'articulera en quatre grands chapitres. La base de mon analyse sera la directive AIFM. Il s'agira de la lire et d'en retirer les points importants et si je puis dire, révolutionnaires. Pour étayer mes propos, je vais lire une série d'articles en rapport avec celle-ci. Ensuite, je me pencherai sur ses transpositions nationales en droit belge et luxembourgeois, selon la même logique c'est-à-dire en complétant mon point de vue avec des lectures additionnelles.

Mon approche sera principalement qualitative. En effet, pour appuyer cette autopsie des textes de loi, je vais m'entretenir avec des spécialistes du domaine. Je pense notamment à des commerciaux et juristes, chez Caceis Belgium et Caceis Luxembourg via les contacts que j'ai pu obtenir durant mon stage. J'espère également avoir l'opportunité de m'entretenir avec des personnes impliquées dans des sociétés de gestion en Belgique et à Luxembourg.

Enfin, je ferai le point sur l'évolution des régulations depuis la parution de la directive jusqu'à la date de fin de rédaction de ce mémoire (Arrêtés Royaux, circulaires, etc...), de manière à évaluer si des manques se sont fait sentir et si les autorités ont dû rectifier la législation. La lecture des rapports des régulateurs ainsi que les éventuelles sanctions distribuées dans chaque pays (FSMA pour la Belgique et CSSF pour le Luxembourg) me permettront de voir dans quelle mesure un niveau d'intervention est nécessaire de la part de l'autorité financière suprême du pays et dans le même temps, de compléter mon dernier point d'étude.

1. PRÉFACE

Dans le cadre des événements sans précédent rencontrés depuis le mois de mars, il nous a été demandé d'ajouter une préface expliquant si et, le cas échéant, dans quelles mesures le coronavirus ainsi que les implications qu'il a eues, a impacté notre mémoire. En effet, depuis le 18 mars 2020, nous ne pouvions sortir de chez nous que pour des déplacements essentiels. Par chance, la fonction de contrôleur dépositaire stagiaire que j'occupais chez Caceis Bank, Belgium Branch, ainsi que mes managers m'ont permis de continuer mon stage tout à fait normalement en télétravail. J'ai donc pu poursuivre mon apprentissage (presque) comme prévu.

Premièrement, grâce à l'ère digitale dans laquelle nous vivons, il semble important d'apprécier la chance dont nous disposons de pouvoir récupérer énormément d'informations sur internet. Ainsi, les documents servant de base pour mon analyse sont restés accessibles très facilement. Je pense à la directive, aux lois, Arrêtés royaux, circulaires, etc... Ensuite, j'ai été en mesure de récupérer un bon nombre d'articles en ligne en lien avec mon sujet. Et enfin, grâce à la technologie toujours, j'ai eu l'occasion de prendre contact avec plusieurs intervenants grâce à des logiciels de vidéoconférence et de téléphonie notamment. Cependant, si je puis dire, tout tourne un peu plus lentement et cela m'a pris dans certains cas, pas mal de temps pour récupérer les coordonnées des contacts dont j'avais besoin.

Il ne faut néanmoins pas négliger l'effet psychologique que peut avoir le confinement sur les êtres humains. C'est une situation tout à fait nouvelle à laquelle nous devons nous adapter. Mais d'un autre côté, les distractions ont été considérablement réduites et cela m'a permis de me plonger totalement dans la rédaction de ce travail académique. Dans l'ensemble donc, le coronavirus n'a eu qu'un impact modéré sur l'élaboration de mon mémoire.

2. ANALYSE DE LA DIRECTIVE AIFM

Pour débiter ce travail de fin d'études, je cherche à relater le cadre dans lequel s'inscrit la directive relative aux fonds d'investissement alternatifs (AIFM), ce qu'elle cherche à réguler et par conséquent à quoi ou à qui elle s'applique. Pour ce faire, nous verrons en détails ce qu'est un gestionnaire de fonds d'investissement alternatif ainsi que le fonctionnement des fonds. En outre, comme je souhaite étudier l'impact des divergences de transposition sur les sociétés de gestion, il me semble essentiel de définir celles-ci. La dernière partie de cette amorce d'analyse sera consacrée à un aperçu des textes de lois publiés en rapport avec la directive, que ce soit au niveau européen, belge ou luxembourgeois.

2.1 ORIGINE ET OBJECTIFS DE LA DIRECTIVE AIFM

2.1.1 Origine

Comme c'est souvent le cas dans le secteur financier, la directive a été rédigée en réaction à une crise. Datant de 2011, il est évident qu'AIFMD vient pallier un manque de régulation rencontré durant la crise financière de 2008. Elle est en effet une directive parmi d'autres dans le domaine financier à avoir été mise en place suite au deuxième plus grand krash boursier jamais enregistré, après celui connu en 1929¹, celui-ci ayant particulièrement ébranlé la confiance des investisseurs (Houillon et Ritz, 2020).

En parallèle, les fonds d'investissement alternatifs étaient très mal perçus par le grand public à cause d'un manque de connaissances de la part des potentiels investisseurs ainsi que d'une communication lacunaire du côté du fonds. Ils apparaissaient comme des produits très risqués cherchant uniquement à faire de la spéculation. En outre, certains de ces organismes de placement collectif ont recours à l'effet levier (cfr infra) qui peut s'avérer très dangereux et surtout, effrayer les investisseurs (De Geyter, 2015).

Plus particulièrement, quand je parle de manque de régulation, c'est un euphémisme. En effet, les fonds d'investissement alternatifs n'avaient jusque-là, jamais été régulés au niveau européen. Si nous remontons à la toute première régulation continentale concernant des fonds, nous atterrissons en 1985 avec la directive « portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières », plus connue sous le nom de UCITS I. Celle-ci réglementait donc uniquement les organismes de placement collectif en valeurs mobilières. Nous verrons plus tard la distinction entre les OPCVM et les fonds d'investissement alternatifs. Néanmoins, certains pays prévoyait une partie II à leur transposition nationale de la directive pour réglementer les fonds ne répondant pas à la définition d'OPCVM. Jusqu'à l'apparition d'AIFMD, les fonds alternatifs étaient donc soit régulés par leur droit national, soit pas du tout (de Vinck, 2020).

¹ Nous ignorons encore celui causé par le coronavirus.

2.1.2 Objectifs

La directive 2011/61/UE sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs a pour but de régir le travail des gestionnaires de FIA actifs au sein de l'Union Européenne, et ceci, de manière homogène pour toute la zone. Elle aspire également à protéger de manière accrue les intérêts des investisseurs, au même titre qu'à monitorer les risques liés à la gestion alternative (AMF, 2020).

2.2 DÉFINITION D'UN FONDS D'INVESTISSEMENT ALTERNATIF

Pour mieux comprendre à quoi correspond un fonds d'investissement alternatif, commençons par définir un fonds d'investissement. Un organisme de placement collectif en valeurs mobilières regroupe l'investissement de plusieurs personnes afin de le placer en profitant d'une diversification accrue par rapport à un investisseur seul (Moneystore, 2013). Le fait de diversifier un portefeuille permet d'atteindre un meilleur rendement sans augmenter le risque ou un même rendement en diminuant le risque (Van Wynendaele, 2019). Le fonds sera constitué d'un ensemble d'actifs financiers choisis par un gestionnaire pour leur potentiel de croissance ou pour leur rendement. Les valeurs de croissance sont utilisées car il s'agit d'actifs permettant de gagner de l'argent sur base du cours (on espère réaliser une vente à un cours plus élevé que celui d'achat) tandis que les valeurs de rendement sont axées sur l'encaissement de dividendes (D'Hondt, 2019). D'autres instruments de marché peuvent être détenus en portefeuille tels que des ETF² (*Exchange Traded Funds*) ou des produits de couverture³. Cependant, l'usage de ces dérivés peut être restreint en fonction des types de fonds. En résumé, l'idée principale sera toujours de retirer du profit de l'achat et de la vente d'actifs, de manière à ce que l'investisseur et le gestionnaire génèrent des gains.

Dans le paysage juridique européen, on retrouve deux grandes sortes de fonds : les organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM) ainsi que les fonds d'investissement alternatifs (FIA). Les OPCVM sont régis par la directive européenne UCITS⁴, tandis que les FIA se soumettent à la directive AIFM (Fassi, s.d.). Cette dernière est moins contraignante car le champ d'actifs autorisés est plus large que celui des UCITS. Elle autorise notamment des approches de gestion plus réactives en laissant la possibilité de sortir plus rapidement du marché alors que UCITS autorise presque exclusivement les actions et obligations cotées. Néanmoins, la politique d'investissement choisie par le fonds doit toujours passer entre les mains du régulateur de marché pour approbation (ING, s.d.).

Les fonds d'investissement alternatifs sont donc, au sens de la législation, tous ceux qui ne répondent pas aux critères de la directive UCITS. Dans la pratique, il existe une multitude de FIA différents. Les composantes des fonds alternatifs sont très nombreuses : immobilier,

² Produits financiers répliquant un indice boursier (BEL20, CAC40) ou une matière première (Morningstar, 2012).

³ Produits dérivés tels que futures ou options.

⁴ Undertakings collective investment in transferable securities.

matières premières, *private equity*s, ... Les FIA peuvent se spécialiser dans un produit ou détenir plusieurs de ces produits. Ceux-ci seront détaillés dans le chapitre 4.

Selon l'article 2.2 et 4.a. de la directive AIFM, les fonds d'investissement alternatifs peuvent être de type ouvert ou fermé. Notons la terminologie spécifique aux fonds : lorsque quelqu'un souhaite investir, il n'achète pas un fonds mais il souscrit une part de fonds. Au moment de récupérer le cash, on parle de rachat de part(s). Les fonds ouverts sont des OPC dont le capital n'est pas fixe, et une souscription vient donc augmenter le capital au même titre qu'un rachat le diminue. On parle aussi de SICAV : société d'investissement à capital variable. Un fonds de type fermé implique que le nombre de parts est limité. Lorsqu'un investisseur souhaite retirer son argent, la part doit être revendue à un autre investisseur. Pour ce type de fonds, de manière logique, le prix d'une part dépendra de l'offre et la demande. On parle alors de SICAF : société d'investissement à capital fixe (Parlement européen, 2010).

Compte tenu du niveau de taux d'intérêt proposé depuis quelques années, les FIA ont suscité la curiosité des investisseurs qui se dirigent de plus en plus vers ceux-ci. En effet, les personnes en quête de rendement peuvent complètement oublier les comptes épargne pour la partie profit. Ces comptes peuvent néanmoins encore servir pour balancer les risques. Par ailleurs, les obligations, qu'elles soient d'État ou d'entreprise, n'offrent plus un rendement aussi élevé qu'auparavant. À titre d'exemple, le taux des obligations de l'État belge à 10 ans était de 5.62% au 3 janvier 2000, de 3.71% au 4 janvier 2010 et de 0.09% au 2 janvier 2020 (Banque Nationale de Belgique, 2020). Le 26 mai 2020 (date de remise de ce travail), nous nous situons à 0.02% (L'Echo, 2020). Il reste les actions, mais qui n'offrent pas toujours le niveau de risque et donc le rendement que les investisseurs recherchent. Selon Thiels (2015), de nombreuses personnes ont trouvé une solution grâce aux fonds alternatifs. Ils sont séduits car ces fonds offriraient un rendement plus élevé que celui des actions sans forcément entraîner plus de risque. Cependant, il faut préciser que, même si le risque en tant que tel est moins élevé, il y a d'autres inconvénients, comme une liquidité ou une transparence plus faible.

2.3 DÉFINITION D'UN MANAGER DE FONDS D'INVESTISSEMENT ALTERNATIF

La directive AIFM (2011) définit un gestionnaire de fonds d'investissement alternatif comme une « personne morale dont l'activité habituelle est la gestion d'un ou plusieurs FIA ». De manière plus détaillée, un gestionnaire de FIA doit offrir au minimum une gestion de portefeuille ainsi qu'une gestion des risques au(x) FIA(s) qu'il a sous sa tutelle (Linklaters, s.d.). Le gestionnaire peut être externe, désigné par le FIA, ou peut-être le FIA lui-même, on parle alors de fonds autogéré. Ceux-ci ne feront pas l'objet d'une analyse approfondie puisque l'on souhaite analyser l'impact des divergences d'interprétation d'AIFMD sur les sociétés de gestion. Dans le cas d'une délégation d'une des fonctions de gestion à un prestataire de services,

⁵ « Actions ou instruments de dettes d'entreprises non cotées » (De Geyter, 2015).

on parlera de société de gestion ou ManCo, prévalant pour *Management Company*. Sans transition, nous allons donc passer à la définition approfondie de celle-ci.

2.4 DÉFINITION D'UNE SOCIÉTÉ DE GESTION

La directive européenne sur les gestionnaires de FIA ne donne pas de définition en tant que telle d'une société de gestion. Elle parle de « personne morale », donc les SDG sont en quelque sorte englobées dans ce terme, mais n'ont pas de définition propre. En revanche, il est déjà intéressant à ce stade de remarquer que la loi du 19 avril 2014, c'est-à-dire la transposition belge, définit celle-ci. Il s'agit donc de « la personne morale dont l'activité habituelle est la gestion d'un ou plusieurs OPCA, quelle que soit sa structure juridique, et qui n'est pas elle-même un OPCA » (article 3, alinéa 12). La transposition luxembourgeoise d'AIFMD définit à l'article 1, (61), uniquement une société de gestion d'OPCVM comme « une société de gestion agréée conformément au chapitre 15 de la loi modifiée du 17 décembre 2010 concernant les organismes de placement collectif ». Notons que les sociétés de gestion peuvent à la fois gérer des fonds UCITS et des FIA, à condition d'avoir l'agrément ou l'autorisation de la FMSA ou de la CSSF. Nous reviendrons sur cette différence plus tard.

Comme nous l'avons bien compris, l'intérêt d'investir son argent dans un organisme de placement collectif est d'obtenir un portefeuille très diversifié grâce aux très nombreux actifs détenus et ce, par un rassemblement des capitaux d'une multitude d'investisseurs. Nous ne sommes dès lors pas maître des actifs qui sont achetés par le fonds. C'est en effet la société de gestion qui s'occupe de la sélection, dans le but d'obtenir une rémunération (Ministère de l'économie et des finances, s.d.).

2.5 CHAMP D'APPLICATION

La directive AIFM présente un aspect très particulier car elle régleme les fonds d'investissement alternatifs par le biais des managers de ceux-ci. Selon l'article 2, elle s'applique aux « gestionnaires établis dans l'Union qui gèrent un ou plusieurs FIA indépendamment du fait que ces FIA soient des FIA de l'Union ou des FIA de pays tiers ; aux gestionnaires établis dans un pays tiers qui gèrent un ou plusieurs FIA de l'Union ; et aux gestionnaires établis dans un pays tiers qui commercialisent un ou plusieurs FIA dans l'Union indépendamment du fait que ces FIA soient des FIA de l'Union ou des FIA de pays tiers ». En résumé donc, la directive s'applique à tous les gestionnaires qui gèrent ou commercialisent des fonds non-UCITS au sein de l'Union européenne (Pons, 2013).

Aucune importance n'est attribuée au type du FIA, à sa forme contractuelle, ni à la structure juridique du gestionnaire. En revanche, les holdings, les institutions de retraite professionnelle relevant de la directive 2003/41/CE, les institutions supranationales, les banques centrales nationales, toutes les entités qui se rapportent au financement des régimes de sécurité sociale et de pension, les plans d'épargne et les systèmes de participation des travailleurs ainsi que les structures de titrisation sont exclus du champ d'application de la directive (JOUE, 2011).

Les gestionnaires étant tenus d'appliquer AIFMD dans son entièreté (hors cas particuliers renseignés ci-dessous) sont également dans le devoir d'obtenir un agrément (AMF, 2020). Sans trop rentrer dans les détails, pour obtenir son agrément, le gestionnaire doit fournir des informations liées à huit points bien distincts.

Tableau 1 : Types d'information à fournir par les gestionnaires de FIA pour obtenir un agrément

| Gestion de la liquidité ⁶ | Délégation des fonctions de la société de gestion de portefeuille | |
|--|---|----------------------------------|
| Investissement dans des positions de titrisation | Fonds propres réglementaires | <i>Reporting</i> et effet levier |
| Évaluation | Rémunération | Dépositaire |

Source : Autorité des Marchés Financiers (AMF). (2020). *S'informer sur le régime issu de la directive AIFM*. Récupéré le 08 avril 2020 de <https://www.amf-france.org/fr/actualites-publications/dossiers-thematiques/aifm#Qu'est-ce-que-la-directive-AIFM>

Nous remarquons un cas particulier en ce qui concerne le champ d'application. Il concerne les gestionnaires en charge d'un ou plusieurs FIA dont le total des *assets under management*⁷ (AUM) ne dépasse pas 100 millions d'euros en ayant eu recours à l'effet levier, ou 500 millions d'euros sans effet levier et pour lesquels les rachats sont bloqués pendant 5 ans à dater de l'investissement initial (JOUE, 2011 et AMF, 2020). Ceux-ci sont tenus de respecter uniquement les articles 3 et 4 de la directive AIFM. L'article 3 concerne les dérogations et l'article 4 expose une série de définitions, comme celle du FIA, du gestionnaire, de la succursale, de l'instrument financier, etc. Ils ont cependant l'opportunité de se soumettre entièrement à la directive pour profiter de certaines de ses mesures. C'est très souvent le cas pour ceux qui souhaitent bénéficier du passeport européen (cfr. Infra) (AMF, 2020).

2.6 IMPLICATIONS

L'arrivée de la directive vient chambouler le secteur des fonds d'investissement alternatifs étant avant cela, en cruel manque de régulation. J'ai retiré de mes lectures sept grandes catégories de révolutions amenées par AIFMD que nous allons parcourir dans ce point.

2.6.1 Le passeport européen

Une des grandes nouveautés de la directive AIFM est le passeport européen. On y retrouve le passeport de gestion et celui de commercialisation. Ils donnent l'opportunité aux gestionnaires de gérer ou de proposer un fonds d'investissement alternatif à la vente dans n'importe quel pays de l'Union Européenne, grâce à une inscription préalable à l'administration de son pays

⁶ Concerne uniquement les FIA de type ouvert.

⁷ Actifs sous gestion.

d'origine. La directive devant être transposée en droit national, les exigences d'enregistrement dans le pays d'origine peuvent varier d'un pays à l'autre (Parlement Européen, 2010).

Dans son rapport du 30 juillet 2015, l'autorité européenne des marchés financiers (ESMA) fait le point sur le fonctionnement du passeport en Europe, en vue d'une extension de celui-ci à d'autres pays. Il en ressort qu'il y a « un manque d'harmonisation des pratiques des autorités d'accueil européennes et une divergence des règles de marketing selon les pays » (Riochet, 2015).

Selon Gibeau, cité par Riochet (2015), un exemple de ces dysfonctionnements est le *paying agent*, obligatoire dans certains pays uniquement. Il s'agit d'un service effectué par une banque et consistant à opérer les rachats et souscriptions des investisseurs. D'autres pays imposeront eux un *representative agent*. Cette entité sera chargée de fournir gratuitement aux investisseurs les documents réglementaires et commerciaux des fonds. On constate donc des distorsions à la concurrence, étant donné que ces services - imposés seulement dans une partie des pays de l'Union Européenne - représentent un coût pour le prestataire, qui ne s'en trouve point rémunéré.

Cependant, conjointement à son bilan du 30 juillet 2015, l'ESMA a publié un avis destiné à offrir la possibilité à 6 pays non-membres de l'Union de profiter du passeport AIFM, et le 19 juillet 2016, un deuxième avis incluant désormais 12 pays tiers, dont les 6 mentionnés précédemment (Société générale, s.d.).

Cette première révolution constitue un réel avantage d'accès au marché pour les gestionnaires de FIA.

2.6.2 Exigences en termes de capital initial, de fonds propres et gestion de la liquidité

Nous remarquons que la directive AIFM a été publiée quelques années après la crise financière de 2008. Le secteur des fonds d'investissement n'a pas échappé à cette fameuse chute généralisée. En effet, nous avons pu observer que la valeur nette des actifs sous gestion au sein d'OPCVM a perdu 25% de son poids en 2008. Cette baisse n'avait été que de 8% suite à l'écroulement de la bulle Internet entre 2001 et 2003. Néanmoins, en 2009 le montant géré par des OPCVM avait déjà commencé à repartir à la hausse (OCDE, 2010).

De manière analogue à ce qu'il s'est passé dans les banques, les investisseurs en OPCVM ont commencé à racheter leurs parts, de peur de ne plus pouvoir récupérer un centime. Selon les études de l'OCDE (2010), il n'y a pas eu trop de casse sur ce marché mais certains organismes ont dû se faire aider par leur banque de tutelle de manière à pouvoir rembourser les investisseurs. Ceux-ci ont été dans l'obligation de contracter des emprunts étant donné qu'ils ne sont pas autorisés à puiser dans les réserves de la banque centrale, contrairement aux banques. D'autre part, à Luxembourg, le gouvernement ne pouvait pas se porter garant pour tous les actifs des OPCVM étant donné que ceux-ci représentaient alors 9 fois le PIB du pays. Heureusement, les souscriptions ont redémarré et ont permis de limiter les problèmes.

Tout ceci nous permet de mieux comprendre l'origine des nouvelles mesures imposées par la directive AIFM en matières de fonds propres et de liquidité au même titre que le rehaussement des exigences de liquidité et de solvabilité par Bâle III en 2010 (OCDE, 2010). Les dispositions prévues concernant les fonds propres sont exposées à l'article 9 d'AIFMD et celles liées à la liquidité à l'article 16.

2.6.3 Structuration et stratégies d'investissement des fonds

2.6.3.1 *Structuration*

Selon Rabottin (2017), Bâle III, Solvency II et AIFMD ont réinventé la structuration, la gestion et les stratégies d'investissement des fonds, comme nous venons d'ailleurs de le voir. La directive AIFM vient remettre un peu d'ordre dans les fonds alternatifs et impose des règles strictes en matière de règles opérationnelles et ceci a une influence sur la structuration de ceux-ci. Les points touchés sont les fonds propres ; la gestion de la liquidité, des risques et des conflits d'intérêts ; la valorisation ; la délégation de gestion ; la rémunération ; ainsi que le *reporting* aux investisseurs, au régulateur et du dépositaire (Houillon et Ritz, 2020). On retrouve d'ailleurs une partie de ces prérequis dans les conditions à remplir par un gestionnaire pour obtenir son agrément.

Les gestionnaires de FIA se comportant comme des sous-traitants pour des tiers nécessitent désormais un agrément et ont subi les conséquences des changements énoncés ci-dessus étant donné qu'ils se sont trouvés dans l'obligation de se mettre aux normes édictées par les nouvelles règles. Ces modifications poussent une partie des gestionnaires de FIA à se retourner vers ce qu'on appelle un « AIFM de tiers », notamment pour des raisons de taille ou de structure. Qui plus est, ceux-ci présentent des avantages au niveau de l'accès au passeport européen (cfr. supra) ainsi qu'au niveau de la gouvernance, puisque les règles sont à présent harmonisées en Europe (Houillon et Ritz, 2020)

2.6.3.2 *Stratégies d'investissement*

En ce qui concerne la stratégie d'investissement du fonds, le gestionnaire du FIA doit informer l'autorité de marché de son pays d'origine de celle qu'il va suivre. On en retrouve une multitude pour les FIA actifs sur les marchés financiers. À titre d'exemple nous avons les stratégies *long-short*, *global-macro*, arbitrage et celles liées à des situations spéciales.

Selon ABC Bourse (s.d.), la première se base sur une approche où d'une part, on mise sur la hausse de valeurs solides et, d'autre part, sur la baisse de valeurs fragiles. Cela permet entre autres de ne pas tout perdre lors de périodes de récession. La deuxième stratégie tient uniquement compte des tendances macroéconomiques. Il s'agit d'un classique. Le troisième type est possible grâce au *high frequency trading*⁸ ainsi qu'aux ordinateurs et logiciels le permettant. Il s'agit de profiter de légères imperfections du marché pour tirer du profit. Pour

⁸ Transactions à haute fréquence.

réaliser des gains significatifs, il est nécessaire d'échanger de très grands volumes de titres. Enfin, la dernière tente d'exploiter des opportunités liées à un événement spécifique d'une entreprise tel qu'un rachat, un contrat signé avec un nouveau client, la sortie d'un nouveau produit, etc... (stratégie *event-driven*) ou à une entreprise en difficulté dont les probabilités de s'en sortir sont élevées (*distressed securities*).

D'autres stratégies existent telles que la concentration sur des ventes à découvert, sur les futures, les pays émergents, l'arbitrage sur les obligations convertibles ou encore un mélange de toutes les stratégies (Fenjiro, 2011).

2.6.4 Les fonctions de gestion

Le considérant 21 ainsi que l'annexe 1 d'AIFMD précisent les fonctions qu'un gestionnaire de FIA doit être en mesure d'effectuer à tout le moins pour être considéré comme tel. Il s'agit de la gestion du portefeuille et de la gestion des risques. À côté de cela, il y a des fonctions considérées comme complémentaires : l'administration, la commercialisation ainsi que les activités liées aux actifs du fonds.

La directive vient imposer une séparation hiérarchique et fonctionnelle de la gestion de portefeuille et de la gestion des risques. Les sociétés de gestion plus importantes semblaient déjà appliquer cette mesure tandis que les plus petites structures auraient eu tendance à regrouper le tout (Benzaken, 2013).

Selon l'article 15 relatif à la gestion des risques, « le gestionnaire sépare sur le plan fonctionnel et hiérarchique les fonctions de gestion des risques et les unités opérationnelles, y compris des fonctions de gestion des portefeuilles ». L'autorité de marché du pays s'assure de cette séparation, conformément au principe de proportionnalité⁹. Par ailleurs, les gestionnaires sont tenus de pouvoir démontrer que des dispositions ont été prises pour éviter les conflits d'intérêts, et que celles-ci accordent une « exécution indépendante des activités de gestion des risques ».

En outre, les gestionnaires doivent au minimum une fois par an vérifier que les systèmes de gestion des risques sont toujours appropriés, et si ce n'est pas le cas, les adapter en conséquence. Je ne rentrerai pas plus dans les détails à ce stade, nous étudierons ce point de manière approfondie dans les deux chapitres suivants.

2.6.5 Le rôle du dépositaire

La première grande nouveauté d'AIFMD en matière de dépositaire est l'obligation pour chaque gestionnaire de choisir un *custodian*¹⁰ unique qui suit les régulations d'une autorité de surveillance (Société Générale, 2020).

⁹ Principe selon lequel l'action « doit s'effectuer de façon adéquate, pertinente, non excessive et strictement nécessaire à l'objectif poursuivi ». (Bensoussan, 2008).

¹⁰ Conservateur.

La deuxième nouveauté amenée par la directive concernant le dépositaire est l'harmonisation de son rôle. Celui-ci n'était pas tout à fait clairement explicité avant AIFMD. Une banque dépositaire est l'organisme tenu de conserver les actifs, vérifier les positions, les flux de liquidité et contrôler le fonds de manière générale. Pour la première fois et dans une volonté de protection accrue de l'investisseur, la banque a la responsabilité du fonds déposé. S'il advenait que des actifs en conservation soient égarés, elle devrait alors « restituer au fonds des actifs identiques ou le montant en cash de la valeur de ces actifs ». Ceci ne s'applique évidemment pas si un événement externe outrepassant le contrôle raisonnable du dépositaire survenait.

Par ailleurs, les projets en cours de la Commission européenne tendent vers une « responsabilité forte du dépositaire en cas de perte d'actifs ». Ceci implique qu'une cause telle qu'une faillite chez un sous-dépositaire, frauduleuse ou non, invoquée à titre d'exonération serait immédiatement rejetée, « sauf si la loi locale de la faillite ne reconnaît pas les effets de la ségrégation des actifs » (Société Générale, 2020).

En outre, les obligations des sous-conservateurs vis-à-vis du dépositaire seront plus strictes. Les *due diligence* devront permettre de déceler tout risque lié à des actifs conservés à l'étranger. La « *due dil* », comme on l'appelle dans le milieu, est une « procédure d'examen d'une personne ou d'une société avant la signature d'un contrat ou d'un accord financier » (Capital.com, s.d.). De même, le dépositaire doit s'assurer qu'il peut protéger les actifs qui ne sont pas conservés dans son pays, à nouveau si « la loi locale de la faillite ne connaît pas les effets de la ségrégation » (Société Générale, 2020).

Une autre disposition concernant le dépositaire émanant de la directive est la ségrégation des actifs des différents FIA. En d'autres termes : un compartiment d'un fonds est égal à un compte qui porte une identification unique. Si des actifs ne peuvent pas être enregistrés sur un compte comme par exemple des bâtiments, des matières premières, des titres non cotés (on parle alors de titres hors réseaux), le dépositaire devra alors réaliser une tenue de position, de manière à vérifier la valeur des actifs appartenant au fonds (Riochet, 2014). Et ceci notamment pour éviter qu'éclate en Europe un cas comme l'affaire « Madoff », tristement connu pour ses « fonds pyramides ».

2.6.6 Le lien avec l'autorité de marché

Toujours dans un esprit de protection de l'investisseur, une société de gestion devra maintenant rendre des comptes au régulateur de marché concernant ses gérants, sa gestion ainsi que la façon dont elle contrôle les risques et les conflits d'intérêts (Anselmi et Diaz, 2013).

2.6.7 Une évaluation indépendante

La dernière révolution épinglée dans le cadre de ce travail de fin d'études est la valorisation des fonds. Selon Anselmi et Diaz (2013), celle-ci doit absolument être effectuée de manière indépendante : soit par un expert (externe) du domaine, soit par la société de gestion mais de manière dissociée de l'activité de gestion. Nous observons généralement que les plus grandes structures optent pour une valorisation interne, complétée par une contre-valorisation externe.

La société de gestion, doit, en tout temps, être capable de prouver à l'autorité de marché que sa valorisation est conforme à la loi en place dans le pays concerné.

2.7 APERÇU DU PAYSAGE JURIDIQUE EUROPÉEN

Comme vous l'aurez déjà compris, la base de mon travail de fin d'études est la directive sur les fonds d'investissement alternatifs, alias AIFMD. Celle-ci a été publiée au Journal Officiel de l'Union européenne le 8 juin 2011. Elle est venue remplacer certains articles des directives 2003/41/CE concernant les activités et la surveillance des institutions de retraite professionnelle et 2009/41/CE (UCITS IV) ainsi que les règlements (CE) n° 1060/2009 sur les agences de notation de crédit et (UE) n° 1095/2010 instituant une autorité européenne de surveillance (EUR-Lex, s.d.).

AIFMD est destinée aux 27 États membres de l'Union européenne. Elle est entrée en vigueur le 21 juillet 2011 et devait initialement être transposée par chaque État concerné avant le 22 juillet 2013, mais le délai a été rallongé d'une année pour mener au 22 juillet 2014 (Windey et Naud, 2015). Une directive bénéficie généralement de 2 ans pour être transposée en droit national et cela se fait dans la majorité des cas par le biais d'une loi.

Une directive européenne suit tout un processus de conception avant d'être publiée. La commission européenne dépose d'abord un projet. Celui-ci est ensuite revu par le Parlement et par le Conseil. En cas de modifications, le texte adapté est relu par le Parlement, avant d'être adopté par le Conseil (Centre de recherche et d'information socio-politiques, 2020).

Une fois terminée et approuvée, elle ne paraît jamais seule : au niveau européen, on recense 3 niveaux différents. D'une part, elle est accompagnée de différents règlements pour la clarifier et d'autre part, l'autorité de marché complète le tout avec des questions réponses sur la manière dont elle doit être appliquée. Dans ce cas-ci, l'autorité de marché en question est l'ESMA : *European Securities Markets Authority*¹¹. Selon Pons (2013), ces consultations de l'ESMA servent également à donner des indications sur le champ d'application de la directive. Parmi celles liées à AIFMD, l'une concerne les standards techniques décrits à l'article 4 (définition des types de fonds d'investissement alternatifs) et l'autre constitue un projet d'orientation sur les critères définissant un fonds d'investissement alternatif.

La grande majorité des textes nationaux mentionnés dans le tableau ci-dessous sera détaillée dans le chapitre 3. Les grandes lignes du contenu de chacun d'eux seront explicitées, et ceci en fonction du niveau hiérarchique du document.

¹¹ Autorité européenne des marchés financiers.

Tableau 2 : Aperçu du paysage juridique régissant les fonds d'investissement alternatifs en Belgique et à Luxembourg

| | BELGIQUE | LUXEMBOURG |
|---|--|------------|
| NIVEAU EUROPÉEN : DIRECTIVE | Directive 2011/61/UE du Parlement et du Conseil du 8 juin 2011 sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs (AIFMD) | |
| NIVEAU EUROPÉEN : RÈGLEMENTS | <p>Règlement délégué (UE) 231/2013 de la Commission du 19 décembre 2012 en ce qui concerne les dérogations, les conditions générales d'exercice, les dépositaires, l'effet levier, la transparence et la surveillance entré en vigueur le 22 juillet 2013.</p> <p>Règlement d'exécution (UE) n°447/2013 de la Commission du 15 mai 2013 établissant la procédure applicable aux gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs qui choisissent volontairement de relever de la directive 2011/61/UE du Parlement européen et du Conseil</p> <p>Règlement d'exécution (UE) n°448/2013 de la Commission du 15 mai 2013 établissant une procédure pour déterminer l'État membre de référence d'un gestionnaire de fonds d'investissement alternatifs établi dans un pays tiers en application de la directive 2011/61/UE du Parlement européen et du Conseil</p> <p>Règlement délégué (UE) n° 694/2014 de la Commission du 17 décembre 2013 complétant la directive 2011/61/UE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne les normes techniques de réglementation déterminant des types de gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs (FIA)</p> <p>Règlement délégué (UE) n°2018/1618 modifiant le règlement délégué n°231/2013 en ce qui concerne les obligations des dépositaires en matière de garde (directement applicable à partir du 1er Avril 2020).</p> <p>Règlement délégué (UE) n°2018/1619 de la Commission du 12 juillet 2018 modifiant le règlement délégué (UE) 2016/438 en ce qui concerne les obligations des dépositaires en matière de garde (Texte présentant de l'intérêt pour l'EEE).</p> | |
| NIVEAU EUROPÉEN : ESMA (Q&A) | <p>Q&A sur l'application de l'AIFMD : dernière mise à jour 34-32-352 du 4 décembre 2019</p> <p>Q&A sur AIFMD publiée par la Commission européenne en Mars 2013 (Annexe X)</p> | |

| | | |
|---|--|--|
| <p>NIVEAU NATIONAL : LOI</p> | <p>Loi du 19 avril 2014 relative aux OPCA et à leurs gestionnaires transposant AIFMD entrée en vigueur le 27 juin 2014 et modifiée par la Loi du 25 décembre 2016 entrée en vigueur le 9 janvier 2017)</p> <p>Loi du 3 août 2012 relative aux organismes de placement collectif qui répondent aux conditions de la directive 2009/65/CE et aux organismes de placement en créances</p> | <p>Loi du 12 juillet 2013 relative aux gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs</p> <p>Loi du 23 juillet 2016 relative aux fonds d'investissement alternatifs réservés</p> <p>Loi du 8 avril 2019 relative à des mesures à prendre en relation avec le secteur financier en cas de retrait du Royaume-Uni de Grande-Bretagne et d'Irlande du Nord de l'Union européenne et modifiant : [...] 4° la loi modifiée du 12 juillet 2013 relative aux gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs [...]</p> |
| <p>NIVEAU NATIONAL : ARRÊTÉS ROYAUX (BELGIQUE) ET RÈGLEMENTS GRAND-DUCAUX (LUXEMBOURG)</p> | <p>Arrêté royal du 9 novembre 2016 relatif aux fonds d'investissement immobiliers spécialisés</p> <p>Arrêté royal du 10 juillet 2016 relatif aux organismes de placement collectif alternatifs investissant dans des sociétés non cotées et des sociétés en croissance</p> <p>Arrêté royal du 25 février 2017 relatif à certains organismes de placement collectifs alternatifs publics et à leurs sociétés de gestion, et portant des dispositions diverses</p> | <p>Aucun texte pertinent identifié dans le cadre du sujet traité par ce mémoire</p> |
| <p>NIVEAU NATIONAL : FSMA/CSSF (CIRCU-LAIRES ET COMMU- NICATIONS)</p> | <p>Circulaire relative aux obligations des gestionnaires d'organismes de placement collectif alternatifs en matière de comptes rendus à l'égard de la FSMA</p> <p>Communication relative à la commercialisation d'OPCA de l'Espace économique européen dans un autre État membre par des gestionnaires agréés de droit belge</p> <p>Communication relative à la commercialisation d'OPCA en Belgique sans passeport à des investisseurs professionnels</p> | <p>Circulaire 12/546 du 24/10/2012 dite de substance</p> <p>Circulaire 14/581 : nouvelles obligations de <i>reporting</i> pour les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs</p> <p>Circulaire CSSF 15/612 : informations à soumettre à la CSSF en relation avec des fonds d'investissement alternatifs non réglementés (établis à Luxembourg, dans un autre État membre de l'Union européenne ou dans un pays tiers) et/ou des fonds d'investissement alternatifs</p> |

| | | |
|--|--|--|
| | <p>Communication relative à l'enregistrement des gestionnaires de petite taille de droit belge d'OPCA non publics</p> <p>Circulaire explicative du règlement de la FSMA du 16 mai 2017 concernant les informations statistiques à transmettre par certains organismes de placement collectif publics à nombre variables de parts</p> <p>Circulaire relative au rapport de la direction effective concernant le contrôle interne et la déclaration de la direction effective concernant les états périodiques</p> <p>Circulaire relative à la déclaration de la direction effective concernant les rapports périodique et les états statistiques auprès des OPC</p> | <p>réglementés établis dans un pays tiers</p> <p>Circulaire 15/633 modifiant la circulaire 12/546 : renseignements financiers à fournir trimestriellement par les gestionnaires de fonds d'investissement et leurs succursales</p> <p>Circulaire 18/698 abrogeant la circulaire 12/546 : agrément et organisation des gestionnaire de fonds d'investissement de droit luxembourgeois</p> <p>Règlement CSSF N°15-03 arrêtant les modalités d'application de l'article 46 de la loi du 12 juillet 2013 relative aux gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs en ce qui concerne la commercialisation des fonds d'investissement alternatifs de droit étranger auprès d'investisseurs de détail au Luxembourg</p> <p>FAQ relative à la loi du 12 juillet 2013 concernant les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs</p> |
|--|--|--|

Sources : Commission de Surveillance du Secteur Financier. (2020). *Circulaires*. Récupéré le 17 avril 2020 de <https://www.cssf.lu/surveillance/vgi/gfia-aifm/reglementation/circulaires/>

Commission de Surveillance du Secteur Financier. (2020). *Lois, règlements et autres textes (GFIA)*. Récupéré le 17 avril 2020 de <http://www.cssf.lu/documentation/reglementation/lois-reglements-et-autres-textes/news-cat/144/#c7488>

Honnay, F. (2018, 17 mai). *Dépositaires : comment concilier les contraintes réglementaires avec la réalité opérationnelle ?* [Présentation Power Point]. Bruxelles : Caceis.

Caceis. (2020). *AIFM*. Récupéré le 17 avril 2020 de <https://www.caceis.com/fr/veille-reglementaire/principales-reglementations/aifm/>

La régulation ne cesse d'évoluer. Elle n'est pas parfaite et ne peut pas prévoir tous les cas de figure. En outre, de nouveaux produits financiers apparaissent régulièrement. Il est donc normal que les textes de loi soient mis à jour très régulièrement pour venir encadrer ces nouveaux instruments et protéger au mieux l'investisseur. Nous constatons également qu'il y a une réelle volonté de la part de l'Union européenne d'harmoniser les règles dans toute la zone, de manière à faciliter la commercialisation et atteindre un meilleur niveau de contrôle.

3. ANALYSE DES TRANSPOSITIONS NATIONALES ET NIVEAUX INFÉRIEURS DE RÉGULATION

Maintenant que nous avons passé en revue les grandes lignes de la directive AIFM, nous pouvons passer à l'étude de sa transposition en droit national. Dans ce chapitre, je vais donc m'intéresser à la façon dont les deux pays faisant l'objet de mon analyse, à savoir la Belgique et le Luxembourg, ont respectivement transposé la directive. Ainsi, nous aurons les éléments clés qui serviront de base à l'étude comparative prévue dans le chapitre prochain.

3.1 TRANSPOSITION NATIONALE

3.1.1 Belgique

La transposition en droit belge de la directive AIFM est la loi du 19 avril 2014 relative aux OPCA et à leurs gestionnaires. Elle est entrée en vigueur le 27 juin 2014 et a été modifiée par la loi du 25 décembre 2016 entrée en vigueur le 9 janvier 2017 (cfr. supra). Notons que les gestionnaires qui tombent sous le régime allégé de la directive car ils sont en dessous des seuils susmentionnés ont disposé d'une période étendue jusqu'au 27 décembre 2014 pour se mettre aux normes (Donnez, 2014).

Lorsqu'une directive est adoptée au niveau européen, la Belgique dispose d'un délai pour publier sa transposition. Cette dernière se fait via le niveau de pouvoir concerné (Service Public Fédéral Affaires étrangères, 2016). Le cheminement n'est dès lors pas toujours le même. Dans le cas de la directive AIFM, le projet de loi a été déposé par la chambre, avant d'être adopté en séance plénière par le même organisme. Ensuite, il a été transmis au sénat. Celui-ci a alors exercé son droit d'évocation¹² et envoyé le projet en Commission Finances et Affaires économiques qui l'a adopté sans amendement. Les dernières phases qui s'enchaînent alors sont la transmission à la chambre pour sanction ainsi que la soumission, puis la sanction et la promulgation et enfin, la publication au moniteur belge (Sénat de Belgique, s.d.).

3.1.1.1 Terminologie

Comme le font remarquer Windey et Naud (2015), la loi belge a transformé la notion de fonds d'investissement alternatif que l'on retrouvait dans la directive européenne en « organisme de placement collectif alternatif » (OPCA), de manière à prévenir tout risque de confusion avec le

¹² Lorsque le sénat décide « d'examiner une proposition ou un projet de loi adopté par la Chambre des représentants. Ce droit est activé lorsqu'une majorité des sénateurs et un tiers des membres de chaque groupe linguistique le demandent. Cette décision peut être prise dans un délai de quinze jours à dater de la réception du texte adopté par la Chambre. » (Sénat de Belgique, s.d.).

terme « fonds » appréhendé par la loi belge comme un organisme de placement collectif ne possédant pas de personnalité juridique.

3.1.1.2 Champ d'application

Selon l'article 6 de la loi du 19 avril 2014, celle-ci s'applique aux OPCA belges et aux OPCA étrangers commercialisés en Belgique. Le paragraphe 2 précise que les gestionnaires d'OPCA y sont soumis, peu importe leur structure juridique : qu'ils soient « de droit belge, qui gèrent un ou plusieurs OPCA, indépendamment du fait qu'il s'agisse d'OPCA de l'Union ou de pays tiers ; du droit d'un autre État membre de l'Espace économique européen, qui gèrent un ou plusieurs OPCA de droit belge ou qui commercialisent un ou plusieurs OPCA en Belgique, ou encore établis dans un pays tiers soit gérant un ou plusieurs OPCA de l'Union et dont la Belgique est l'État membre de référence ou un ou plusieurs OPCA de droit belge peu importe l'État membre de référence ». Le même postulat est fait en ce qui concerne la commercialisation.

L'État membre de référence est celui qui présente les liens économiques les plus proches avec le gestionnaire (Windey et Naud, 2015).

3.1.1.3 L'agrément

L'agrément accordé par la FSMA est nécessaire à tout gestionnaire de droit belge pour que celui-ci puisse exercer son activité. Ceci est également valable pour les OPCA autogérés. L'agrément donne automatiquement accès au passeport européen. Les gestionnaires tombant sous les seuils (cfr. supra) et ne gérant pas d'OPCA public ne sont tenus que de s'enregistrer auprès de l'autorité de marché belge (Windey et Naud, 2015).

Le gestionnaire d'un FIA doit répondre à différentes conditions pour obtenir son agrément. À l'instar des banques, les organismes de placement collectif doivent posséder un minimum de fonds propres. Ici, une distinction est faite entre les OPCA qui doivent apporter 300,000 € et les sociétés de gestion pour lesquelles la limite inférieure est fixée à 125,000 € (article 22 de la loi du 19 avril 2014).

3.1.1.4 Le passeport européen

Le passeport européen, détaillé dans le chapitre premier, permet de commercialiser des fonds à des investisseurs institutionnels dans toute l'Union Européenne de manière libre dès l'obtention d'un agrément délivré par l'autorité nationale du pays dans lequel réside le gestionnaire du fonds. Les dispositions prévues pour le passeport par la directive AIFM ont, à peu de choses près, été recopiées dans la loi du 19 avril 2014. Cependant, la loi belge a prévu la disposition « *safe harbour*¹³ » pour les gestionnaires ne possédant pas le passeport mais ayant l'autorisation de commercialiser des fonds en Belgique (Donnez, 2014). Cette « sphère de sécurité juridique »

¹³ Sphère de sécurité (juridique), disposition d'exonération.

est une disposition visant à réduire ou supprimer la responsabilité légale dans certaines conditions (Hayes, 2019). Celle-ci était applicable jusqu'en 2018.

3.1.1.5 Les fonctions de gestion

Les fonctions qu'un gestionnaire doit obligatoirement assurer sont exposées à l'article 3, alinéa 41. Elles sont exactement les mêmes que celles prévues dans la directive et se composent de « la gestion du portefeuille d'investissement de l'OPCA, la gestion des risques, l'administration de l'OPCA [...], la commercialisation de parts d'OPCA et des activités liées aux actifs d'un OPCA [...] ». Selon Windey et Naud (2015) et la loi du 19 avril 2014, seules la gestion du portefeuille et la gestion des risques sont des activités principales, les autres étant considérées comme complémentaires. Ceci revient à dire que si le gestionnaire n'effectue que celles-ci, il n'est plus considéré comme gestionnaire d'OPCA aux yeux de la loi.

Dans le cas où la gestion est assurée par une société externe, des activités supplémentaires peuvent venir se greffer à la liste ci-dessus, tel que décrit à l'article 11, paragraphe 2. En vertu de la loi, les sociétés de gestion peuvent également fournir « la gestion de portefeuilles dans le cadre des mandats donnés par les investisseurs sur base discrétionnaire et individualisée, y compris ceux qui sont détenus par des fonds de retraite et des institutions de retraite professionnelle ; des services auxiliaires comprenant : le conseil en investissement ; la garde et l'administration, pour des parts émises par des organismes de placement collectif ; la réception et la transmission d'ordres portant sur des instruments financiers ». Néanmoins, ces activités doivent rester des activités complémentaires, les sociétés de gestion ne sont pas autorisées à offrir uniquement ces services. Notons au passage que les OPCA autogérés sont agréés uniquement pour gérer leur patrimoine et non pour fournir des services à des tiers.

En ce qui concerne la gestion des risques (article 27 de la loi du 19 avril 2014), on retrouve quasiment une copie conforme de ce que préconise la directive (article 15, cfr. supra), en plus court.

3.1.1.6 Modification de nature et de nomenclature de fonds

En Belgique, il existait ce qu'on appelle des SICAFI : société d'investissement à capital fixe. Ces organismes de placement collectif de droit belge étaient considérés comme des fonds d'investissement alternatifs au sens de la loi et sont donc tombés sous le champ de la directive AIFM. Ceci a donné lieu à leur mutation en SIR : société immobilière réglementée via une nouvelle loi spécifique instaurée en 2014 (Moneystore, 2014). Cette transition, ainsi que les différents types de FIA présents en Belgique de manière générale, seront détaillés dans le chapitre 4 de ce travail.

3.1.1.7 Différentiation du type d'investisseur pour la commercialisation

Au contraire de la directive, la loi du 19 avril 2014 ne différencie pas l'investisseur professionnel de l'investisseur de détail en ce qui concerne la commercialisation (Windey et Naud, 2015). En effet, l'article 43 de la directive AIFM renseigne les mesures à prendre par les gestionnaires pour commercialiser des FIA auprès d'investisseurs de détail, tandis que le

chapitre II de la loi du 19 avril 2014 se limite à la commercialisation de manière générale. Rappelons tout de même que les régulations financières tendent à protéger davantage les investisseurs qui possèdent le moins de connaissances. Ainsi, un investisseur de détail jouira d'une plus grande protection juridique que l'investisseur institutionnel. Selon la directive AIFM, ainsi que la loi du 19 avril 2014, un investisseur de détail est « un investisseur qui n'est pas professionnel ». Voici ce que mentionne la directive 2011/61/UE à l'alinéa 71 :

« Les États membres devraient pouvoir autoriser la commercialisation de tous ou certains types de FIA gérés par des gestionnaires auprès d'investisseurs de détail sur leur territoire. S'il autorise la commercialisation de certains types de FIA, un État membre devrait évaluer cas par cas si un FIA spécifique peut être qualifié de FIA pouvant être commercialisé auprès des investisseurs de détail sur son territoire. [...] les États membres devraient être en mesure en pareils cas d'imposer aux FIA et aux gestionnaires, comme condition préalable à la commercialisation auprès d'investisseurs de détail, des exigences plus strictes que celles qui sont prévues pour les FIA commercialisés auprès d'investisseurs professionnels sur leur territoire, que lesdits FIA soient commercialisés à l'intérieur ou à l'extérieur de leurs frontières. »

Par ailleurs, la directive mentionne que lorsque l'autorisation de commercialisation de FIA aux investisseurs de détail est accordée sur son territoire, cela devrait être le cas, peu importe l'origine du FIA, et les exigences ne devraient pas être plus strictes en dehors du territoire que celles applicables sur le territoire. [...].

3.1.2 [Luxembourg](#)

Du côté du Luxembourg, la transposition en droit national de la directive AIFM correspond à la loi du 12 juillet 2013 relative aux gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs. Lorsqu'une directive est adoptée au niveau européen, la chambre des députés au Luxembourg rédige un projet qui passera en commission pour revue et commentaires et ensuite au Conseil d'État qui adoptera la même démarche (Perotin, 2020). Une fois ce processus terminé, la loi sera enfin publiée au Journal Officiel du Grand-Duché de Luxembourg.

On remarque également qu'une loi relative à un dérivé du fonds d'investissement alternatif a vu le jour : la loi du 23 juillet 2016 relative aux fonds d'investissement alternatifs réservés. Il s'agit d'un nouveau type de fonds, non régulé jusqu'alors. Sans trop rentrer dans les détails, ce sont des fonds offrant un accès très rapide au marché car ils ne doivent pas, en eux-mêmes, obtenir un agrément (Philippe, 2018). Ceux-ci seront expliqués dans le chapitre 4.

Enfin, la Loi du 8 avril 2019 est relative à des mesures à prendre en relation avec le secteur financier en cas de retrait du Royaume-Uni de Grande-Bretagne et d'Irlande du Nord de l'Union européenne. Elle vient de surcroît modifier certains articles de la loi du 12 juillet 2013, parmi d'autres. Cette loi sera détaillée spécifiquement dans la section réservée au passeport européen, étant donné que c'est celui-ci qu'elle vise tout particulièrement.

Avant de découvrir toutes les implications spécifiques de la loi du 12 juillet 2013, j'aimerais aborder une particularité plus générale de cette loi, que l'on retrouve d'ailleurs dans la plupart des lois relatives aux fonds d'investissement à Luxembourg. Il s'agit du fait que le législateur luxembourgeois a pris dans sa transposition l'entièreté des options laissées par la directive AIFM, comme en attestent Elvinger (2012) et de Vinck (2020). En effet, comme il s'agit d'une directive d'harmonisation minimale, elle offre toute une série de possibilités qu'un pays peut choisir de transposer ou non.

En l'occurrence, le Grand-Duché a pris « la totale », avec comme motivation d'être plus attractif pour les gestionnaires de fonds. À titre d'exemple d'opportunité saisie, il y a l'extension de la commercialisation à l'investisseur de détail. C'est loin d'être le cas pour tous les pays européens (Elvinger, 2012). Notons que la vidéo ayant servi de source a été réalisée en 2012 et était donc basée sur le projet de loi, celui-ci étant resté fidèle lors de la transposition.

3.1.2.1 Le passeport européen

Les gestionnaires de FIA ont des facilités pour obtenir le passeport européen. Il leur suffit d'enregistrer leur fonds auprès de la Commission de Surveillance du Secteur Financier. Plus particulièrement, le Luxembourg offre une procédure rapide (sous 20 jours) et peu coûteuse selon Féraud, cité par Renard (2014). En outre, la transposition luxembourgeoise d'AIFM, a mené à l'apparition de nombreuses « sociétés en commandite spéciale¹⁴ ». Celles-ci procurent aux commerciaux de FIA une excellente juridiction pour leurs fonds et leurs structures de détention (Houillon et Ritz, 2020).

La Loi du 8 avril 2019 est un peu spéciale car elle a été rédigée pour le cas où le Royaume-Uni et l'Union Européenne ne parvenaient pas à un accord de retrait. C'était un sujet important à traiter car beaucoup de questions se seraient posées concernant le passeport européen pour les gestionnaires de FIA d'un pays qui sort de l'Union. Dans ce cas, ce dernier serait alors considéré comme un pays tiers. Ce qui revient à dire que les gestionnaires de FIA originaires du pays ne seraient plus à même de commercialiser leurs fonds en Europe, ni de gérer des FIA européens. Cette loi prévoit donc une période de transition de maximum 21 mois, à dater de la signature du Brexit pour se mettre aux normes, et ceci pour 3 raisons : préserver une certaine stabilité des marchés financiers, protéger les investisseurs des OPC et permettre un maintien des contrats en cours. Au-delà de cette période, les gestionnaires britanniques devraient alors délocaliser l'activité dans un autre État membre de l'UE, demander un agrément à la CSSF ou finalement arrêter leur activité (Le Squeren et Leroy, 2019).

¹⁴ « Société que contractent un ou plusieurs associés commandités indéfiniment et solidairement responsables des engagements sociaux, avec un ou plusieurs associés commanditaires, qui n'engagent qu'une mise déterminée conformément aux dispositions du contrat social. La SCSp (Special limited partnership) ne constitue pas une individualité juridique distincte de celle de ses associés. La SCSp peut être utilisée par des entités réglementées ou non réglementées que ces dernières constituent des fonds d'investissement alternatifs sous AIFMD ou non. [...] ». » (Panichi, 2020).

3.1.2.2 Les fonctions de gestion

Selon la loi du 12 juillet 2013, la société de gestion est tenue de gérer les opérations d'investissements ainsi que celles liées au risque. Elle peut mandater une société pour l'une des activités ou pour les deux, mais reste toutefois responsable de la bonne exécution des activités de son délégué (Renard, 2014). L'article 14 relatif à la gestion des risques nous relate une copie conforme de ce que mentionne la directive avec uniquement un paragraphe de moins, contrairement à la transposition belge qui se détachait des deux derniers paragraphes.

3.1.2.3 L'investisseur de détail

La loi relative aux gestionnaires de FIA à Luxembourg prévoit un chapitre pour la commercialisation auprès d'investisseurs de détail. Il s'agit du chapitre 8, comprenant l'article 46. Il s'agit d'une option proposée par la directive qui a été saisie par le Luxembourg, contrairement à la Belgique. Évidemment, des mesures spécifiques s'imposent telles que la soumission du FIA luxembourgeois à une surveillance permanente de l'autorité de contrôle qui permet la protection de l'investisseur. Pour les fonds non établis à Luxembourg, la réglementation en place dans l'État d'origine doit être au moins aussi stricte que celle du Grand-Duché et il en va de même pour la surveillance de l'autorité nationale. Par ailleurs, il doit y avoir une coopération entre cette autorité et la CSSF. Le règlement CSSF N°15-03 arrête les modalités d'application de cet article en ce qui concerne la commercialisation des fonds d'investissement alternatifs de droit étranger auprès d'investisseurs de détail à Luxembourg.

3.1.2.4 Impact sur la création de fonds

Selon PwC Luxembourg (2016), la transposition nationale d'AIFM à Luxembourg en juillet 2013 a été une vraie réussite. Et pour cause, en fin d'année 2014, le Grand-Duché recensait 169 sociétés de gestion possédant une licence AIFM et ce nombre est passé à 200 l'année suivante portant le total de sociétés de gestion (UCITS et AIF) à 300. Notons que certaines d'entre elles possèdent un double agrément UCITS et AIFM.

Par ailleurs, le nombre de SICAV autogérées a diminué de moitié entre 2013 et 2014 (PwC Luxembourg, 2016), soit l'année suivant la transposition d'AIFMD en droit luxembourgeois. Une SICAV autogérée étant bien le contraire d'une SICAV possédant une société de gestion, nous pouvons tirer comme conclusion que ces SICAV n'ont pas disparu mais ont changé de mode de fonctionnement puisque le montant moyen d'actifs gérés par des SDG a augmenté dans le même temps (PwC Luxembourg, 2016). Ce chiffre regroupe néanmoins à la fois les sociétés de gestion agréées pour des AIF et celles agréées pour des fonds UCITS.

3.2 ARRÊTÉS ROYAUX (BELGIQUE) ET RÈGLEMENTS GRAND-DUCAUX (LUXEMBOURG)

Un Arrêté Royal est un document juridique qui explique de quelle manière les lois doivent être appliquées. En Belgique, il est « adopté par le gouvernement fédéral, signé par le roi et contresigné par le ou les ministres responsables » (CRISP, 2020, Site web, para. 3). Au Grand-Duché, le règlement est « la norme d'exécution de la loi » (Cour européenne de justice, 2019, Site web, para. 9). Le Grand-Duc est responsable de ceci, mandaté par la Constitution luxembourgeoise.

3.2.1 Belgique

Trois arrêtés royaux sont liés aux organismes de placement collectif alternatifs à savoir : l'Arrêté royal du 9 novembre 2016 relatif aux fonds d'investissement immobiliers spécialisés, l'Arrêté royal du 10 juillet 2016 relatif aux organismes de placement collectif alternatifs investissant dans des sociétés non cotées et des sociétés en croissance ainsi que l'Arrêté royal du 25 février 2017 relatif à certains organismes de placement collectif alternatifs publics et à leurs sociétés de gestion, et portant des dispositions diverses.

Le premier vient réglementer un des types de fonds que les gestionnaires soumis à la loi de 2014 peuvent être amenés à gérer, à savoir les FIIS qui seront détaillés dans le chapitre 4. Le but de cette réglementation est d'attirer de nouveaux gestionnaires de fonds en offrant un cadre juridique flexible pour des fonds immobiliers destinés à des investisseurs institutionnels.

Le second arrêté royal concerne les PRICAF, autre type de fonds destiné au public et suscitant donc l'intérêt du pays pour protéger les investisseurs. Conjointement, ce texte est destiné à soutenir l'aide au financement des jeunes entreprises en croissance, considéré comme « un segment important de l'économie réelle » (Arrêté royal du 10 juillet 2016, considérations générales).

Enfin, le dernier texte juridique identifié part d'une volonté de représenter la nouvelle structure juridique liée aux organismes de placement collectif qui découle de la loi du 19 avril 2014. Le but est de séparer les règles « produits » étant exclusivement destinées aux OPCA, de manière à faciliter la lecture. Actuellement, celles-ci se trouvent dans l'arrêté royal du 12 novembre 2012. Le projet vise donc à enlever les dispositions liées aux OPCA de cet arrêté et en constituer un nouveau, propre aux fonds alternatifs.

3.2.2 Luxembourg

Un seul règlement grand-ducal en rapport avec les gestionnaires de fonds d'investissement est à recenser selon la CSSF, mais celui-ci n'est pas pertinent dans le cadre de ce mémoire. Il s'agit du règlement grand-ducal du 21 décembre 2017 relatif aux taxes à percevoir par la Commission de Surveillance du Secteur Financier.

3.3 CIRCULAIRES DU RÉGULATEUR

Dans le secteur de la finance, le dernier niveau de régulation au sein d'un pays est la circulaire du régulateur de marché. On cherchera donc du côté de la FSMA en Belgique et du côté de la CSSF à Luxembourg. Selon le centre de recherche et d'information socio-politiques (2020, Site web, para. 1), une circulaire est une « lettre contenant une instruction ou une recommandation, adressée par une autorité à des fonctionnaires pour les aider à appliquer correctement une législation ou une réglementation ». En résumé, il s'agit d'un document clarifiant un niveau supérieur de régulation, étant donné que la circulaire est le niveau le plus bas dans la hiérarchie des normes juridiques.

3.3.1 Belgique : Financial Services and Markets Authority (FSMA)

La première circulaire en lien avec AIFMD publiée par la FSMA date de septembre 2014. Il s'agit tout simplement d'un document précisant les obligations à remplir par un gestionnaire de FIA enregistré ou agréé en Belgique ou qui commercialise des parts d'OPCA en Belgique, en ce qui concerne les comptes rendus à l'autorité de marché ainsi que leur transmission. À titre d'exemple, on y trouve la fréquence de *reporting* requise, le contenu spécifique qui doit s'y trouver (pourcentage des actifs non-liquides, principaux instruments négociés,...), etc.

Ensuite, trois communications ont été rendues publiques concernant la commercialisation d'OPCA de l'Espace économique européen dans un autre État membre par des gestionnaires agréés de droit belge ; la commercialisation d'OPCA en Belgique sans passeport à des investisseurs professionnels et l'enregistrement des gestionnaires de petites taille. La première est destinée à exposer les formalités à remplir pour pouvoir entamer la commercialisation de fonds alternatifs à des investisseurs professionnels dans un État membre via le passeport européen. Elle précise que la FSMA dispose de 20 jours pour transmettre le dossier aux autorités compétentes et par la même occasion pour donner la possibilité au gestionnaire de commencer la commercialisation. La deuxième communication va dans le même sens mais concerne les fonds alternatifs ne bénéficiant pas du passeport européen. Enfin, la dernière contient à nouveau des formalités relatives cette fois à l'enregistrement des gestionnaires de droit belge qui tombent sous les seuils réglementaires et qui souhaitent gérer des fonds alternatifs non publics.

Une seconde circulaire a fait son apparition en août 2017 pour apporter des précisions au règlement du 16 mai de la même année. Ce dernier est relatif aux informations statistiques que les organismes de placement collectif à nombre variable de parts doivent transmettre à l'autorité de marché. Il s'applique aux OPCA publics de droit belge et de droit étranger lorsqu'ils sont commercialisés en Belgique.

Enfin 2 circulaires datant de 2019 viennent compléter la législation en matière d'obligations des dirigeants effectifs d'OPCA. D'une part, un texte en lien avec le contrôle interne et la déclaration faite par rapport aux états périodiques qui a été rédigée par la FSMA pour pallier un manque d'informations sur les contrôles opérés, leurs résultats et les mesures prises pour

corriger les problèmes détectés et d'autre part, un texte réservé aux modalités de la déclaration faite concernant les rapports périodiques. Il s'agit d'une affirmation faite par les dirigeants effectifs pour déclarer que les états statistiques sont conformes aux exigences légales. La circulaire s'applique aux SICAV accessibles au grand public ainsi qu'aux sociétés de gestion ayant été désignées par des fonds communs de placement de droit belge ou de droit étranger dont les parts sont offertes publiquement en Belgique.

3.3.2 Luxembourg : Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF)

La CSSF a publié le 24 octobre 2012 la circulaire dite de substance (Circulaire 12/546). Celle-ci vient compléter une série d'autres textes légaux pour durcir les fonctions de contrôles des sociétés de gestion (gestion de portefeuille, gestion des risques, conformité,...). Cet ensemble juridique vient considérablement limiter la possibilité pour des structures « boîtes aux lettres » comme on les appelle, d'exister. Celles-ci avaient pour caractéristique d'avoir des effectifs limités (Houillon et Ritz, 2020). Généralement, elles se résumaient à une adresse postale avec un staff composé d'une seule personne travaillant de chez elle (Rousseau, 2019). On tend donc vers un niveau d'exigence plus élevé pour une meilleure protection de l'investisseur. Selon de Vinck (2020), ce genre de structure est à ce jour complètement éradiqué.

La première circulaire (14/581) publiée après l'adoption de la loi de 2013 concerne les obligations en termes de *reporting* à remplir par les GFIA. Il s'agit simplement de clarifications concernant les comptes rendus à la CSSF. Comme souvent au Luxembourg, les annexes contiennent des fichiers d'exemple donnant un aperçu des rubriques que les rapports doivent contenir.

La circulaire 15/612 s'adresse aux gestionnaires de FIA autorisés ou enregistrés souhaitant gérer un autre FIA qui serait, lui, non réglementé ou établi dans un pays tiers. Elle vient compléter les obligations d'informations fournies à la CSSF définies par la loi de 2013, de manière à faciliter le contrôle par le régulateur des fonds gérés par des GFIA luxembourgeois.

Également dans une optique d'améliorer la surveillance du marché des fonds, la circulaire 15/633 vient obliger les GFIA (entre autres) à remplir trimestriellement des tableaux concernant la situation financière de leur(s) fonds.

En 2018, un nouveau document (18/698) vient mettre à jour la circulaire de substance pour rester à la page des modifications juridiques liées aux fonds alternatifs ainsi que pour offrir une vue d'ensemble dans un même fichier des conditions nécessaires à l'obtention ou au maintien de l'agrément du gestionnaire.

Enfin, le règlement CSSF N° 15-03 arrête les modalités d'application de l'article 46 de la loi 203. Celui-ci concerne la commercialisation de fonds de droit étranger à des investisseurs de détail au Luxembourg. Les différents articles du règlement déclinent donc les différentes démarches à effectuer afin d'obtenir l'autorisation de commercialiser ainsi que les conditions d'admission notamment.

3.4 CONCLUSIONS SUR LES TEXTES JURIDIQUES NATIONAUX

On remarque déjà à ce stade qu'il existe quelques différences entre la Belgique et le Luxembourg en ce qui concerne les textes juridiques. Qu'il s'agisse de la hiérarchie des normes, de la façon de transposer une directive, ou encore de la rapidité d'implémentation. Ceci dit, ces trois caractéristiques ne sont pas forcément directement liées à l'industrie des fonds.

Sur base d'une recommandation d'Henri Delwaide, je me suis intéressée au nombre de pages émises par les régulateurs de marché financier belge et luxembourgeois. Étant donné qu'un tableau vaut mieux qu'un long discours, je vais présenter le résultat de ma recherche de cette manière. Les chiffres parlent d'eux-mêmes.

Tableau 3 : Comparaison du paysage juridique rédigé par les autorités de marché financier en Belgique et à Luxembourg, en lien avec la directive AIFMD.

| | Belgique | Luxembourg |
|-----------------|----------|-----------------|
| Circulaires | 4 | 4 ¹⁵ |
| Nombre de pages | 39 | 127 |
| Communications | 3 | - |
| Nombre de pages | 5 | - |
| Règlements | - | 1 |
| Nombre de pages | - | 7 |

¹⁵ Ce nombre exclut la circulaire 12/546 puisque celle-ci a été publiée avant l'adoption de la loi de 2013.

4. LES DIVERGENCES D'INTERPRÉTATION D'AIFMD

Dans le chapitre précédent, nous avons identifié plusieurs différences entre les transpositions nationales. Rien qu'en regardant le titre des transpositions, on remarque que du côté de la Belgique, on a une loi relative aux « OPCA et à leurs gestionnaires » tandis qu'au Luxembourg nous avons une loi relative aux « gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs ». Deux différences marquantes à ce stade : premièrement, la Belgique met l'accent sur le produit, plus que sur le gestionnaire et deuxièmement, on a d'une part des organismes de placement collectif alternatifs et d'autre part des fonds d'investissement alternatifs.

Nous avons donc retracé toutes les différences « théoriques » entre les deux pays. Voyons maintenant grâce à divers articles et aux témoignages récoltés, les différences qu'il existe en pratique (celles-ci trouvant bien évidemment souvent leur origine dans des divergences d'interprétation).

4.1 LES DIFFÉRENTS TYPES DE FONDS ALTERNATIFS

Grâce à l'analyse préliminaire réalisée dans le chapitre précédent, nous pouvons à présent faire le tour des différentes sortes de fonds alternatifs que l'on retrouve respectivement en Belgique et à Luxembourg. Il existe plusieurs formes juridiques à travers les deux pays, je détaillerai les plus communes. La législation liée à ces fonds est très particulière car les différents fonds d'investissement sont d'une part régulés chacun par une loi ou par un arrêté royal et d'autre part, leur gestionnaire est régulé par la transposition d'AIFMD. On est donc en présence d'une sorte de double régulation pour ces produits financiers. Une exception existe tout de même, il s'agit des *hedge funds* qui restent des organismes de placement collectif assez flous car ils ne possèdent pas de cadre législatif propre, mais leurs gestionnaires sont bien soumis à la loi nationale concernant les GFIA.

4.1.1 Forme juridique

Que ce soit en Belgique ou à Luxembourg, les fonds peuvent prendre différentes formes juridiques. On retrouvera principalement le fond commun de placement, la société anonyme, la société en commandite simple ainsi que la société en commandite par actions. Le Luxembourg a vu se développer en parallèle les sociétés en commandite spéciale (Panichi, Schummer et Gaston-Braud, 2014).

Un FCP est un organisme qui ne possède pas de personnalité juridique et se trouve donc dans l'obligation d'être sous la tutelle d'une société de gestion (ING, s.d.). En d'autres termes, selon de Vinck, « il existe car il appartient à une société de gestion ». Contrairement aux sociétés anonymes, le FCP est taxé par transparence. Pour un investisseur belge détenant des parts d'un tel fonds, cela voudra dire que lorsque le fonds reçoit un dividende sur un actif détenu en portefeuille, le belge devra mentionner la perception de celui-ci dans sa déclaration fiscale. C'est pour cette raison que la Belgique n'a pas réellement vu ce type de fonds se développer au

sein de ses frontières. Rappelons que l'investisseur, peu importe l'État d'origine du fonds dans lequel il investit, sera taxé sur base du régime de son pays de résidence fiscale.

Les SICAV et les SICAF sont tout simplement des sociétés d'investissement respectivement à capital fixe et variable. Il s'agira toujours d'une société anonyme. En étant actionnaire dans une SICAV, comme pour une entreprise, on va disposer d'un droit de vote lors de l'assemblée générale (dépendant de la part que l'on détient). Ces types de fonds seront généralement plus grands que les FCP et requièrent également un capital initial plus important (Moneystore, 2015).

Les PRICAF privées ont accès au statut de société en commandite simple, ce qui n'est pas le cas pour les PRICAF publiques.

4.1.2 [En Belgique](#)

En Belgique, il y a plusieurs types de fonds d'investissement dont les gestionnaires sont soumis à la loi du 19 avril 2014. Nous retrouvons les FIIS (fonds d'investissement immobiliers spécialisés) ; les fonds d'épargne pension ; les *hedge funds* ; les PRICAF et PRICAV. Enfin, les SICAFI (sociétés d'investissement à capital fixe) se sont pour la plupart transformées en SIR (sociétés immobilières règlementées). Nous verrons pour quelle raison, mais en devenant des SIR, elles sont sorties du champ d'application de la loi de 2014. N'importe lequel de ces types de fonds doit, s'il souhaite être public, demander son agrément à la FSMA. Voyons l'ensemble des fonds alternatifs de droit belge.

4.1.2.1 *Les FIIS*

Comme son nom l'indique, un fonds d'investissement immobilier spécialisé est voué à investir uniquement dans des biens immobiliers. Il peut également s'agir d'investissements réalisés à l'étranger. Ces sociétés réservées aux investisseurs institutionnels sont toujours à capital fixe (Service Public Fédéral Finances, s.d.). Par ailleurs, le FIIS a une durée de vie limitée, définie lors de sa constitution. Elle peut être de 10 ans maximum, période au terme de laquelle il sera liquidé, sauf en cas de prorogation, pouvant être de 5 ans maximum. Un FIIS ne doit pas être agréé mais simplement s'enregistrer auprès du SPF Finances. Un FIIS ne sera pas considéré comme FIA si un seul investisseur a souscrit au fonds, s'il s'agit d'une holding ou d'une joint-venture (PwC, 2018). En effet, ce sont des exemptions dans la loi du 19 avril 2014.

4.1.2.2 *Les fonds d'épargne pension*

Également appelés 3^{ème} pilier, les fonds d'épargne pension sont des produits permettant d'épargner toute une vie pour récupérer la totalité du montant investi ainsi qu'une plus-value, si possible, lors de la retraite. Il s'agit de produits qui investissent uniquement en actions et obligations et qui sont donc directement corrélés au marché boursier. La motivation à investir dans ces fonds vient d'une réduction d'impôts allant de 25 à 30% sur les sommes versées (Van Geyte, 2019). Selon l'association belge des gestionnaires d'actifs, en milieu d'année dernière, ces fonds mobilisaient 1,6 million de belges pour un total de 19,7 milliards d'euros.

4.1.2.3 Les PRICAF et les PRICAV

Comme pour les SICAV et SICAF, on retrouve des fonds à capital variable et des fonds à capital fixe (ouverts ou fermés). Les PRICAF et PRICAV existent sous forme privée et publique. Les plus répandues sont les PRICAF privées. Il s'agit d'OPC investissant dans des *private equity* (SPF finances, s.d.). Selon Van Itterbeek (2016), les PRICAF publiques sont beaucoup plus rares, en septembre 2016, il n'en restait plus qu'une. Cependant, l'arrêté royal du 10 juillet 2016 tenterait de les faire renaître. Il est en revanche extrêmement compliqué de trouver des informations sur les PRICAV, qu'elles soient privées ou publiques.

4.1.2.4 Les hedge funds

On en a parlé dans l'introduction, les *hedge funds* sont des produits qui sont peu connus du grand public et qui apparaissent comme très risqués, spéculatifs. Il est très important de mentionner que ceux-ci ne répondent pas à une définition légale. Selon Rousseau (2013), ces fonds cherchent à être dé-corrélés du marché c'est-à-dire qu'ils peuvent offrir un rendement même en présence d'un marché boursier baissier. Ceci est possible notamment grâce aux ventes à découvert et aux produits dérivés. Pour accentuer les tendances, ils vont utiliser l'effet levier. Ce dernier permet de multiplier les gains (ou les pertes) en investissant un montant largement plus élevé que celui dont le fonds dispose, grâce à un emprunt. L'inconvénient de celui-ci est la dégringolade spectaculaire pouvant se produire lorsque la conjoncture est mauvaise et que le fonds est dans le rouge, si les investisseurs veulent retirer leur argent (De Geyter, 2015). Par ailleurs, ces fonds sont généralement très peu liquides et très peu transparents (Rousseau, 2013).

4.1.2.5 Les SICAFI et les SIR

Les sociétés immobilières à capital fixe ont fait leur apparition en 1995 en Belgique. A l'instar des FIIS, il s'agissait de fonds destinés à investir dans des biens immobiliers. Suite à la loi du 12 mai 2014, celles-ci ont pris la forme de sociétés immobilières réglementées. En effet, cette loi poussait les SICAFI à se convertir en SIR. À l'époque comme maintenant, elles peuvent bénéficier d'une exonération de l'impôt des sociétés à condition de distribuer 80% de leur résultat. Les plus connues actuellement sont Aedifica et Cofinimmo et sont donc des sociétés cotées en bourse (Huet, 2013).

Au sein de ces SIR, nous retrouvons un nouveau véhicule : le REIT, défini par l'AR du 9 novembre 2016 (relatif aux FIIS) comme « la SIR, nettoyée des aspects propres aux fonds d'investissement immobiliers ». Cependant, pour les gestionnaires dont le projet d'investissement ne correspond pas à celui d'un REIT, il faudra créer un fonds dans un autre pays de manière à trouver une structure adaptée. Ces aspects propres correspondent notamment au fait d'être coté en bourse, accessible à tous les investisseurs, limité au niveau de l'endettement (65% maximum après distribution des dividendes) ou l'obligation de respecter des règles strictes de diversification (Arrêté royal du 9 novembre 2016). En devenant des SIR, les SICAFI sont sorties du cadre de la réglementation liée à AIFMD.

4.1.3 À Luxembourg

Du côté du Luxembourg, on retrouve les FIS (fonds d'investissement spécialisés), les SICAR (société d'investissement en capital à risque), les FIAR (fonds d'investissement alternatif réservé), ainsi que les fonds spécialisés déjà détaillés dans la section dédiée à la Belgique. Ces différents types de fonds peuvent prendre la forme de FCP (fonds commun de placement), de SICAV (société d'investissement à capital variable) ou de SICAF (société d'investissement à capital fixe).

Comme nous avons pu le constater, ce n'est pas parce qu'il n'y avait pas de régulation européenne pour les fonds d'investissement alternatifs avant 2011, que ceux-ci n'existaient pas. Le Luxembourg faisait déjà partie des pays ayant prévu une partie II dans ses textes de loi relatifs aux OPCVM pour mettre un cadre aux fonds ne répondant pas à la définition UCITS. De ces derniers avaient découlé deux nouvelles loi spécifiques : la loi du 15 juin 2004 relative à la société d'investissement en capital à risque (SICAR) ainsi que la loi du 13 février 2007 relative aux fonds d'investissement spécialisé (FIS) (CSSF, 2020). Ces deux derniers types de fonds ne sont donc pas qualifiés comme des FIA selon l'autorité de marché du Luxembourg (2018).

4.1.3.1 Les SICAR

Les sociétés d'investissement en capital à risque sont des organismes de placement collectif apparus au Luxembourg par la loi du 15 juin 2004. Ils ne sont pas soumis à des limitations sur la constitution de leur portefeuille ou sur leur politique d'investissement. Comme leur nom l'indique, ces OPC vont investir dans des actifs risqués comme par exemple des sociétés ayant besoin de fonds pour se lancer en espérant dégager des profits largement supérieurs à ceux du marché. Ils présentent généralement comme caractéristiques une maturité de long terme et une liquidité très faible (myInvest, 2018). Ainsi, ces fonds moins limités en termes d'investissements, pouvaient prétendre à concurrencer le marché de Londres qui est très développé dans le domaine, tout en étant régulés (OCDE, 2010).

4.1.3.2 Les FIS

Quelques années plus tard, les fonds d'investissement spécialisés venaient eux aussi à tomber sous l'autorité d'une nouvelle loi remplaçant celle du 19 juillet 1991 portant sur les UCI (*undertakings for collective investment*). Ces fonds ont pour vocation d'être gérés par des professionnels et de bénéficier de restrictions plus souples que les UCITS. Toujours selon l'OCDE (2010), entre 2007 et 2010 et en dépit de la crise financière connue pendant cette période, pas moins de 700 FIS ont été créés au Grand-Duché. La raison de cette croissance proviendrait d'une baisse de l'attractivité des centres financiers offshore. Par ailleurs, ces fonds bénéficient d'un avantage fiscal puisqu'ils sont exonérés d'impôt sur le revenu, impôt commercial communal et impôt sur la fortune (Philippe, 2018).

4.1.3.3 Les FIAR

Les fonds d'investissement alternatifs réservés sont apparus à Luxembourg en 2016 par le biais d'une loi spécifique (cfr. supra). Il s'agit de fonds qui sont régulés au travers de leur gestionnaire, et non de manière directe. Parmi les points importants que le gestionnaire est tenu de vérifier, on retrouve le choix d'un dépositaire, ainsi que la qualité des informations fournies aux investisseurs (Philippe, 2018). Selon Philippe (2019), étant donné que ces fonds ne sont pas soumis à un agrément préalable de la CSSF, ils peuvent être commercialisés très rapidement. En revanche, ceux-ci sont exclusivement réservés aux investisseurs institutionnels avec une possibilité d'accès pour des individuels particulièrement aisés qui selon Deferm (2019), sont en mesure de prouver qu'ils possèdent des connaissances en termes d'investissement alternatifs et que leur mise de départ soit d'au minimum 250,000.00 €. Ce type de fonds est au même titre que les FIS, exonérés d'impôts (Van Maldegem, 2019).

4.2 IMPACT SUR LES SOCIÉTÉS DE GESTION

4.2.1 Sociétés de gestion et actifs sous gestion

4.2.1.1 Belgique

Selon le rapport annuel de 2018 de la FSMA, le montant d'actifs gérés par des fonds d'investissement publics à nombre variable de parts de droit belge était de 147 milliards au 31 décembre 2018. Ceci englobe donc aussi bien les OPCVM que les OPCA, malheureusement il est très difficile de trouver des chiffres propres aux fonds alternatifs.

En revanche, nous possédons le nombre de sociétés de gestion d'OPCA agréées par la FSMA. On voit son évolution croissante dans le tableau ci-dessous. Il faut tout de même préciser que celui-ci est difficile à placer dans son contexte car certaines sociétés de gestion peuvent s'occuper à la fois d'OPCVM et d'OPCA. Selon la FSMA (2018), la plupart possède les deux agréments mais le chiffre reste flou. Tout ce dont nous sommes sûrs c'est que sur les 4 agréments accordés pour des SDG d'OPCA en 2018, 3 relatifs à des OPCA non publics et que le quatrième concerne un ou des FIIS.

Tableau 4 : Évolution du nombre de sociétés de gestion entre 2015 et 2018 en Belgique

| | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|--|------|------|------|------|
| Sociétés de gestion d'OPCVM | 7 | 7 | 7 | 8 |
| Sociétés de gestion d'OPCA | 7 | 9 | 9 | 13 |
| Succursales de sociétés de gestion d'OPC | 10 | 13 | 14 | 12 |

Source : Financial Services and Markets Authority (FSMA). (2018). *Rapport annuel 2018*. Bruxelles : FSMA. Récupéré le 2 mai 2020 de <https://www.fsma.be/fr/rapports-annuels/rapport-annuel-2018>

Néanmoins, les chiffres sont mis à jour régulièrement sur le site de la FSMA. Ainsi, au 7 mai 2020, la FSMA dénombrait 14 gestionnaires d'OPCA, dont 8 se retrouvent également dans la liste des sociétés de gestion d'OPC agréés. Nous pouvons donc en déduire que 8 sociétés de gestion s'occupent à la fois d'OPCVM et d'OPCA, une SDG gère uniquement un ou des OPCVM et 6 gestionnaires sont dédiés à des fonds alternatifs uniquement. Ceci nous donnerait un total de 15 sociétés de gestion de droit belge à cette date. Dès lors, en me basant sur ces chiffres et en prenant en compte qu'au cours de ces 12 derniers mois, une société de gestion a reçu un agrément pour des OPCVM et une autre pour des OPCA (sociétés qui ne sont pas les mêmes), nous pouvons estimer à 13 le nombre de sociétés de gestion actives au 31 décembre 2018, sous réserve qu'il n'y ait eu aucun changement entre ce moment-là et le 07 mai 2019.

Par ailleurs, le nombre de sociétés de gestion étrangères profitant du passeport européen et ayant implanté une succursale en Belgique est relativement élevé comparativement au nombre de sociétés de gestion de droit belge, puisqu'il est en réalité plus important que ce dernier.

Nous pouvons remarquer sur la figure ci-dessous que le nombre d'OPC publics est en chute en Belgique depuis ces dernières années. Nous observons que le nombre de SICAV est passé de 88 à 81 entre 2016 et 2018, soit une diminution de près de 10% en deux ans. Les fonds communs de placement ont, eux, enregistré un recul de plus de 21% sur cette même période. Selon Delwaide (2020), la tendance est bel et bien normale étant donné que ces fonds sont moins attractifs que les Sicav pour les investisseurs belges.

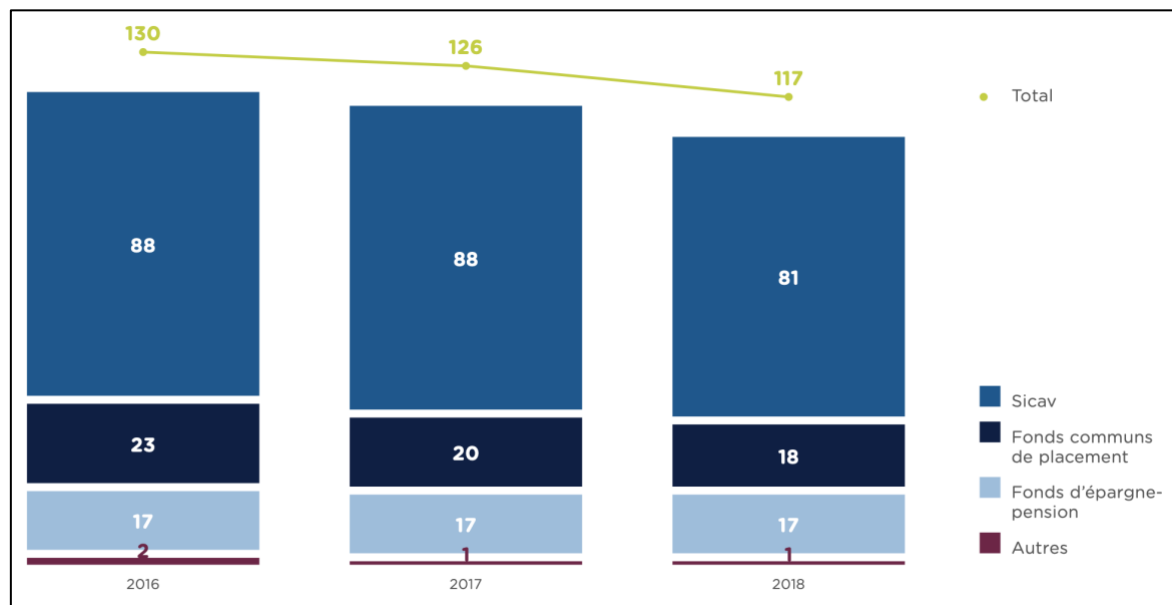


Figure 1 : Évolution du nombre d'organismes de placement collectif publics belges, ventilés selon leur forme juridique

Source : Financial Services and Markets Authority (FSMA). (2018). *Rapport annuel 2018*. Bruxelles : FSMA. Récupéré le 2 mai 2020 de <https://www.fsma.be/fr/rapports-annuels/rapport-annuel-2018>

Le rapport nous indique également que le nombre d'OPC gérés par une société de gestion belge a diminué de 12,73% en deux ans, que le nombre d'OPC autogéré a diminué de 27,78% durant cette même période, tandis qu'une augmentation de 300% s'est produite en ce qui concerne les OPC gérés par une société de gestion étrangère (FSMA, 2018). Cependant, ces chiffres nous donnent une tendance générale car ils concernent les fonds UCITS autant que les FIA. Intéressons-nous donc plus particulièrement aux OPCA. Pour cela, nous devons nous en remettre à une analyse des compartiments et non plus des fonds. En effet, un même fonds peut comporter plusieurs compartiments, chacun suivant des stratégies d'investissement différentes. En d'autres termes, il peut y avoir des OPCVM et des OPCA.

Grâce à la figure ci-dessous, nous avons un aperçu des organismes de placement en valeurs mobilières et alternatifs qui sont enregistrés auprès de la FSMA, de manière scindée. Il est particulièrement intéressant de remarquer que même si le nombre total d'organismes de placement collectif est en légère hausse entre 2016 et 2018, les OPCA ont réduit de plus de moitié, qu'ils soient belges ou étrangers (FSMA, 2018).

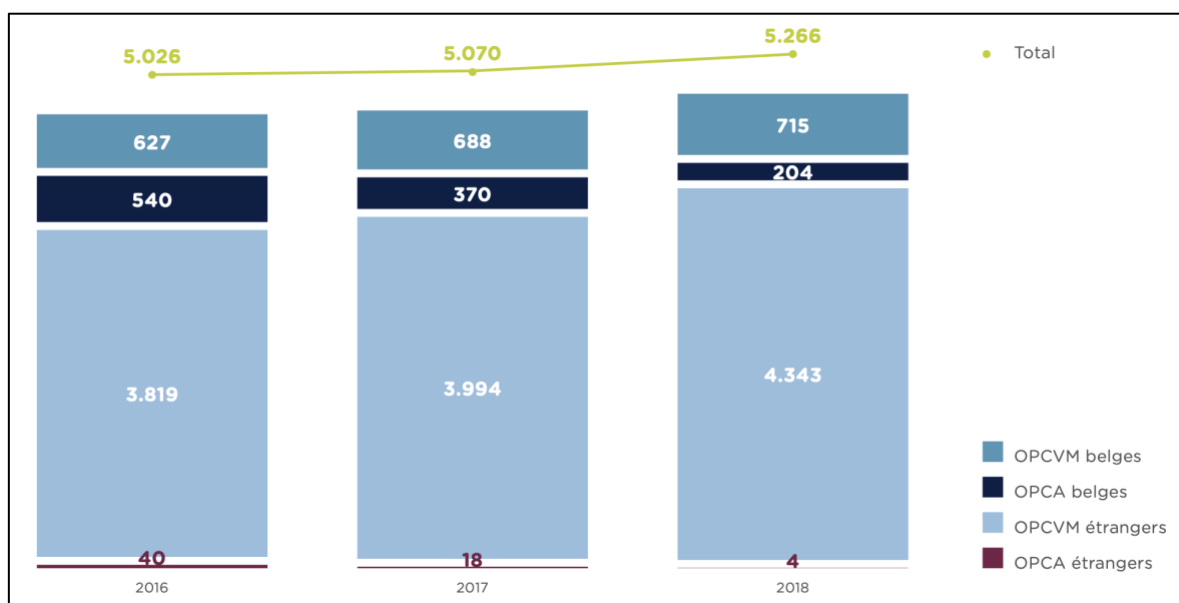


Figure 2 : Évolution du nombre de compartiments d'organismes de placement collectif à nombre variables de parts

Source : Financial Services and Markets Authority (FSMA). (2018). *Rapport annuel 2018*. Bruxelles : FSMA. Récupéré le 2 mai 2020 de <https://www.fsma.be/fr/rapports-annuels/rapport-annuel-2018>

Aucun point d'attention spécifique aux fonds d'investissement alternatifs n'a été développé dans le rapport pour conclure la section. Néanmoins, la section « contrôle des entreprises belges » nous informe de l'agrément de quatre nouvelles sociétés de gestion en 2018. Il s'agit de 3 sociétés dans le cadre de la gestion d'OPCA non publics dont une souhaitant gérer des fonds d'investissement immobiliers spécialisés. Cette dernière a mené la FSMA à publier une « opinion sur la distinction à opérer entre la gestion de portefeuille et les activités liées aux

actifs d'un OPCA lors de l'administration d'un immeuble ». La raison étant que la gestion de portefeuille doit absolument être effectuée par une entreprise réglementée, sauf pour les activités liées aux actifs d'un OPCA. La dernière société agréée concerne des OPCA publics ainsi que des OPCVM. Par ailleurs, le statut de gestionnaire d'OPCA de petite taille, n'étant pas soumis au contrôle de la FSMA, sauf pour les questions relatives au blanchiment de capitaux et au financement du terrorisme, a suscité l'intérêt en Belgique en 2018. Et pour cause, la FSMA a examiné 28 demandes d'enregistrement (FSMA, 2018).

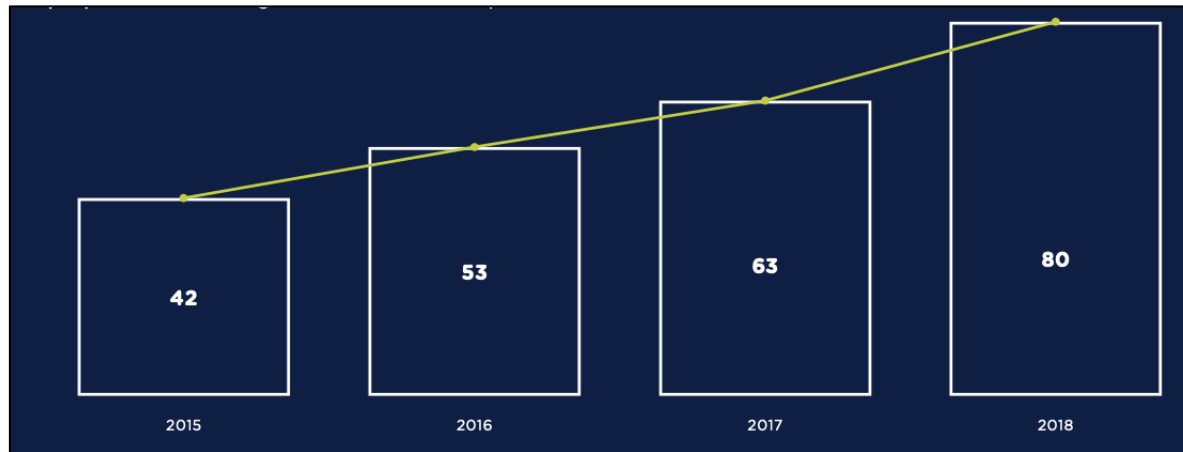


Figure 3 : Évolution du nombre de gestionnaires d'OPCA de petite taille

Source : Financial Services and Markets Authority (FSMA). (2018). *Rapport annuel 2018*. Bruxelles : FSMA. Récupéré le 2 mai 2020 de <https://www.fsma.be/fr/rapports-annuels/rapport-annuel-2018>

4.2.1.2 Luxembourg

Selon le tableau de bord des fonds d'investissement alternatifs publié par la CSSF, le total des actifs gérés par des managers de FIA à Luxembourg s'élevait à 615.8 milliards d'euros en fin d'année 2018¹⁶. Parmi ceux-ci, 91% sont des FIA basés au Luxembourg et les 9% restant sont des fonds basés dans d'autres États membres profitant du passeport européen. Ces quelques milliards d'euros sont répartis entre 4,287 compartiments de fonds alternatifs, alias sous-fonds.

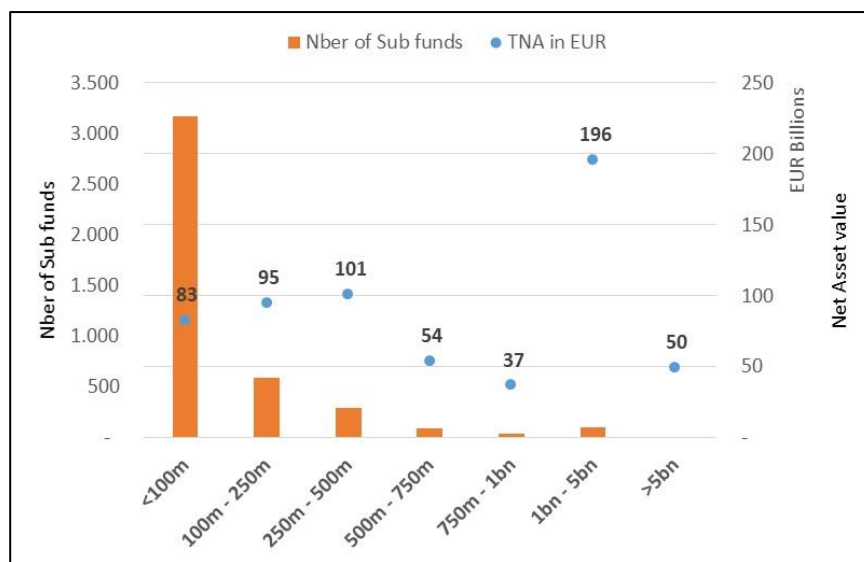


Figure 4 : Aperçu du paysage de fonds d'investissement alternatifs au Luxembourg au 31 décembre 2018

Source : Commission de Surveillance du Secteur Financier. (2018). *AIFM Reporting Dashboard*. Luxembourg : CSSF. Récupéré le 8 mai 2020 de http://www.cssf.lu/fileadmin/files/Metier_OPC/AIFM_Reporting_dashboard_110220.pdf

4.2.2 Ventilation des investisseurs

4.2.2.1 Belgique

Selon Delwaide (2020), par définition, commercialiser des OPCA à des investisseurs de détail en Belgique est contraire à la loi du 19 avril 2014. Néanmoins, pour les individus très riches souhaitant tout de même investir dans ce type de fonds, c'est possible grâce à la communication de la FSMA 04/02/2015 concernant l'extension de la notion d'investisseurs éligibles. L'autorité de marché met à disposition un registre auprès duquel ils doivent s'enregistrer pour avoir accès aux produits réservés aux investisseurs institutionnels, sous réserve qu'ils respectent les conditions visées à l'article 4, §§ 2 et 3 de l'arrêté royal du 26 septembre 2006. Pour cette

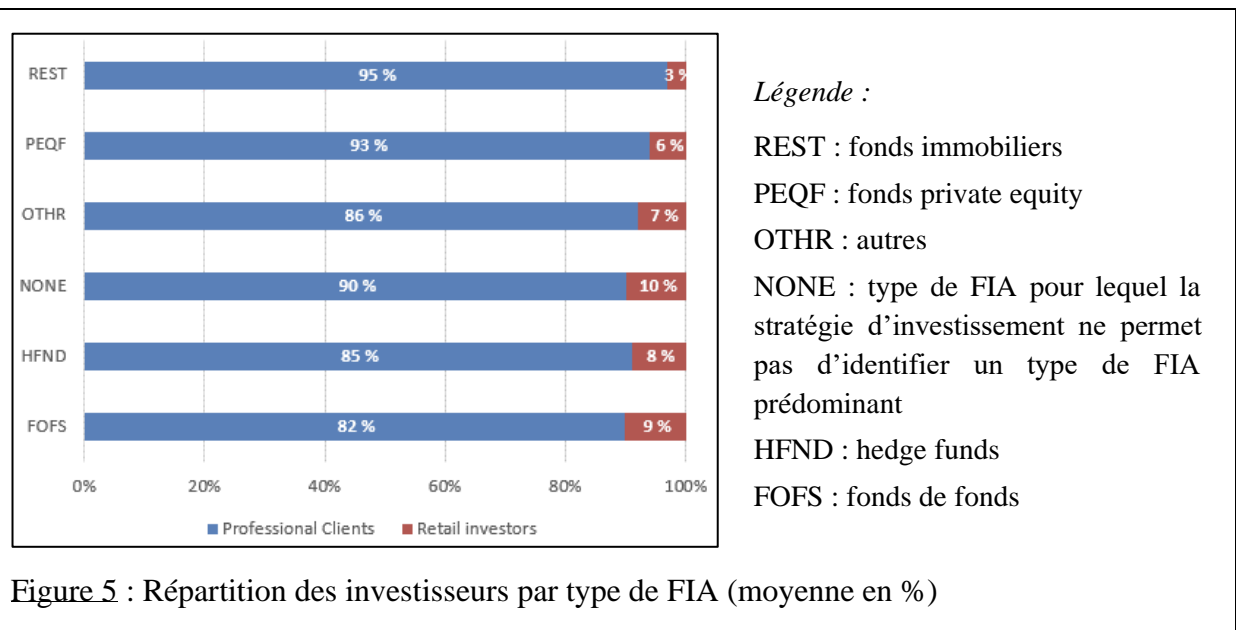
¹⁶ Données les plus récentes disponibles.

raison, il n'est pas aisé de trouver des statistiques concernant la part des investisseurs non institutionnels qui placent leur argent dans des OPCA.

Selon Van den Brande (2020), lorsqu'un fonds d'investissement alternatif est accessible à tous types d'investisseurs en Belgique, on le considèrera comme un fonds alternatif public. Pour ces fonds-là, la FSMA a décidé de considérer qu'ils s'agissait de la même chose qu'un UCITS, en ce qui concerne les règles de diversification et les restrictions d'investissement notamment.

4.2.2.2 Luxembourg

Malgré le fait que le Luxembourg ait pris l'option de donner la possibilité aux managers de FIA de commercialiser leurs fonds à des investisseurs de détail, on remarque que la proportion de ces derniers ne dépasse jamais 10%. Nous avons ici une répartition des investisseurs en fonction de chaque type de FIA, toujours au 31 décembre 2018.



Source : Commission de Surveillance du Secteur Financier. (2018). *AIFM Reporting Dashboard*.

Luxembourg : CSSF. Récupéré le 8 mai 2020 de

http://www.cssf.lu/fileadmin/files/Metier_OPC/AIFM_Reporting_dashboard_110220.pdf

4.2.3 Évolution de la VNI

Alors que la Belgique ne fournit pas de données comparables à celles que nous pouvons trouver à Luxembourg, nous remarquons que la plupart des fonds alternatifs chez nos voisins ont enregistré une nette progression entre 2017 et 2018, à l'exception des *equity funds*, en recul de 7%. Ceci n'est pas anodin car sur cette même période, le S&P500 a fourni un rendement négatif de 4.45%, le BEL20 était pour sa part à -16.46% (Yahoo finance, 2020) et l'indice boursier de Londres (FTSE 100) a enregistré une diminution de 12.03% (London Stock Exchange, 2020).

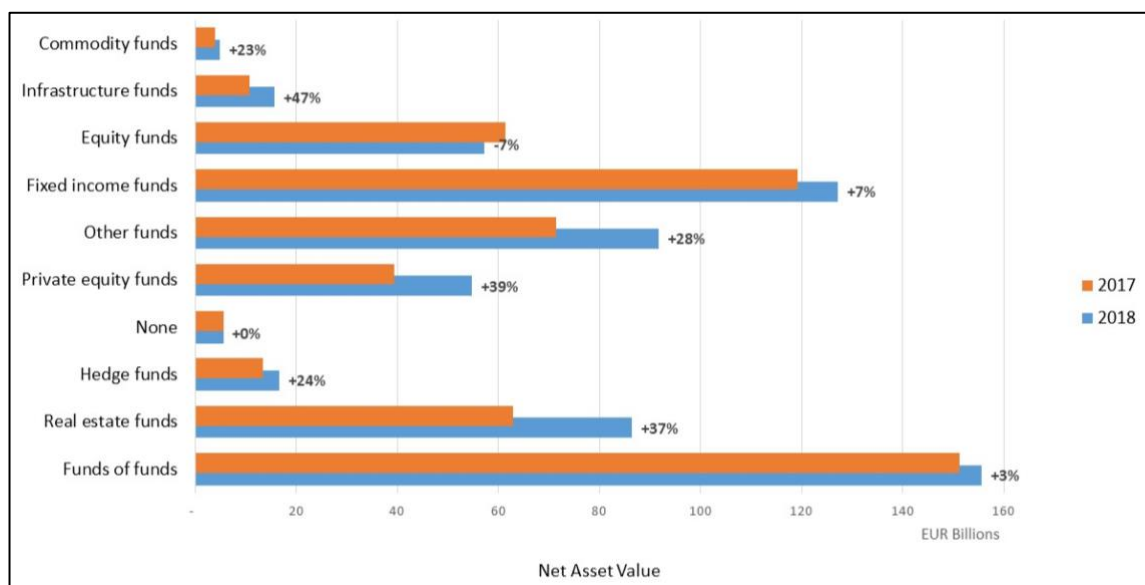


Figure 6 : Évolution de la VNI des fonds alternatifs luxembourgeois entre 2017 et 2018, par type de FIA

Source : Commission de Surveillance du Secteur Financier. (2018). *AIFM Reporting Dashboard*.

Luxembourg : CSSF. Récupéré le 8 mai 2020 de

http://www.cssf.lu/fileadmin/files/Metier_OPC/AIFM_Reporting_dashboard_110220.pdf

4.2.1 Structure des sociétés de gestion

La directive AIFM est venue relever les exigences en termes de structure, et donc en conséquence, augmenter les coûts qui incombent à la société de gestion. Selon Muller (2014), « seule une vraie politique commerciale axée sur les nouveaux marchés ouverts grâce à GFIA permet de maintenir des prix compétitifs ». Et pour cause, la gestion des risques est la base d'AIFMD, et atteindre des économies d'échelle sans affecter la qualité de celle-ci est un vrai défi à Luxembourg (Renard, 2014).

Cependant, Alan Picone (2014), voit cela comme une opportunité. Selon lui, l'industrie des fonds Luxembourgeoise a la chance de pouvoir réduire ses coûts opérationnels grâce à une centralisation des services. Il met en lumière le fait que tous les services sont concentrés :

administration, avocats, agents de transfert, domiciliation ainsi que supervision et gestion des risques. Les sociétés de gestion sont donc ultra concurrentielles selon lui (Renard, 2014).

En revanche, cette opinion n'est pas partagée par un juriste belge avec lequel j'ai eu l'occasion de m'entretenir. Celui-ci travaille pour une société de gestion qui possède des bureaux dans de nombreux pays européens dont la Belgique, qui est d'ailleurs le siège social de la société et dont le Luxembourg. Selon lui, le Grand-Duché ne posséderait aucun avantage concurrentiel, que ce soit en matière de structure des coûts, du cadre légal ou autre. La seule chose qu'il met en lumière c'est le marketing et la réputation qui en a découlé. Une société de gestion belge peut très bien gérer un fonds luxembourgeois par exemple mais celui-ci sera moins attractif auprès des investisseurs car il est géré depuis la Belgique et non depuis « la Place ».

Nous avons donc des avis assez divergents, peut-être biaisés en fonction du lieu de domicile des sociétés de gestion.

Les transpositions nationales en Belgique et à Luxembourg, tout comme la directive AIFM, indiquent que les sociétés de gestion doivent assurer au minimum la gestion des risques et la gestion du portefeuille. Néanmoins, elles ont la possibilité de déléguer l'une ou l'autre de ces tâches. Dans ce cas, le gestionnaire de base du fonds alternatifs gardera quoiqu'il arrive la responsabilité de la fonction déléguée. (Renard, 2014).

Selon Maher (2015), après la publication de la loi du 12 juillet 2013, les gestionnaires de fonds alternatifs qui proposaient des services à des tiers ont pour la plupart gardé la gestion des risques à Luxembourg et mandaté un tiers pour effectuer la gestion de portefeuille. Il y a une explication simple derrière cette démarche. Grâce à cela, les promoteurs de fonds pouvaient d'ores et déjà avoir accès au passeport. Ceci était particulièrement utile lorsqu'un commercial ne possédait pas encore la substance permettant l'instauration du fonds d'investissement alternatif à promouvoir. En outre, ils pouvaient garder la gestion d'investissement dans le groupe en confiant la gestion de portefeuille à un tiers qui, par la suite, la délègue à un autre gestionnaire.

4.2.2 Succès du Luxembourg

À ce jour, le Luxembourg est bien ancré comme leader mondial de distribution de fonds. Qui dit en tête, dit forcément que le Grand-Duché commercialise ses fonds en dehors de ses frontières, vu la petite taille du pays. Selon Laliu et Hennebert (2018), les investisseurs de pas moins de 70 pays ont la possibilité d'acheter des parts de fonds originaires du Luxembourg, UCITS et FIA confondus. Si nous nous intéressons de plus près aux actifs sous gestion au Luxembourg en 2018, nous retrouvons une valeur totale de 4,064.6 milliards en décembre. Il s'agit là des fonds UCITS et des FIA regroupés puisque nous l'avons vu, les fonds alternatifs représentent 615.8 milliards d'euros à la même date.

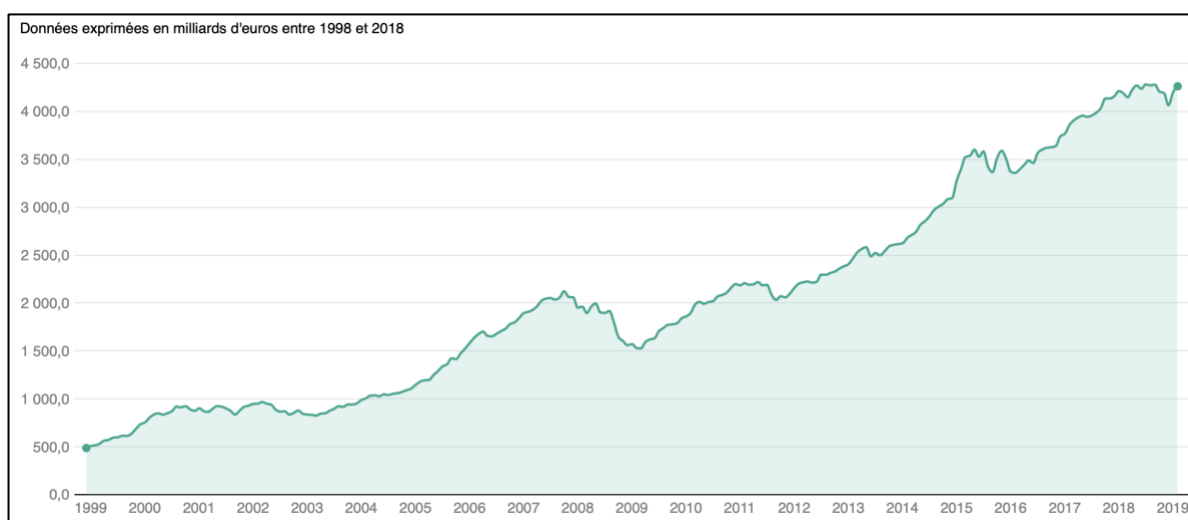


Figure 7 : Évolution des actifs sous gestion par les fonds de la Place

Source : Laliu, J-M. et Hennebert, J-M. (2018, 30 mars). 30 ans de succès pour les Ucits luxembourgeois. *Paperjam*. Récupéré de <https://paperjam.lu/article/news-30-ans-de-succes-pour-les-ucits-luxembourgeois>

Comme nous pouvons le constater sur le graphique ci-dessus, le Luxembourg a bien connu un succès grandissant en termes de gestion de fonds d'investissement, et ce depuis la transposition de la première directive UCITS en 1988. À titre informatif, au 31 décembre 2017, le Grand-Duché gérât 35,9% des actifs de fonds UCITS en Europe. Son plus proche concurrent était l'Irlande (18,8%) et la Belgique représentait une part insignifiante du marché. Si l'Irlande a également réussi à tirer son épingle du jeu, c'est dans les grandes lignes pour les mêmes raisons que le Luxembourg. Voyons desquelles il s'agit.

Selon de Vinck (2020), contrairement à ce que nous pourrions penser, le Luxembourg ne doit pas son succès en matière de fonds d'investissement à des mesures fiscales. En fait, si comme on peut le lire un peu partout, le Luxembourg est vraiment devenu une place privilégiée pour les FIA, c'est grâce aux UCITS. La réussite du Grand-Duché émane principalement de deux qualités liées à la transposition nationale des directives européennes ayant trait aux fonds : la rapidité et la flexibilité. Et il insiste sur le fait que flexibilité ne veut pas dire laxisme, étant donné que les scandales n'ont pas été très nombreux par rapport à la taille du marché.

Pour mieux comprendre cela, il faut revenir quelques années en arrière. Selon de Vinck (2020), dès l'adoption de la première directive européenne relative aux fonds en 1985, le Luxembourg a su saisir les opportunités et attirer un bon nombre d'OPCVM. Il y a eu en quelque sorte, un élan de création de fonds au Grand-Duché et par la suite, le pays est devenu la *Silicon Valley* des fonds d'investissement.

Lorsque la directive AIFM est arrivée à son tour en 2011, le même schéma s'est reproduit et les sociétés de gestion déjà implantées à Luxembourg comme gestionnaires de UCITS ont créé des FIA pour bénéficier de la connaissance des opérateurs et des cabinets d'avocat spécialisés notamment. Mais en réalité, c'est un rien plus compliqué que cela. Comme je le disais dans la section 4.1, le Luxembourg, via sa transposition nationale de la directive UCITS, prévoyait déjà la réglementation partielle de fonds ne correspondant pas à la définition d'un UCITS, dans sa partie II. Dès lors, les sociétés de gestion déjà implantées au Luxembourg qui avaient des fonds « partie II », étaient avec l'arrivée de la circulaire de substance obligées de détenir soit la gestion des risques soit la gestion intellectuelle à Luxembourg. Ils avaient donc le choix de ramener leur fonds dans leur pays d'origine ou alors de créer une cellule à Luxembourg. En ce qui concerne la flexibilité, un point important selon lui est que la possibilité a été laissée de créer des fonds communs de placement ou des SICAV, et ceci est pertinent car en fonction du domicile fiscal de l'investisseur, l'un ou l'autre peut être intéressant.

Et Denise Voss, la présidente de l'Association luxembourgeoise des fonds d'investissement (ALFI) compte bien rester dans cette optique. Elle déclare : « l'Alfi est déterminée à rester à l'avant-garde des changements et des améliorations apportées au cadre européen de réglementation des fonds d'investissement » (Lalieu et Hennebert, 2018, Site web, para. 6). Pour cela, elle a l'intention d'offrir aux gestionnaires de fonds et aux investisseurs du monde entier ce qu'ils veulent vraiment (Lalieu et Hennebert, 2018).

Par ailleurs, Jacques Elvinger confirme que le Luxembourg a saisi l'ensemble de ces opportunités pour se montrer plus attractif, qu'il qualifie d'ailleurs d' « *efficiency package*¹⁷ ». De son côté, il met en avant l'extension de la commercialisation aux investisseurs de détail, le nouveau type de véhicule d'investissement : la société en commandite spéciale (*special limited partnership*) ainsi que des dispositions spéciales pour le traitement des intérêts courus (ALFILuxembourg, 2012).

Tous ces arguments sont confirmés par Leclercq (2020) qui place le Grand-Duché du Luxembourg comme le lieu de croissance de FIA le plus rapide au monde au même titre que deuxième plus grand marché en termes de fonds d'investissement après les États-Unis. Il explique ce positionnement par 3 grandes raisons : un cadre légal fort, une stabilité fiscale et économique ainsi que la mise en place des sociétés en commandite spéciale et des fonds d'investissement alternatifs réservés.

¹⁷ Littéralement « paquet d'efficacité ». Il s'agit d'un ensemble de mesures prises par le Luxembourg de manière à être le plus efficace possible.

Il est assez intéressant de remarquer qu'un bon nombre de gestionnaires belges d'organismes de placement collectif en devenir choisissent de s'implanter à Luxembourg. Le tableau ci-dessous peut en effet nous le confirmer. Il s'agit ici encore une fois des fonds UCITS et FIA confondus, mais nous pouvons néanmoins nous rendre compte de l'ampleur de ces chiffres sachant qu'à la même date, la Belgique comptait 13 sociétés de gestion selon mes estimations.

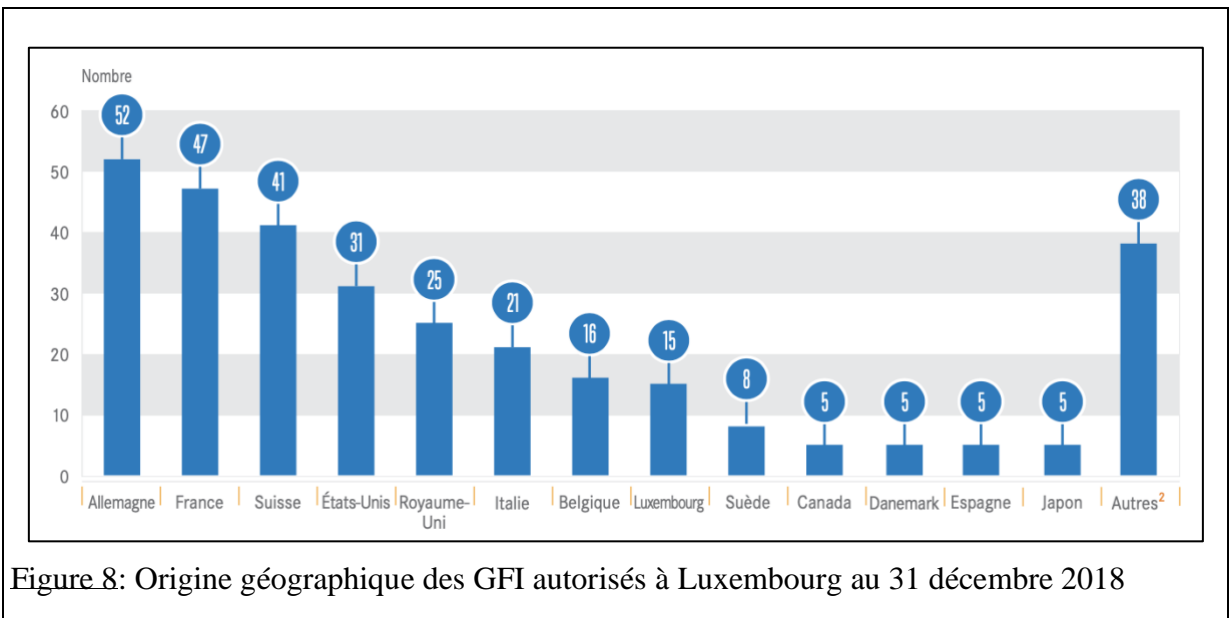


Figure 8: Origine géographique des GFI autorisés à Luxembourg au 31 décembre 2018

Source : Commission de Surveillance du Secteur Financier. (2018). *AIFM Reporting Dashboard*.
 Luxembourg : CSSF. Récupéré le 8 mai 2020 de
http://www.cssf.lu/fileadmin/files/Metier_OPC/AIFM_Reporting_dashboard_110220.pdf

Nous remarquons également, comme le disait de Vinck (2020) que les gestionnaires américains, suisses et même canadiens cherchent à entrer sur le marché de l'Union européenne pour bénéficier du passeport. En se faisant autoriser auprès d'un État membre, ils peuvent gérer leur fonds depuis leur pays d'origine et commercialiser les parts à travers tout l'espace économique européen. Ils choisissent alors l'Irlande ou le Luxembourg qui sont les pays qui offrent la meilleure expertise.

En parallèle avec ce graphique, nous pouvons constater, cette fois avec le montant d'actifs nets, que les gestionnaires belges sont toujours aussi friands de la Place luxembourgeoise en 2020. Nous sommes à nouveau en présence d'un regroupement des OPCVM et des OPCA mais, nous pouvons aisément nous représenter le gouffre entre les deux pays en tenant compte du fait que le marché total d'OPC en Belgique au 31 décembre 2018 représentait un actif net de 147 milliards.

Tableau 5 : Origine des initiateurs des OPC luxembourgeois, en mars 2020

| Pays | Actifs nets (en mia €) | en % | Nombre d'OPC | en % | Nombre d'unités | en % |
|--------------|---------------------------|---------------|-----------------|---------------|--------------------|---------------|
| US | 843,678 | 20,3% | 171 | 4,6% | 1 122 | 7,6% |
| GB | 740,777 | 17,9% | 257 | 7,0% | 1 654 | 11,2% |
| CH | 595,572 | 14,4% | 551 | 14,9% | 2 742 | 18,6% |
| DE | 589,101 | 14,2% | 1 222 | 33,0% | 2 558 | 17,3% |
| FR | 390,605 | 9,4% | 287 | 7,8% | 1 567 | 10,6% |
| IT | 295,081 | 7,1% | 137 | 3,7% | 1 257 | 8,5% |
| BE | 179,919 | 4,3% | 156 | 4,2% | 893 | 6,1% |
| LU | 117,297 | 2,8% | 253 | 6,8% | 704 | 4,8% |
| NL | 90,166 | 2,2% | 43 | 1,2% | 257 | 1,7% |
| DK | 82,670 | 2,0% | 23 | 0,6% | 225 | 1,5% |
| AUTRES | 225,050 | 5,4% | 600 | 16,2% | 1 791 | 12,1% |
| TOTAL | 4 149,916 | 100,0% | 3 700 | 100,0% | 14 770 | 100,0% |

Source : Commission de Surveillance du Secteur Financier. (2020). *Origine des initiateurs des OPC luxembourgeois*. Récupéré le 8 mai 2020 de <http://www.cssf.lu/surveillance/vgi/opc/statistiques/statistiques-mensuelles/origine-des-initiateurs-des-opc-luxembourgeois/>

4.3 IMPACT SUR LES INVESTISSEURS

L'arrivée d'AIFMD et des textes de loi qui en découlent (règlements délégués, Q&A et circulaires) renforcent bien la protection des investisseurs. En effet, de nouvelles obligations apparaissent comme celles d'avoir un dépositaire, de fournir des rapports d'activité, des informations détaillées aux investisseurs etc. La fonction du dépositaire est particulièrement intéressante car celui-ci doit s'assurer de la réalité des actifs détenus en portefeuille. Par exemple, si le fonds prétend détenir un immeuble à 1 million, il doit y avoir une preuve tangible de la valeur de celui-ci. Finalement, le plus gros scandale lié à des fonds d'investissement ayant éclaté est l'affaire Madoff. Et si les investisseurs ont perdu tellement d'argent, ce n'est finalement pas la faute à une mauvaise gestion, il s'agit plutôt d'un tort de la banque dépositaire qui n'a pas réalisé que les actifs du portefeuille n'existaient pas (de Vinck, 2020).

En revanche, les divergences d'interprétation qui sont finalement relativement minimales, révèlent qu'il n'y a absolument aucun impact sur l'investisseur puisque d'une part celui-ci est dans les AIF luxembourgeois, à plus de 90% un investisseur institutionnel et qui, par définition, possède une excellente connaissance du marché et sait ce qu'il fait et, d'autre part, en vertu du passeport européen, peu importe la localisation de la société de gestion, le fonds pourra être commercialisé partout au sein de l'Union européenne. Ceci reste assez délicat car la directive offre cette opportunité uniquement pour la commercialisation à des investisseurs institutionnels. Olivier de Vinck prend l'exemple que s'il souhaite vendre un fonds alternatif, il ne pourra pas bénéficier du passeport, il devrait alors se renseigner auprès de l'autorité belge pour prendre connaissance des formalités à accomplir pour pouvoir effectuer la vente. Selon lui, il y a un écart entre la volonté des investisseurs et la vision du régulateur européen étant donné que des institutionnels s'intéressent aux fonds UCITS et des privés aux fonds alternatifs.

4.4 CONCLUSION SUR LES DIVERGENCES D'INTERPRÉTATION

Grâce aux chiffres récoltés dans les rapports annuels des régulateurs et dans un rapport de la CSSF spécifique aux fonds alternatifs, j'ai dressé un tableau comparatif entre la Belgique et le Luxembourg. Il s'agit d'une étude non aisée car les deux pays ne présentent pas du tout leurs chiffres de la même manière ni d'ailleurs les mêmes données. Cependant, avec celles que j'ai pu récolter, on se rend déjà bien compte de la différence de taille entre les deux pays.

Premièrement, le total des actifs nets sous gestion au Luxembourg est déjà difficile à comparer car le montant donné pour la Belgique reprend uniquement les OPC publics à nombre variable de parts. Les chiffres que la BEAMA nous donne pour mi-mai 2019 ne nous donnent pas beaucoup plus de précisions. De même, malgré que l'on ne connaisse pas le montant sous gestion au sein de fonds alternatifs dans nos frontières, le total des actifs gérés en Belgique comprenant les OPCVM est déjà plus élevé que le total des FIA chez nos voisins.

Tableau 6 : Paysage de l'industrie belge et luxembourgeoise des fonds au 31 décembre 2018

| PAYS | BELGIQUE | LUXEMBOURG |
|---|-------------------------------------|--|
| Actifs net sous gestion (OPCVM + OPCA) OPCA | 146.95 milliards ¹⁸ - | 4,064.64 milliards 615.60 milliards |
| Nombre d'OPC OPCA | 117 - | 3,908 - |
| Nombre de compartiments d'OPC OPCA | 919 204 | 14,898 4,287 |
| Nombre d'OPC étrangers OPCA | 4,347 4 | - - |
| Nombre de sociétés de gestion d'OPC OPCA | 13 ¹⁹ 13 | - 314 |
| Nombre de gestionnaires d'OPC de petite taille OPCA | - 80 | 565 - |

Sources : Commission de Surveillance du Secteur Financier. (2018). *AIFM Reporting Dashboard*.

Luxembourg : CSSF. Récupéré le 8 mai 2020 de

http://www.cssf.lu/fileadmin/files/Metier_OPC/AIFM_Reporting_dashboard_110220.pdf

Financial Services and Markets Authority (FSMA). (2018). *Rapport annuel 2018*. Bruxelles :

FSMA. Récupéré le 2 mai 2020 de <https://www.fsma.be/fr/rapports-annuels/rapport-annuel-2018>

¹⁸ Ce montant reprend uniquement les OPC publics à nombre variable de parts.

¹⁹ Ce chiffre est une estimation étant donné que je ne dispose pas des listes au 31/12/2018.

Ensuite, le nombre de compartiments d'organismes de placement collectif alternatif ne trahit pas. Il est littéralement 20 fois plus élevé au Luxembourg que chez nous. Et le succès initié par les UCITS, comme on vient de le voir, se retrouve également dans les chiffres puisque si l'on retire le nombre de compartiments d'OPCA du nombre total de compartiments, on obtient également un facteur 15 de différence.

Enfin, le gap en ce qui concerne les sociétés de gestion d'OPCA est également significatif puisqu'on parle d'un facteur 24. Nul doute que la Belgique est un marché infime comparativement au leader européen de l'industrie des fonds d'investissement, alternatifs ou non.

Selon les témoignages recueillis (de Vinck, Van den Brande et Delwaide, 2020), à ce jour, le cadre juridique n'est pas fondamentalement différent en Belgique et à Luxembourg. Le régulateur ne serait pas actuellement plus flexible chez nos voisins. En revanche, s'il y a un point très important à mentionner ce sont les différences d'intention entre nos deux pays. D'une part, le Luxembourg est plus dans une optique d'attirer des fonds et des sociétés de gestion car cela mobilise du monde et par conséquent cela crée des emplois et d'autre part parce que les fonds sont soumis à une taxe et que donc cela rapporte de l'argent à l'État. En effet, au Grand-Duché, la Commission de Surveillance du Secteur Financier va travailler sur les projets de loi conjointement avec des représentants du gouvernement de manière à obtenir une régulation qui est la plus réaliste pour un maximum de parties prenantes. On peut vraiment parler d'une démarche proactive au Luxembourg et d'une démarche réactive en Belgique.

La taxe d'abonnement dont je parlais ci-dessus, correspond à un pourcentage prélevé de manière journalière sur la valeur nette d'inventaire. Elle était de 9 points de base à l'origine au Luxembourg pour les parts commercialisées à des investisseurs de détail et de 5 ou 3 bps pour les institutionnels, et est maintenant passée à respectivement 5 et 1 bps. En Belgique, celle-ci est de 9.25 points de base. On ne peut néanmoins pas réellement parler d'avantage concurrentiel étant donné qu'à la base le taux était similaire dans les deux pays et que c'est principalement à ce moment-là que les fonds ont été créés.

5. EVOLUTION ET SUIVI D'AIFMD

Comme énoncé précédemment, la directive AIFM fait son apparition en 2011 en réponse à la crise financière de 2008. Voyons maintenant comment celle-ci a été complétée, de quelle manière elle a évolué. D'autre part, je ferai également le point sur les rapports émis par les régulateurs et sur d'éventuelles amendes infligées à des gestionnaires de FIA.

5.1 CHANGEMENT DANS LA LÉGISLATION

5.1.1 Directive européenne du 12 juillet 2019

Une nouvelle directive européenne a fait son apparition au Journal officiel de l'Union européenne le 12 juillet 2019. Elle vient modifier les directives UCITS et AIFM concernant la distribution transfrontalière des organismes de placement collectif. Ces dispositions entreront donc en vigueur via une transposition nationale d'ici le 2 août 2021 (article 3). Le document est accompagné du règlement (UE) 2019/1156. Conjointement, leur but est de « coordonner plus étroitement les conditions applicables aux gestionnaires de fonds actifs dans le marché intérieur et faciliter une distribution transfrontalière des fonds qu'ils gèrent ». Ceci s'inscrit toujours dans l'objectif initial des directives UCITS et AIFM d'harmoniser la concurrence entre les OPC et de permettre une plus libre circulation des parts de fonds, tout en gardant un niveau élevé de protection des investisseurs (Directive 2019/1160).

Ce texte de loi est très bien structuré et permet une lecture rapide des nouveautés en fonction de la directive modifiée. L'article 2 est spécifique aux modifications apportées à la directive AIFM. Il contient plusieurs grandes modifications que nous allons parcourir.

5.1.1.1 Pré-commercialisation

Les deux premiers paragraphes de cet article impliquent le rajout d'une définition de la pré-commercialisation ainsi que les conditions de son application dans l'Union par un gestionnaire établi dans ce périmètre géographique. La pré-commercialisation traite d'informations sur des stratégies d'investissement transmises à des investisseurs professionnels pour qu'ils puissent juger de l'intérêt de l'établissement d'un FIA dans l'État membre qui constitue leur domicile ou siège statuaire.

Si AIFMD régulaient en long, en large et en carré la commercialisation, elle n'avait jamais abordé la question de la pré-commercialisation. Ceci donnait lieu à des incohérences étant donné que certains États membres pouvaient considérer une activité comme de la pré-commercialisation et le fonds ne serait dès lors pas soumis à AIFMD tandis que d'autres la verraient comme de la commercialisation et le fonds serait dès lors soumis à la réglementation (Abela Grech et Mizzi, 2019).

Ainsi, le considérant 12 édicte que les dispositions prises au sein d'un pays pour être conforme à la directive AIFM ne peuvent pas désavantager un gestionnaire de l'Union vis-à-vis d'un gestionnaire d'un pays tiers.

5.1.1.2 Modification induisant une non-conformité de la gestion

Les paragraphes 3 et 4 de la directive 2019/1160 concernent l'article 32 relatif à la « commercialisation de parts ou d'actions de FIA de l'Union dans des États membres autres que l'État membre d'origine du gestionnaire ». Le premier ajoute des précisions quant aux procédures à suivre dans le cas d'une intention de modification du fonds qui pourrait faire en sorte que la gestion de celui-ci ne soit plus conforme à cette dernière directive. Le deuxième est un article bis et traite du « retrait de la notification des modalités prévues pour commercialiser des parts ou actions de certains ou de l'ensemble des FIA de l'Union dans les États membres autres que l'État membre d'origine du gestionnaire de FIA ». La cinquième modification est semblable à la troisième mais elle concerne cette fois la gestion de FIA de l'Union qui sont établis dans d'autres États membres.

5.1.1.3 Facilités pour l'investisseur de détail

Le pénultième changement est l'ajout d'un article bis touchant aux facilités mises à la disposition des investisseurs de détail. Il s'agit de clarifier les actions que doit prendre un gestionnaire souhaitant commercialiser ses fonds auprès d'investisseurs de détail. On y retrouve notamment la mise en place de facilités pour les rachats et souscriptions ainsi que les informations à fournir aux investisseurs concernant les modalités de ceux-ci. Les facilités mises en place doivent être accessibles de manière électronique tout au moins dans une langue approuvée par l'autorité compétente de l'État membre où le FIA est commercialisé.

5.1.1.4 Évaluation du régime de passeport

Enfin, un dernier article relatif à l'évaluation du régime de passeport a été ajouté. Il s'agit de l'article 69 bis prévoyant la rédaction d'un rapport par la Commission qui sera présenté au Parlement européen et au Conseil. Ce rapport doit prendre en compte l'état des lieux du régime de passeport exposé dans la directive ainsi qu'une éventuelle extension aux gestionnaires établis dans un pays tiers. Il peut être accompagné d'une proposition législative si nécessaire.

5.1.2 Mesures prises à l'égard du COVID-19

5.1.2.1 Arrêté royal du 22 avril 2020

Le gouvernement belge a décidé, compte tenu de la période particulière que nous sommes en train de vivre, de publier un arrêté royal portant des mesures particulières visant à protéger les organismes de placement collectif à nombre variable de parts publics contre les conséquences de l'épidémie de COVID-19. En effet, le rapport au Roi fait le point sur la situation : chute des marchés financiers, volatilité importante, difficultés d'organiser des assemblées générales et risque de maladie du personnel et par conséquent d'arriver à un manque de staff. Les conséquences peuvent être graves telles une diminution de la liquidité des marchés couplée à des demandes massives de rachat de parts.

Les dispositions prévues consistent donc entre autres à assouplir de manière temporaire les règles, notamment en ce qui concerne les fréquences de calcul de la valeur nette d'inventaire et

d'exécution de rachats de parts avec pour seule condition d'émettre un communiqué de presse pour en avertir les investisseurs. Dans la même idée et de manière à solutionner partiellement les problèmes liés à la liquidité, il est possible pour les OPC d'arrêter totalement l'exécution des rachats et souscriptions ainsi que le calcul de la VNI. Il est également prévu d'assouplir les conditions d'utilisation des trois dispositifs prévus par l'Arrêté royal du 15 octobre 2018, à savoir le *swing pricing*²⁰, l'*anti-dilution levy*²¹ et les *redemption gates*²² à condition d'en avoir avisé la FSMA avant la première utilisation.

5.1.3 Télétravail et monitoring des gestionnaires des plus grands fonds d'investissement

Le Luxembourg, de son côté, ne publie pas de texte de loi pour les OPC mais met l'accent sur la préservation de la santé de ses travailleurs en publiant toutes sortes de communiqués relatifs au télétravail. En outre, un document est paru concernant quatre dispositions sur les mesures à prendre pour atténuer les retombées du coronavirus. Il s'agit d'une approche basée sur les risques, d'une identification digitale, de la résilience informatique et de l'augmentation de la sensibilisation (CSSF, 2020).

En revanche, la Commission de Surveillance du Secteur Financier a publié un communiqué datant du 13 mai faisant part de la mise en place depuis le 10 mars d'un monitoring destiné aux gestionnaires de fonds d'investissement les plus importants (« *largest IFM* » : Investment Fund Managers) en raison de la situation particulière. L'objectif est que le régulateur puisse superviser le marché et entamer des discussions avec d'autres autorités ou avec les acteurs du marché pour résoudre les éventuels problèmes le plus rapidement possible. Ainsi, les gestionnaires doivent aviser la CSSF via une plateforme électronique, de dysfonctionnements du fonds ou lorsque les rachats excèdent un certain pourcentage.

²⁰ Mécanisme permettant de supprimer l'impact négatif sur la VNI causé par les rachats et souscriptions en ajustant la VNI à la hausse ou à la baisse (Arrêté royal du 22 avril 2020).

²¹ Même idée que le *swing pricing* mais via l'ajout d'un coût aux rachats et souscription (Arrêté royal du 22 avril 2020).

²² Exécution partielle des ordres de rachats et souscriptions dépassant un certain seuil pour gagner du temps afin de valoriser les actifs sous-jacents (Arrêté royal du 22 avril 2020).

5.2 INTERVENTION DU RÉGULATEUR

Les autorités de surveillance du secteur financier en Belgique comme au Luxembourg sont des organismes indépendants, mandatés pour assurer le contrôle du secteur financier national (CSSF, 2020). Les compétences de chaque régulateur sont fixées par une loi nationale, cette dernière les guidant pour accomplir leurs missions dans un intérêt général (FSMA, 2020).

5.2.1 Missions

Globalement, les régulateurs représentent l'autorité de contrôle de l'industrie financière au niveau national. Cependant, les autorités en charge de cette surveillance en Belgique et à Luxembourg ne présentent pas exactement leurs missions de la même façon. Elles ont par ailleurs des compétences qui diffèrent, mais celles-ci ne seront pas explicitées dans ce travail.

5.2.1.1 *FSMA*

Ainsi, la FSMA met l'accent sur la protection et la confiance du « consommateur financier », par le biais d'un bon fonctionnement des marchés. Ce consommateur doit être « traité de manière correcte et équitable ». En outre, le régulateur met tout en œuvre pour tendre vers des marchés financiers les plus transparents possibles, qui fonctionnent de façon juste et ordonnée et pour que les informations transmises à l'investisseur soient correctes et complètes (FSMA, 2020).

5.2.1.2 *CSSF*

La CSSF insiste plutôt sur une « solidité et une stabilité du secteur financier et ce, exclusivement dans l'intérêt public ». Elle est donc évidemment concernée par la protection des « consommateurs financiers » (notons que les deux pays utilisent le même terme), grâce cette fois au bon comportement des entités agréées et des émetteurs ainsi qu'à la mise en œuvre de moyens pour éviter le blanchiment, au même titre que le financement du terrorisme (CSSF, 2020).

5.2.2 Rapports annuels

Chaque année, le régulateur de marché publie un rapport reprenant les événements clés s'étant produits au cours de l'année, les actions et les sanctions prises, ainsi qu'un état des lieux des différents secteurs d'activités liés à la finance. J'ai choisi de baser mon analyse sur les rapports de 2018 car ce sont les données les plus récentes qu'il est possible de trouver à ce jour.

5.2.2.1 *FSMA*

Dans le rapport annuel de la FSMA en 2018, le troisième point est dédié au traitement honnête et équitable du consommateur. Plus précisément, cette section contient une subdivision consacrée aux produits financiers compréhensibles et fiables, au sein de laquelle nous retrouvons le contrôle des fonds. En effet, l'un des rôles de la FSMA est de contrôler les OPC

publics, étant donné qu'ils s'adressent à tous types d'investisseurs et que l'autorité nationale doit s'assurer de la protection de l'investisseur et de l'intégrité des marchés. Cette rubrique nous donne un aperçu de l'évolution du nombre d'organismes de placement collectif en Belgique, de la nature de leur gestionnaire ainsi que du nombre de compartiments actifs dans le pays. Ce sont les chiffres que nous avons pu observer dans le chapitre précédent.

Le document nous apprend que, malgré une différence positive entre le nombre d'investisseurs d'organismes de placement collectif ayant souscrit et ceux ayant racheté leur(s) part(s), la valeur totale de l'actif net a diminué en 2018. La FSMA explique cette tendance par un rendement négatif des actifs détenus par les fonds.

Au cours de l'année, la FSMA a entrepris une enquête sur l'exposition des fonds belges à des situations politiques et financières instables. Le résultat fut positif car celle-ci était toujours limitée et conforme à la politique d'investissement du compartiment (FSMA, 2020).

Pour l'année 2019, le régulateur belge a décidé de se concentrer sur la solidité des entreprises dont l'activité est la gestion de portefeuille et plus particulièrement sur la gestion des risques opérationnels et la gouvernance des produits. Ceci s'inscrit en fait dans la continuité des objectifs fixés pour 2018 (FSMA, 2018).

5.2.2.2 CSSF

Le rapport annuel 2018 de la Commission de Surveillance du Secteur Financier consacre son chapitre 9 à la surveillance des gestionnaires de fonds d'investissement et des organismes de placement collectif. Il s'agit d'une partie du rapport occupant près de 10% du document. De la même manière qu'en Belgique, on constate que même si le nombre de souscriptions a dépassé le nombre de rachats, le total des actifs nets sous gestion par des OPC luxembourgeois a enregistré un recul de 2.3% à cause d'un marché boursier en baisse (CSSF, 2018).

Dans son bilan, la CSSF exprime qu'elle reste attentive à un potentiel risque de non-conformité²³ ainsi qu'aux risques juridique et de réputation qui en découlent. Elle a identifié les facteurs qui pouvaient y mener et met l'accent sur le fait que les fonctions de contrôle interne seraient trop liées à la direction. Ceci rejoint tout à fait ce que Henri Delwaide (2020) me disait concernant la situation au Luxembourg. Selon lui, il n'y a plus de droit à l'erreur pour le régulateur du Grand-Duché. Il donne deux raisons à cela. La première est inéluctablement liée au volume d'actifs qui sont échangés sur le marché luxembourgeois : un défaut à quel niveau que ce soit entraînerait des pertes énormes et nuirait à la réputation du pays, ce qui nous amène à faire la transition vers la deuxième raison qui est relative à l'image que le Luxembourg renvoie à ses voisins, ces derniers étant parfois jaloux de son succès.

²³ « Le risque de non-conformité est défini par le Comité de Bâle 1 comme un risque de sanction judiciaire, administrative ou disciplinaire, de perte financière, d'atteinte à la réputation, du fait de l'absence de respect des dispositions législatives et réglementaires, des normes et usages professionnels et déontologiques, propres aux activités des banques. » (Autorité de contrôle prudentiel et de résolution, 2003).

Par ailleurs, le régulateur luxembourgeois se prépare à affronter un double défi : numérique et écologique. Pour cela, il a mis en place le plan de transformation « CSSF 4.0 » et se donne cinq à sept ans pour le réaliser, en passant entre autres par une révolution de la stratégie et de la culture d'entreprise. On a déjà pu en observer les premiers pas avec le changement radical du site internet effectué le 11 mai 2020.

5.2.3 Sanctions administratives

5.2.3.1 *FSMA*

Selon le rapport de 2017 de la FSMA, 5 dossiers ont été ouverts par des auditeurs entre le 15 juillet 2011 et le 31 décembre 2017 par rapport à une potentielle violation de la Loi du 3 août 2012²⁴ et de la Loi du 19 avril 2014²⁵, dont plus de la moitié (3) dans le courant de l'année 2017. Visiblement, aucune sanction n'a été distribuée en 2018 concernant ce sujet. Malheureusement, il n'y a pas de distinction entre les investigations concernant les OPCVM et les OPCA.

5.2.3.2 *CSSF*

La CSSF est relativement transparente au niveau des sanctions et mesures administratives infligées, qui sont d'ailleurs classées par type et par loi enfreinte. Deux brèches sont à signaler sous le libellé d'une transgression de la loi du 12 juillet 2013. Notons également qu'entre 2018 et 2019, 2 sanctions administratives ont été prises à l'encontre de sociétés de gestion pour une transgression de la loi du 17 décembre 2010 concernant les organismes de placement collectif. Voyons donc plus en détails les deux amendes relatives à la loi qui nous intéresse dans le cadre de ce mémoire.

La première date du 19 novembre 2018. Il s'agit d'une amende de 5,000 EUR en raison d'une infraction à « l'article 17, paragraphe 8 de « la Loi²⁶ » et des articles 67, paragraphe 4, 68, paragraphes 1 et 2, 69, paragraphe 1, et 70, paragraphe 1 du Règlement délégué (UE) No 231/2013 de la Commission du 19 décembre 2012 complétant la directive 2011/61/UE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne les dérogations, les conditions générales d'exercice, les dépositaires, l'effet de levier, la transparence et la surveillance » (CSSF, 2019).

La deuxième date du 19 juillet 2019 et concerne 14 professionnels agréés ou enregistrés soumis à la surveillance de la CSSF en ce qui concerne la lutte contre le blanchiment et le financement du terrorisme. Cette sanction est bien répertoriée dans la rubrique gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs mais l'on ne parle pas de violation d'un article de la loi de 2013. L'amende de 10,000 EUR est d'ordre administratif. La cause est un « non-respect des dispositions de l'article 5, paragraphe 1 de la Loi ». Visiblement, en dépit d'une injonction du

²⁴ Loi relative aux organismes de placement collectif qui répondent aux conditions de la directive 2009/65/CE et aux organismes de placement en créances (OPCVM).

²⁵ Loi relative aux organismes de placement collectif alternatifs et à leurs gestionnaires.

²⁶ Loi du 12 juillet 2013.

régulateur, « les professionnels susmentionnés n'avaient pas rempli le questionnaire LBC/FT administré par la CSSF endéans les délais impartis » (CSSF, 2020).

On constate donc que les amendes ne sont pas très nombreuses et que les montants ne sont pas significatifs, mais que le régulateur semble bien appliquer la loi et infliger des sanctions lorsque c'est nécessaire.

6. CONCLUSION

L'objectif de mon travail de fin d'études était d'évaluer comment les aspects concurrentiels des sociétés de gestion de fonds d'investissement alternatifs pouvaient être influencés par des transpositions nationales divergentes et ceci plus précisément entre la Belgique et le Grand-duché du Luxembourg. Pour cela, j'ai analysé la directive AIFM dans un premier temps ainsi que les implications qu'elle a eues sur le monde des fonds d'investissement et dans un second temps les lois belge et luxembourgeoise en découlant. Cette méthodologie que l'on peut qualifier de qualitative a été complétée par les autres niveaux de la hiérarchie juridique, par la lecture d'articles scientifiques ainsi que par l'expertise d'acteurs du monde relatif à ma question de recherche.

L'achèvement de cette analyse nous démontre tout d'abord que la directive AIFM est venue apporter une petite révolution au sein de l'industrie des fonds d'investissement. Régulés dans certains pays européens par le biais d'une loi, non régulés dans d'autres contrées, les fonds d'investissement alternatifs étaient en cruel manque d'harmonisation. D'autant plus que nous vivons dans une ère où l'Union européenne tente de rassembler ses États membres. Ce texte juridique s'est finalement montré être une véritable opportunité pour le développement des fonds alternatifs destinés aux investisseurs institutionnels étant donné que ceux-ci pouvaient dès lors être gérés et commercialisés dans tout l'espace économique européen de manière relativement aisée, en faisant fi des frontières.

Grâce aux entretiens que j'ai pu obtenir avec des acteurs belges et luxembourgeois qu'ils soient juristes ou directement acteurs de l'industrie des fonds, j'ai appris que si le Luxembourg était à présent le leader européen en termes de distribution de fonds d'investissement qu'ils soient alternatifs ou non, ce n'était pas dû à des avantages fiscaux défiant toute concurrence. Il s'agit plutôt d'une réputation historique qui trouve son origine en 1988 avec la transposition de la première directive européenne en matière de fonds d'investissement, régissant les organismes de placement collectif en valeurs mobilières. Grâce à une rapidité d'implémentation et un régime souple et stable, les sociétés de gestion ont commencé à s'implanter au Grand-Duché. De fil en aiguille, l'expertise s'est intensifiée et le pays est devenu le lieu de référence. À la publication de la directive AIFM, le même schéma s'est répété en matière de transposition et les sociétés de gestion souhaitant lancer des fonds alternatifs n'ont pas hésité à s'implanter au Luxembourg ou à demander l'agrément de manière à bénéficier de cette réputation qui n'était plus à faire. En parallèle, la démarche des régulateurs et du gouvernement au Luxembourg traduit une réelle volonté d'attirer des fonds et des sociétés de gestion, de manière à générer des revenus et à créer de l'emploi sur un marché encore en croissance actuellement.

À ce jour, plusieurs acteurs du marché belge et/ou luxembourgeois semblent dire que le régulateur luxembourgeois n'est pas plus flexible que celui actif sur les marchés belges. Cela s'explique notamment par un volume tellement important d'actifs brassés chez nos voisins que l'autorité des marchés financiers ne peut pas se permettre de risquer un scandale lié à des fonds, encore une fois qu'ils soient alternatifs ou non.

Par ailleurs, nous avons également remarqué que la législation nationale ne permettait pas forcément aux sociétés de gestion implantées au Luxembourg de disposer d'avantages concurrentiels. La structure de coûts ne semble pas différer d'un pays à l'autre. Le seul facteur à prendre en compte selon les experts est la réputation du Grand-Duché. Ce qui fait que nous avons un élément très subjectif comme avantage concurrentiel. Cependant, les autres pays européens semblent commencer à vouloir implanter leurs propres fonds et sociétés de gestion au sein de leurs frontières, comme la France par exemple qui n'apprécie guère plus que ça d'avoir recours à des fonds gérés depuis le Luxembourg. À nouveau, il s'agit de critères subjectifs.

Comme tout travail ou projet, cette analyse possède des limites. En effet, une étude comparative nécessite d'accéder à des données quantitatives ou qualitatives de différents organismes. Il n'a pas été aisé de trouver les mêmes données pour la Belgique et le Luxembourg en ce qui concerne le nombre de fonds, les actifs sous gestion ou encore le nombre de compartiments liés à la gestion alternative. J'ai donc dû m'en remettre à une analyse du paysage de fonds d'investissement comprenant les OPCA ainsi que les OPCVM. Par ailleurs, dans le courant du mois de mai, le site de la CSSF a été complètement modifié. J'ai récupéré un bon nombre d'informations sur celui-ci mais j'ai encore eu besoin de rechercher d'autres données par après. Il m'a donc fallu un certain temps d'adaptation pour retrouver mes repères.

J'ai cependant tout mis en œuvre pour mener à bien cette recherche et je suis ravie d'avoir eu l'occasion de traiter ce sujet très spécifique de manière approfondie, malgré les embûches. Je considère ce travail comme une occasion unique grâce à laquelle j'ai pu lire énormément d'articles et m'entretenir avec des experts en termes de fonds au même titre qu'apporter ma petite pierre à l'édifice. Néanmoins, la finance et le droit sont deux mondes en perpétuel changement, une série de nouveaux textes juridiques ne tarderont probablement pas à arriver, au même titre que des instruments financiers que nous ne connaissons pas encore à ce jour. Qui sait de quoi demain sera fait ?

7. GLOSSAIRE

AEMF : Autorité Européenne des Marchés Financiers

AIFM : Alternative Investment Fund Manager

AIFMD : Alternative Investment Fund Manager Directive

ALFI : Association Luxembourgeoise des Fonds d'Investissement

AMF : Autorité des Marchés Financiers (France)

AR : Arrêté Royal

BEAMA : Belgian Asset Managers Association

CSSF : Commission de Surveillance du Secteur Financier

ESMA : European Securities Market Authority

FIA : Fonds d'Investissement Alternatif

FIIS : Fonds d'Investissement Immobilier Spécialisé

FIS : Fonds d'Investissement Spécialisé

FSMA : Financial Services and Markets Authority – autorité des services et marchés financiers

GFIA : Gestionnaire de Fonds d'Investissement Alternatif

JOUE : Journal Officiel De l'Union Européenne

OPC : Organisme de Placement Collectif

OPCA : Organisme de Placement Collectif Alternatif

OPCVM : Organisme de Placement Collectif en Valeurs Mobilières

SDG : Société De Gestion

SICAFI : Société d'Investissement à Capital Fixe

SIR : Société Immobilière Réglementée

UCITS : Undertakings for Collective Investments in Transferable Securities

8. BIBLIOGRAPHIE

8.1 SOURCES ÉCRITES

8.1.1 Livres/ouvrages

OCDE. (2010). La place financière luxembourgeoise et la crise financière internationale. [Chapitre de livre]. Dans *études économiques de l'OCDE*, 5(5), (pp.109-138). S.l. : Éditions de l'OCDE. Récupéré de <https://www.cairn.info/revue-etudes-economiques-de-l-ocde-2010-5-page-109.htm>

8.1.2 Articles de revue ou de journal

8.1.2.1 *Articles de revue*

8.1.2.1.1 *Source électroniques*

Fassi, N. (S.d.). Définition UCITS (directive européenne sur les OPCVM). *Rachat du crédit*. Récupéré de <https://www.rachatducredit.com/possibilite-de-disparition-de-leuro-et-credit.html>

Hayes, A. (2019, 13 juin). Safe harbor. *Investopedia*. Récupéré de <https://www.investopedia.com/terms/s/safeharbor.asp>

Lalieu, J-M. et Hennebert, J-M. (2018, 30 mars). 30 ans de succès pour les Ucits luxembourgeois. *Paperjam*. Récupéré de <https://paperjam.lu/article/news-30-ans-de-succes-pour-les-ucits-luxembourgeois>

Panichi, K. (2012, 3 décembre). Société en commandite spéciale : une opportunité pour le Luxembourg. *Paperjam*. Récupéré de <https://paperjam.lu/article/news-societe-en-commandite-speciale-une-opportunite-pour-le-luxembourg>

Pons, J. (2013). L'Union européenne et la réglementation du système financier parallèle. *Revue d'économie financière*, 109(1), 239-248. doi:10.3917/ecofi.109.0239.

PwC Luxembourg. (2016, 27 juillet). Les sociétés de gestion ont le vent en poupe. *Paperjam*. Récupéré de <https://paperjam.lu/article/news-les-societes-de-gestion-ont-le-vent-en-poupe>

Rabottin, F. (2017, 9 juin). Les évolutions de la directive AIFM. *Revue Banque*. Récupéré de <https://www.kramerlevin.com/images/content/3/5/v2/35464/170609-Florent-Rabottin-Evolutions-of-the-AIFMD-and-the-conseque.pdf>

8.1.2.2 Articles de journal

8.1.2.2.1 Sources électroniques

Anselmi, F. et Diaz, X. (2013, 25 juillet). Directive AIFM, ce qui va changer. *L'AGEFI*. Récupéré de <https://www.agefi.fr/asset-management/actualites/hebdo/20151210/directive-aifm-qui-va-changer-150018>

De Geyter, T. (2015, 14 septembre). Les fonds alternatifs parsèment le portefeuille de nouveaux ingrédients. *L'Echo*. Récupéré de <https://www.lecho.be/partner/kbc/fonds/Les-fonds-alternatifs-parsement-le-portefeuille-de-nouveaux-ingredients/9675326>

de Laminne, I. (2014, 4 décembre). Les SIR ou comment investir dans l'immobilier en se diversifiant ? *La Libre*. Récupéré de <https://www.lalibre.be/economie/entreprises-startup/les-sir-ou-comment-investir-dans-l-immobilier-en-se-diversifiant-54800fe43570a0fe4ca4e7b0>

Huet, K. (2013, 4 avril). Qu'est-ce qu'une sicafi ? *MoneyTalk*. Récupéré de https://moneytalk.levif.be/finance-et-bourse/qu-est-ce-qu-une-sicafi/article-normal-272293.html?cookie_check=1588711977

L'Echo. (2020, 26 mai). OLO 10 jaar. *L'Echo*. Récupéré de <https://www.lecho.be/les-marches/actions/olo10jaar.510138581.html>

Philippe, D-E. (2018, 1 mars). Le fonds d'investissement alternatif réservé, un véhicule luxembourgeois en vogue. *L'Echo*. Récupéré de <https://www.lecho.be/opinions/carte-blanche/le-fonds-d-investissement-alternatif-reserve-un-vehicule-luxembourgeois-en-vogue/9987225.html>

Renard, L. (2014, 6 novembre). Le Luxembourg s'empare d'AIFM pour pousser son offre aux gérants. *L'AGEFI*. Récupéré de <https://www.agefi.fr/asset-management/actualites/hebdo/20160210/luxembourg-s-empare-d-aifm-pousser-offre-aux-155773>

Riochet, V. (2014, 24 avril). AIFM, les banques dépositaires, entre contraintes et opportunités. *L'AGEFI*. Récupéré de <https://www.agefi.fr/asset-management/actualites/hebdo/20160210/aifm-banques-depositaires-entre-contraintes-153915>

Riochet, V. (2015, 18 septembre). Passeport AIFM, une extension prématurée. *Institut de l'épargne immobilière et foncière*. Récupéré de https://www.ieif.fr/revue_de_presse/passeport-aifm-une-extension-prematuree

Van Maldegem, P. (2019, 14 mars). FIAR, le nouvel acronyme de l'univers des fonds. *L'Echo*. Récupéré de <https://www.lecho.be/les-marches/fonds/inside/fiar-le-nouvel-acronyme-de-l-univers-des-fonds/10106492.html>

8.1.3 Mémoires et supports de cours

D'Hondt, C. (2019). *Portfolio management*. Présentation PowerPoint. Université Catholique de Louvain, Mons.

Fenjiro, E. (2011). *Fonds alternatifs, typologie et stratégies* (Mémoire de master). Université de Nice Sophia Antipolis. Récupéré de https://www.memoireonline.com/04/12/5621/m_Fonds-alternatifs-typologie-et-strategies1.html

Van Wynendaele, P. (2019). *Risk management and financial institutions*. Présentation PowerPoint. Université Catholique de Louvain, Mons.

8.1.4 Rapports

Autorité de contrôle prudentiel et de résolution. (2003). *La fonction de conformité au sein des établissements de crédit et des entreprises d'investissement*. Paris : ACPR. Récupéré le 19 mai 2020 de https://acpr.banque-france.fr/sites/default/files/media/2017/11/06/cb_ra_2003_02.pdf

Commission de Surveillance du Secteur Financier. (2018). *AIFM Reporting Dashboard*. Luxembourg : CSSF. Récupéré le 8 mai 2020 de http://www.cssf.lu/fileadmin/files/Metier_OPC/AIFM_Reporting_dashboard_110220.pdf

Commission de Surveillance du Secteur Financier. (2018). *Rapport d'activités 2018*. Luxembourg : CSSF. Récupéré le 2 mai 2020 de <https://www.cssf.lu/documentation/publications/rapports-annuels/news-cat/661/>

Commission de Surveillance du Secteur Financier. (2020). *AML/CFT supervision in the Collective Investment Sector during the Covid-19 situation*. Luxembourg : CSSF. Récupéré le 18 mai 2020 de https://www.cssf.lu/wp-content/uploads/C_AML_CFT_supervision_collective_investment_covid19_040520_annexe.pdf

Financial Services and Markets Authority. (2018). *Rapport annuel 2018*. Bruxelles : FSMA. Récupéré le 2 mai 2020 de <https://www.fsma.be/fr/rapports-annuels/rapport-annuel-2018>

Financial Services and Markets Authority. (2018). *Liste des sociétés de gestion d'organismes de placement collectif agréées en Belgique*. Bruxelles : FSMA. Récupéré le 17 mai 2020 de https://www.fsma.be/sites/default/files/public/ucits_iii_agr.pdf

Financial Services and Markets Authority. (2018). *Gestionnaires d'organismes de placement collectif alternatifs de droit belge*. Bruxelles : FSMA. Récupéré le 17 mai 2020 de https://www.fsma.be/sites/default/files/public/aifm_be_1.pdf

Jurion, G. (2018). *Fonds d'investissement immobilier spécialisé* (FIIS). Liège : PwC. Récupéré le 7 mai 2020 de <https://www.financialforum.be/sites/financialforum.be/files/media/2025b.pdf>

Panichi, K., Schummer, L. et Gaston-Braux, O. (2014). *Les sociétés en commandite luxembourgeoises : des véhicules d'investissement adaptés aux besoins des investisseurs*.

Luxembourg : Larcier. Récupéré le 10 mai 2020 de https://www.elvingerhoss.lu/sites/default/files/documents/legal_topics/corporate/EHP_Societe_en_commandite.pdf

Windey, J. et Naud, A. (2015). *Le cadre réglementaire applicable aux fonds de private equity*. Bruxelles : buyle legal. Récupéré le 19 avril 2020 de http://www.buylelegal.be/doc_news/148_1.pdf

8.1.5 Documents internes

Honnay, F. (2018, 17 mai). *Dépositaires : comment concilier les contraintes réglementaires avec la réalité opérationnelle ?* [Présentation Power Point]. Bruxelles : Caceis.

8.1.6 Sites et pages web

Abela Grech, C. et Mizzi, L. (2019). *AIFMD 2 approved by European Parliament and European Council*. Récupéré le 13 mai 2020 de <https://www.gtgadvocates.com/aifmd-2-approved-by-european-parliament-and-european-council/>

ABC Bourse. (S.d.). *La gestion traditionnelle et le modèle alternatif*. Récupéré le 19 avril 2020 de https://www.abcbourse.com/apprendre/19_gestion_traditionnelle_alternative.html

Rousseau, B. (2013). *Définition de Hedge Fund*. Récupéré le 17 avril 2020 de <https://www.andlil.com/definition-de-hedge-fund-130639.html>

Autorité des Marchés Financiers. (2020). *S'informer sur le régime issu de la directive AIFM*. Récupéré le 08 avril 2020 de https://www.amf-france.org/fr/actualites-publications/dossiers-thematiques/aifm#Qu'est-ce_que_la_directive_AIFM_

Banque Nationale de Belgique. (2020). *Taux de rendement à long terme des emprunts de référence*. Récupéré le 24 avril 2020 de <http://stat.nbb.be/Index.aspx?DataSetCode=IROLOYLD&lang=fr#>

Belgian Asset Managers Association. (2019). *Chiffres clés gestion de fortune*. Récupéré le 16 mai 2020 de <https://www.beama.be/fr/chiffres-cles/>

Bensoussan, A. (2008). *Principe de proportionnalité définition*. Récupéré le 23 avril 2020 de <https://www.alain-bensoussan.com/avocats/principe-de-proportionnalite-definition/2008/09/09/>

Caceis. (2020). *AIFM*. Récupéré le 17 avril 2020 de <https://www.caceis.com/fr/veille-reglementaire/principales-reglementations/aifm/>

Centre de recherche et d'information socio-politiques. (2020). *Circulaire*. Récupéré le 22 avril 2020 de <http://www.vocabulairepolitique.be/circulaire/>

Centre de recherche et d'information socio-politiques. (2020). *Directive*. Récupéré le 7 mai 2020 de <http://www.vocabulairepolitique.be/directive/>

Centre de recherche et d'information socio-politiques. (2020). *Arrêté*. Récupéré le 9 mai 2020 de <http://www.vocabulairepolitique.be/arrete/>

Commission de Surveillance du Secteur Financier. (2020). *Circulaires*. Récupéré le 17 avril 2020 de <https://www.cssf.lu/surveillance/vgi/gfia-aifm/reglementation/circulaires/>

Commission de Surveillance du Secteur Financier. (2020). *Lois, règlements et autres textes (FIS)*. Récupéré le 2 mai 2020 de <https://www.cssf.lu/surveillance/vgi/fis/reglementation/lois-reglements-et-autres-textes/>

Commission de Surveillance du Secteur Financier. (2020). *Lois, règlements et autres textes (GFIA)*. Récupéré le 17 avril 2020 de <http://www.cssf.lu/documentation/reglementation/lois-reglements-et-autres-textes/news-cat/144/#c7488>

Commission de Surveillance du Secteur Financier. (2020). *Lois, règlements et autres textes (SICAR)*. Récupéré le 2 mai 2020 de <https://www.cssf.lu/surveillance/vgi/sicar/reglementation/lois-reglements-et-autres-textes/>

Commission de Surveillance du Secteur Financier. (2020). *Origine des initiateurs des OPC luxembourgeois*. Récupéré le 8 mai 2020 de <http://www.cssf.lu/surveillance/vgi/opc/statistiques/statistiques-mensuelles/origine-des-initiateurs-des-opc-luxembourgeois/>

Commission de Surveillance du Secteur Financier. (2020). *Sanctions et mesures administratives*. Récupéré le 26 avril 2020 de <https://www.cssf.lu/surveillance/vgi/gfia-aifm/sanctions-et-mesures-administratives/>

Commission de Surveillance du Secteur Financier. (2020). *Mise en place de notification dans eDesk pour gestionnaires de fonds d'investissement sur les problèmes d'OPC et rachats importants (« IFM notification – Fund issues/Large redemptions »)*. Récupéré le 18 mai 2020 de <https://www.cssf.lu/fr/2020/05/mise-en-place-notifications-dans-edesk-pour-gestionnaires-de-fonds-dinvestissement-sur-les-problemes-dopc-et-rachats-importants-ifm-notification-fund-issues-large-redemp/>

Cour européenne de justice. (2019). *Sources de droit*. Récupéré le 9 mai 2020 de https://e-justice.europa.eu/content_member_state_law-6-lu-maximizeMS-fr.do?member=1

Donnez, T. (2014). *Entrée en vigueur de la loi relative aux gestionnaires des fonds d'investissement alternatifs*. Récupéré le 20 avril 2020 de <https://www.eubelius.com/fr/nouvelles/entree-en-vigueur-de-la-loi-relative-aux-gestionnaires-des-fonds-dinvestissement>

Euronext Funds360. (2020). *Définition de UCITS*. Récupéré le 11 avril 2020 de <https://funds360.euronext.com/education/glossaire-des-opcvm/definition/undertakings-for-collective-investments-in-transferable-securities>

Financial Services and Markets Authority. (2020). *Organismes de Placement Collectif (OPC)*. Récupéré le 10 avril 2020 de <https://www.fsma.be/fr/node/7115>

Financial Services and Markets Authority. (2020). *Sociétés de gestion d'OPC/OPCA*. Récupéré le 10 avril 2020 de <https://www.fsma.be/fr/societes-de-gestion-dopcopca>

Financial Services and Markets Authority. (2020). *Gestionnaires d'organisme de placement collectif alternatifs de droit belge*. Récupéré le 17 mai 2020 de <https://www.fsma.be/fr/list/gestionnaires-dorganismes-de-placement-collectif-alternatifs-de-droit-belge>

Gomez, J-P. (2020). *Fonds alternatifs : quel avenir possible ?* Récupéré le 10 mai 2020 de <https://www.securities-services.societegenerale.com/fr/insights/views/news/fonds-alternatifs-quelle-evolution-possible/>

Houillon, C-A. et Ritz, W. (2020). *Directive AIFM et AIFM de tiers*. Récupéré le 15 avril 2020 de <https://funds360.euronext.com/actualites/marches/directive-aifm-et-aifm-de-tiers>

ING. (S.d.). *Qu'est-ce qu'un fonds d'investissement alternatif ?* Récupéré le 16 avril 2020 de <https://www.ing.lu/content/siteing/fr/Individuals/my-money/categories/invest/what-is-an-alternative-investment-fund.html>

Leclercq, H. (2020). *Hedge funds in Luxembourg: regulatory overview*. Récupéré le 13 mai 2020 de [https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/w-007-9373?transitionType=Default&contextData=\(sc.Default\)&firstPage=true&bhcp=1](https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/w-007-9373?transitionType=Default&contextData=(sc.Default)&firstPage=true&bhcp=1)

London Stock Exchange. (2020). *FTSE 100*. Récupéré le 17 mai 2020 de <https://www.londonstockexchange.com/exchange/prices-and-markets/stocks/indices/summary/summary-indices-chart.html?index=UKX>

Maher, E. (2015). *Directive GFIA, le Luxembourg : terre d'accueil pour le monde des affaires*. Récupéré le 19 avril 2020 de <https://www.bsp.lu/publications/articles-books/directive-gfia-le-luxembourg-terre-daccueil-pour-le-monde-des-affaires>

Ministère de l'économie et des finances. (S.d.). *Les sociétés de gestion*. Récupéré le 27 avril 2020 de <https://www.economie.gouv.fr/facileco/societes-gestion>

Moneystore. (2013). *Qu'est-ce qu'un fonds d'investissement*. Récupéré le 17 avril 2020 de <https://moneystore.be/2013/finance-questions/quest-quun-fonds-dinvestissement>

Moneystore. (2014). *Attention, entrée en vigueur de la directive AIFM ce 22 juillet 2014 !* Récupéré le 15 avril 2020 de <https://moneystore.be/2014/gerer-transmettre-patrimoine/attention-vigueur-directive-aifm-22-juillet>

Moneystore. (2015). *Quelle est la différence entre une SICAV et un FCP ?* Récupéré le 16 mai 2020 de <https://moneystore.be/2018/finance-questions/difference-sicav-fcp>

Morningstar. (2012). *Qu'est-ce qu'un ETF ?* Récupéré le 9 mai 2020 de <https://www.morningstar.fr/fr/news/94915/quest-ce-quun-etf-.aspx>

Myinvest. (2018). *Qu'est-ce qu'une SICAR ?* Récupéré le 11 mai 2020 de <https://my-life.lu/sicar-luxembourg-30036/>

Le Squeren, R. et Leroy, V. (2019). *Le Luxembourg publie deux lois relatives au secteur financier pour le Brexit – 8 avril 2019*. Récupéré le 25 avril 2020 de <https://www.dsm.legal/fr/le-luxembourg-publie-deux-lois-relatives-au-secteur-financier-pour-le-brexit-8-avril-2019/>

Linklaters. (S.d.). *Scope – Definition of AIFM*. Récupéré le 11 avril 2020 de <https://www.linklaters.com/fr-be/insights/publications/aifm/scope---definition-of-aifm>

Parlement Européen. (2010). *Fonds de type fermé*. Récupéré le 18 avril 2020 de <https://www.europarl.europa.eu/news/fr/press-room/20100923BKG83508/glossaire-relatif-a-la-directive-fonds-d-investissement-alternatifs-aifm/16/fonds-de-type-ferme>

Parlement Européen. (2010). *Qu'est-ce que le passeport de commercialisation et comment sera-t-il délivré ?* Récupéré le 12 avril 2020 de <https://www.europarl.europa.eu/news/fr/press-room/20101105BKG92028/note-d-information-directive-fonds-d-investissement-alternatifs/3/qu-est-ce-que-le-passeport-de-commercialisation-et-comment-sera-t-il-delivre>

Sénat de Belgique. (S.d.). *Documents parlementaires : Projet de loi relatif aux organismes de placement collectif alternatifs et à leurs gestionnaires*. Récupéré le 7 mai 2020 de https://www.senate.be/www/?MIval=%2Findex_senate&MENUID=22101&LANG=fr&fbclid=IwAR0C9aKJ-ADKqiX--HTyKB1KRmLo2sqcz_pb1_vZWhV0nFA9l7VmqqPt_8

Service Public Fédéral Affaires étrangères. (2016). *Transposition*. Récupéré le 7 mai 2020 de https://diplomatie.belgium.be/fr/politique/coordination_affaires_europeennes/politique_de_la_belgique_au_sein_ue/transposition

Service Public Fédéral Finances. (S.d.). *Fonds d'investissement immobiliers spécialisés*. Récupéré le 6 mai 2020 de https://finances.belgium.be/fr/sur_le_spf/structure_et_services/administrations_generales/trésorerie/contrôle-des-instruments-0-2-0

Service public Fédéral Finances. (S.d.). *PRICAFS privées*. Récupéré le 16 mai 2020 de https://finances.belgium.be/fr/sur_le_spf/structure_et_services/administrations_generales/trésorerie/contrôle-des-instruments-0-2-3

Société Générale. (2020). *Directive AIFM*. Récupéré le 11 avril de <https://www.securities-services.societegenerale.com/fr/insights/views/news/directive-aifm/>

Société générale. (S.d.). *Nouvel avis de l'ESMA sur l'extension du passeport AIFM*. Récupéré le 17 avril 2020 de <https://www.societegenerale.lu/fr/societe-generale-luxembourg/communiqués-presse-actualités/news-details/news/nouvel-avis-leesma-leextension-passeport-aifm/>

Van Geyte, J. (2019). *Voici les meilleurs fonds d'épargne-pension*. Récupéré le 16 mai 2020 de <https://www.guide-epargne.be/epargner/actualites-generales/voici-les-meilleurs-fonds-d-epargne-pension.html>

Van Itterbeek, B. (2016). *PRICAF publique – nouveau régime*. Récupéré le 16 mai 2020 de https://www.monardlaw.be/fr/publications/-/asset_publisher/sfxddM7ZdWTD/content/openbare-privak-nieuw-regime/maximized

Yahoo finance. (2020). *Lyxor BEL 20 TR (DR) UCITS ETF Dist (BEL.BR)*. Récupéré le 17 mai 2020 de <https://fr.finance.yahoo.com/quote/BEL.BR/performance?p=BEL.BR>

Yahoo finance. (2020). *SPDR S&P500 ETF Trust (SPY)*. Récupéré le 17 mai 2020 de <https://fr.finance.yahoo.com/quote/SPY/performance?p=SPY>

8.1.7 Directives, lois , ordonnances, décrets et arrêtés

8.1.7.1 Directives

Directive 2011/61/UE sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs (8 juin 2011). *Journal officiel de l'Union européenne*, 1 juillet 2011.

Directive (UE) 2019/1160 modifiant les directives 2009/65/CE et 2011/61/UE en ce qui concerne la distribution transfrontalière des organismes de placement collectif (20 juin 2019). *Journal officiel de l'Union européenne*, 12 juillet 2019.

8.1.7.2 Lois

Loi relative aux gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs (12 juillet 2013). *Journal Officiel du Grand-Duché de Luxembourg*, 15 juillet 2013.

Loi relative aux organismes de placement collectif alternatifs et à leurs gestionnaires (19 avril 2014). *Moniteur belge*, 17 juin 2014.

Loi relative au fonds d'investissement alternatifs réservés (23 juillet 2016). *Journal Officiel du Grand-Duché de Luxembourg*, 28 juillet 2016.

Loi relative à des mesures à prendre en relation avec le secteur financier en cas de retrait du Royaume-Uni de Grande-Bretagne et d'Irlande du Nord de l'Union européenne (8 avril 2019). *Journal Officiel du Grand-Duché de Luxembourg*, 11 avril 2019.

8.1.7.3 Arrêts Royaux

Arrêté royal relatif aux organismes de placement collectif alternatifs investissant dans des sociétés non cotées et des sociétés en croissance (10 juillet 2016). *Moniteur belge*, 4 août 2016.

Arrêté royal relatif aux fonds d'investissement immobilier spécialisés (9 novembre 2016). *Moniteur belge*, 18 novembre 2016.

Arrêté royal relatif à certains organismes de placement collectif alternatifs et à leurs sociétés de gestion, et portant des dispositions diverses (25 février 2017). *Moniteur belge*, 17 mars 2017.

Arrêté royal portant des mesures particulières visant à protéger les organismes de placement collectif à nombre variable de parts publics contre les conséquences de l'épidémie du COVID-19 (22 avril 2020). *Moniteur belge*, 24 avril 2020.

8.1.7.4 Circulaires et communications

Circulaire relative aux obligations des gestionnaires d'organismes de placement collectif alternatifs en matière de comptes rendus à l'égard de la FSMA (1 septembre 2014). *FSMA*, 2014.

Circulaire explicative du règlement de la FSMA du 16 mai 2017 concernant les informations statistiques à transmettre par certains organismes de placement collectif publics à nombre variables de parts (22 août 2017). *FSMA, 2017*.

Circulaire relative au rapport de la direction effective concernant le contrôle interne et la déclaration de la direction effective concernant les états périodiques (5 août 2019). *FSMA, 2019*.

Circulaire relative à la déclaration de la direction effective concernant les rapports périodique et les états statistiques auprès des OPC (5 août 2019). *FSMA, 2019*.

Circulaire CSSF 12/546 (relative à l'agrément des sociétés de gestion de droit luxembourgeois soumises au chapitre 15 de la loi du 17 décembre 2010 concernant les organismes de placement collectif ainsi que des sociétés d'investissement qui n'ont pas désigné une société de gestion au sens de l'article 27 de la loi du 17 décembre 2010 concernant les organismes de placement collectif) (24 octobre 2012). *CSSF, 2012*.

Circulaire CSSF 14/581 (relative aux nouvelles obligations en matière de reporting applicables aux gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs) (13 janvier 2014). *CSSF, 2014*.

Circulaire CSSF 15/612 (relative aux informations en relation avec des fonds d'investissement alternatifs non réglementés et/ou des fonds d'investissement alternatifs réglementés établis dans un pays tiers) (5 mai 2015). *CSSF, 2015*.

Circulaire CSSF 15/633 (relative aux renseignements financiers à fournir trimestriellement par les gestionnaires de fonds d'investissement et leurs succursales) (29 décembre 2015). *CSSF, 2015*.

Circulaire CSSF 18/698 (relative à l'agrément et l'organisation des gestionnaires de fonds d'investissement de droit luxembourgeois et les dispositions spécifiques en matière de lutte contre le blanchiment de capitaux et le financement du terrorisme applicables aux gestionnaires de fonds d'investissement et aux entités exerçant la fonction d'agent teneur de registre) (23 août 2018). *CSSF, 2018*.

Communication relative à la commercialisation d'OPCA de l'Espace économique européen dans un autre État membre par des gestionnaires agréés de droit belge (24 février 2017). *FSMA, 2017*.

Communication relative à la commercialisation d'OPCA en Belgique sans passeport à des investisseurs professionnels (24 février 2017). *FSMA, 2017*.

Communication relative à l'enregistrement des gestionnaires de petite taille de droit belge d'OPCA non publics (27 mars 2017). *FSMA, 2017*.

8.2 SOURCES ORALES

8.2.1 Entretiens

Delwaide, H. (2020, 14 mai). *Avocat spécialisé en banking finance et corporate finance*. [Appel téléphonique]. Vilvoorde/Bruxelles.

de Vinck, O. (2020, 30 avril). *CEO de TreeTop*. [Appel WhatsApp]. Vilvoorde/Luxembourg.

Perotin, D. (2020, 6 mai). *Senior Financial Lawyer – Clients Agreements chez Caceis*. [Appel WhatsApp]. Vilvoorde/Luxembourg.

Rousseau, E. (2019, 5 novembre). *Managing Director – CACEIS Bank Belgium Branch*. [Entretien]. Bruxelles.

Van den Brande, L. (2020, 15 mai). *Responsable des affaires légales chez De Groof Petercam Asset Management*. [Appel téléphonique]. Vilvoorde/Bruxelles.

8.2.2 Documents audio-vidéo

ALFILuxembourg. (2012, 10 octobre). *How Luxembourg is ensuring its attractiveness to the alternative investment industry under AIFMD*. [Vidéo en ligne]. Luxembourg : ALFILuxembourg. Récupéré de <https://www.youtube.com/watch?v=ypLKCncJodQ>

9. COMPLÉMENTS BIBLIOGRAPHIQUES

Alfi et Bourse du Luxembourg (2017). *FIA*. Luxembourg : Alfi et Bourse du Luxembourg. Récupéré le 10 avril 2020 de <https://www.alfi.lu/Alfi/media/News-detail/Brochures/AIF-French.pdf>

Association des Banques et Banquiers, Luxembourg (ABBL). (2020). *Alternative investment fund managers directive*. Récupéré le 10 avril 2020 de <https://www.abbl.lu/topic/alternative-investment-fund-managers-directive-aifm-2/>

BNP Paribas. (2019). *Alternative Investment Fund Managers Directive (AIFMD) - regulation memo*. Récupéré le 18 avril 2020 de <https://securities.bnpparibas.com/insights/alternative-investment-fund.html>

Delacroix, K. et Van Besien, A. (2016). *Les fonds d'investissement immobiliers spécialisés – un nouveau véhicule d'investissement immobilier*. Récupéré le 23 avril 2020 de <https://www.eubelius.com/fr/nouvelles/les-fonds-dinvestissement-immobiliers-specialises-un-nouveau-vehicule-dinvestissement>

Deloitte. (2011). *Alternative Investment Fund Managers Directive (AIFMD)*. S.l. : Deloitte. Récupéré le 13 avril 2020 de <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/lu/Documents/financial-services/IM/lu-aifmd-faq.pdf>

de Laminne, I. (2008). *Fonds commun ou sicav ? La Libre*. Récupéré de <https://www.lalibre.be/economie/entreprises-startup/fonds-commun-ou-sicav-51b89af5e4b0de6db9b25cd8>

Financial Services and Markets Authority (FSMA). (2020). *Procédure de sanction*. Récupéré le 23 avril 2020 de <https://www.fsma.be/fr/procedure-de-sanction>

Gtg ADVOCATES. (2019). *AIFMD 2 approved by European Parliament and European Council*. Récupéré le 18 avril 2020 de <https://www.gtgadvocates.com/aifmd-2-approved-by-european-parliament-and-european-council/>

Moneystore. (2011). *Qu'est-ce qu'un hedge fund ?* Récupéré le 17 avril 2020 de <https://moneystore.be/2011/finance-questions/qu'est-ce-qu'un-hedge-fund>

Niane, I. (2013). *La directive des gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs et fonction dépositaire*. Récupéré le 19 avril 2020 de <https://www.legavox.fr/blog/ibrahima-niane/directive-gestionnaires-fonds-investissement-alternatifs-11961.htm>

Parlement Européen. (2010). *Directive sur les fonds alternatifs : le Parlement obtient gain de cause pour ses priorités*. Récupéré le 19 avril 2020 de <https://www.europarl.europa.eu/news/fr/press-room/20101025IPR90066/directive-fonds-alternatifs-le-pe-obtient-gain-de-cause-pour-ses-priorites>

Sia Partners. (2014). *Les premiers pas de la directive AIFM sont-ils convaincants ?* Récupéré le 19 avril 2020 de <https://finance.sia-partners.com/les-premiers-pas-de-la-directive-aifm-sont-ils-convaincants>

Société Générale. (2020). *Fonds alternatifs : quelle évolution possible ?* Récupéré le 29 avril 2020 de <https://www.securities-services.societegenerale.com/fr/insights/views/news/fonds-alternatifs-quelle-evolution-possible/>

T.d.L. (2017, 5 novembre). Tout comprendre aux « Lux Leaks » (ICIJ). *Le Parisien*. Récupéré de <http://www.leparisien.fr/economie/tout-comprendre-aux-lux-leaks-icij-07-11-2017-7378935.php>

Wildgen. (2010). *La Directive AIFM* adoptée. Récupéré le 20 avril 2020 de <https://www.wildgen.lu/our-insights/article/la-directive-aifm-adoptee>

10. TABLE DES FIGURES ET TABLEAUX

10.1 FIGURES

| | |
|---|----|
| Figure 1 : Évolution du nombre d'organismes de placement collectif publics belges, ventilés selon leur forme juridique..... | 32 |
| Figure 2 : Évolution du nombre de compartiments d'organismes de placement collectif à nombre variables de parts | 33 |
| Figure 3 : Évolution du nombre de gestionnaires d'OPCA de petite taille | 34 |
| Figure 4 : Aperçu du paysage de fonds d'investissement alternatifs au Luxembourg au 31 décembre 2018..... | 35 |
| Figure 5 : Répartition des investisseurs par type de FIA (moyenne en %) | 36 |
| Figure 6 : Évolution de la VNI des fonds alternatifs luxembourgeois entre 2017 et 2018, par type de FIA | 37 |
| Figure 7 : Évolution des actifs sous gestion par les fonds de la Place | 39 |
| Figure 8: Origine géographique des GFI autorisés à Luxembourg au 31 décembre 2018..... | 41 |

10.2 TABLEAUX

| | |
|---|----|
| Tableau 1 : Types d'information à fournir par les gestionnaires de FIA pour obtenir un agrément | 8 |
| Tableau 2 : Aperçu du paysage juridique régissant les fonds d'investissement alternatifs en Belgique et à Luxembourg | 14 |
| Tableau 3 : Comparaison du paysage juridique rédigé par les autorités de marché financier en Belgique et à Luxembourg, en lien avec la directive AIFMD..... | 26 |
| Tableau 4 : Évolution du nombre de sociétés de gestion entre 2015 et 2018 en Belgique | 31 |
| Tableau 5 : Origine des initiateurs des OPC luxembourgeois, en mars 2020 | 42 |
| Tableau 6 : Paysage de l'industrie belge et luxembourgeoise des fonds au 31 décembre 2018 | 44 |