

Finance



Le marché
de l'or doute
du plan
à 1000
milliards
PAGE 77



MENU

FINANCE EN BREF 76

DIRECTIVE AIFM

La Suisse perdra-t-elle la gestion alternative?



Les gérants alternatifs suisses pourraient avoir à choisir entre déménager dans l'UE ou perdre leurs clients. La Suisse profitera peut-être des excès de la directive AIFM.

PAR DOMINIQUE WISH ET MYRET ZAKI

La place financière suisse a vu sa compétitivité attaquée sur le front de la gestion des fortunes non déclarées et vit peut-être les dernières heures du secret bancaire. A présent, un autre cœur de métier helvétique menace d'émigrer hors de Suisse: la gestion alternative. Désormais, le droit européen s'impose comme l'unique standard pour accéder aux investisseurs du continent.

La Suisse a depuis longtemps renoncé à être une juridiction de choix pour la domiciliation des fonds de placement ciblant les investisseurs européens. Le Luxembourg s'est largement imposé comme le domicile phare, profitant de son passeport européen, et toutes les grandes maisons suisses de fonds se sont implantées de longue date au Grand-Duché. A ce jour, les fonds de droit suisse ne sont pas autorisés à la vente dans l'Union européenne (UE), tandis que les fonds de droit européen sont autorisés en Suisse.

ACCÈS FERMÉ AUX FONDS NON UCITS

Cette asymétrie va s'accroître encore: désormais, l'industrie suisse des fonds alternatifs devra, elle aussi, passer par une implantation au Luxembourg ou dans d'autres pays de l'UE pour vendre des produits. Car là aussi, le label européen devient le sésame exclusif vers ce vaste marché.

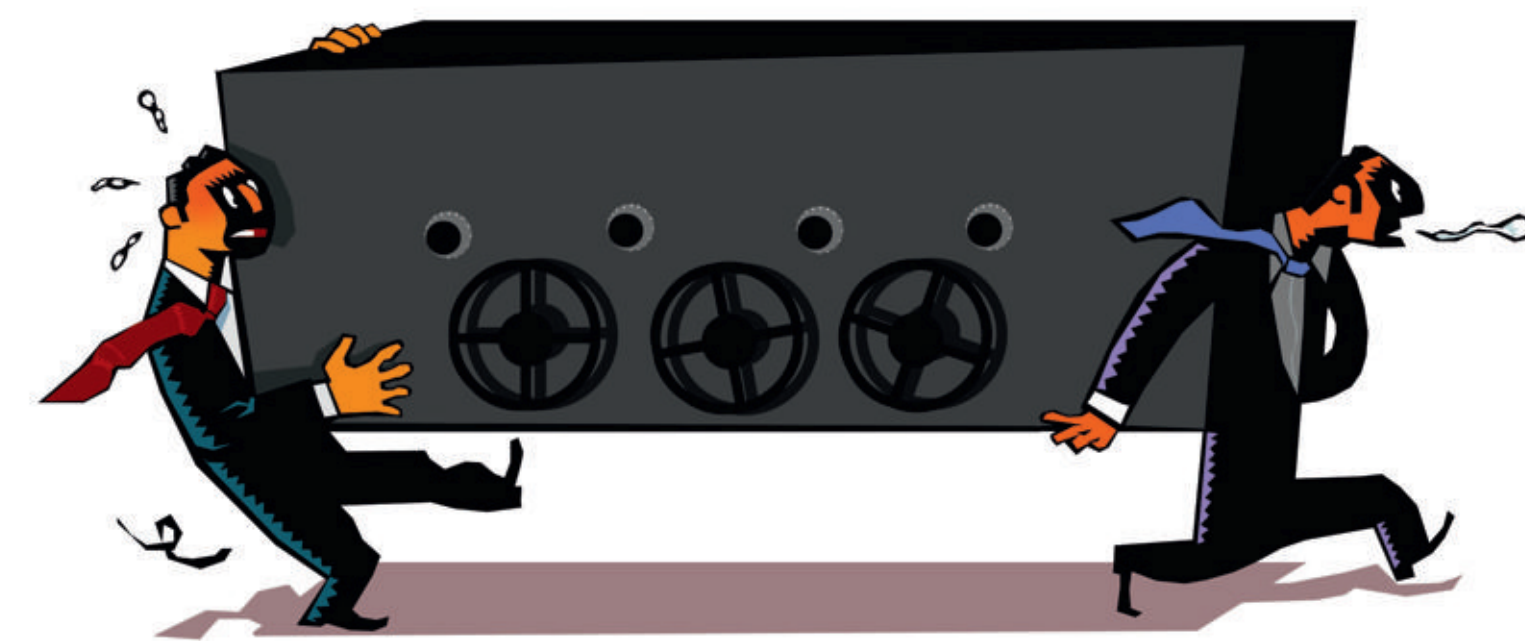
La nouvelle directive AIFM (Alternative Investment Fund Managers) s'apprête à fermer – ou à restreindre considérablement – l'accès au marché européen pour les fonds alternatifs dits «offshore», à savoir gérés hors de l'UE. Dès lors, un certain nombre de gérants alternatifs suisses pourrait choisir de plier bagage pour aller s'établir en Europe. Autre solution: «Pour les gérants de petite et moyenne taille, il s'agira de trouver des alliances avec des gestionnaires établis en Europe», affirme un gérant basé à Genève,

qui discute actuellement avec de potentiels partenaires. C'est, désormais, la fin du modèle offshore: il s'agit d'inciter les clients européens à se déclarer, et de les faire basculer de la Suisse vers l'Europe. Or un client européen «onshore», privé ou institutionnel, ne peut octroyer un mandat de gestion à une banque extracommunautaire et faire gérer par exemple son argent depuis la Suisse. Les gérants helvétiques, quant à eux, n'ont pas le droit de démarcher sur sol européen.

La Communauté européenne a édicté deux directives visant à encadrer le vaste domaine des fonds, dans le but de protéger l'investisseur. La première, UCITS IV, en vigueur dès juillet 2011, est consacrée aux fonds grand public. L'autre, AIFM, règle tout ce qui n'est pas UCITS: placements en hedge funds, matières premières, private equity et immobilier, destinés aux investisseurs sophistiqués. Ce 17 mai, la Commission économique du Parlement européen vient de voter sur le projet de texte, qui sera soumis en juillet en plénière aux députés, avant de passer au Conseil européen pour adoption. Le 18 mai, l'AIFM figurait en tête de l'agenda de la réunion ministérielle de l'Ecofin. Malgré les tentatives britanniques de reporter la discussion, le projet progresse rapidement, sur l'insistance des Français et des Allemands, dans un contexte de crise de la dette souveraine en Europe faisant ressortir l'impact négatif de la spéculation.

DIRECTIVE JUGÉE «PROTECTIONNISTE»

La directive AIFM agite les esprits de la communauté des hedge funds à Genève et ailleurs, car elle est jugée menaçante sur deux plans. D'une part, elle restreint l'accès à l'UE pour les pays tiers, et en particulier les gérants de fonds basés en Suisse et aux Etats-Unis, qui l'estiment protectionniste. D'autre part, les Britanniques craignent les



restrictions qu'elle impose à la gestion. La Grande-Bretagne, qui abrite quelque 80% des hedge funds d'Europe, redoute de les voir migrer hors de son territoire.

Le premier projet a été publié par la Commission européenne en avril 2009. En plus de reprendre l'idéologie de «passeport européen» de UCITS IV, la réglementation AIFM étend son caractère de surveillance à toute la chaîne de l'industrie. Elle impose aux sociétés de gestion des obligations de transparence, de révision par des tiers, de reporting administratif, de gestion et de maîtrise du risque très éloignées de la philosophie des fonds alternatifs. Les gérants londoniens de hedge funds craignent que ces règles leur ôtent la flexibilité de générer l'«alpha» (surperformance) qui fait leur succès. De plus, les lourdeurs administratives imposées seront d'ordre à gonfler les coûts, surtout pour les plus petits acteurs.

ILLUSTRATION: SERAFIN

EXODE DES GÉRANTS HORS DE SUISSE?

Si les gérants de la City craignent pour leur rentabilité, la place financière suisse redoute surtout de se voir exclue du gigantesque marché voisin de façon discriminatoire.

Dans sa version initiale, une clause de la Directive stipulait que les fonds et les prestataires de services non européens ne seront pas admis dans la Communauté. Dans sa version corrigée, il est prévu que la libre circulation d'un fonds dans les Etats membres nécessitera l'obtention d'une autorisation de chaque pays.

Bref, un hedge fund de droit suisse, tout comme un fonds caïmanais, ne pourront plus être vendus activement sur sol européen. Pire, les fonds domiciliés dans un pays de l'UE comme le Luxembourg ne pourraient établir leur équipe de gestion dans un Etat tiers, comme la Suisse, du moins pas sans restrictions importantes. Or

pour nombre de maisons de gestion suisses, cette pratique est courante.

En somme, si les gérants suisses veulent vendre leurs produits à des citoyens de l'UE, ils devront les rendre eurocompatibles, voire baser leur gestion dans l'UE. Pour ce faire, une activité de distribution de fonds déployée à partir d'un petit bureau de représentation pourrait ne plus suffire; il faudra peut-être déplacer la gestion, l'administration et la gestion du risque sur le continent.

Quelques gérants genevois ont déjà anticipé le changement. «Nous avons fermé totalement notre ombrelle offshore et transféré la totalité des clients dans des fonds UCITS», indique notre interlocuteur.

Les consultants occupent déjà le terrain: «Nous réfléchissons actuellement avec certains gérants alternatifs à différents scénarios qui incluent le transfert d'une partie des fonctions «onshore» en Europe dans

COMPARAISON

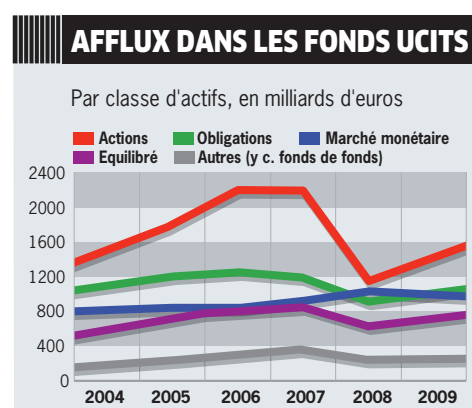
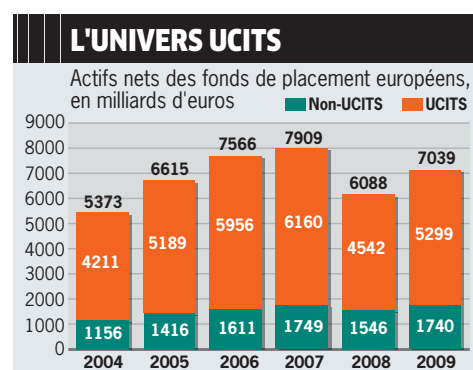
Les hedge funds UCITS moins performants?

La version réglementée serait une pâle copie du vrai hedge fund. Mais sa fiscalité est plus attrayante.

Rendement Un désavantage des hedge funds de type UCITS est leur faible performance comparée à celle de fonds identiques domiciliés offshore. En effet, les fonds UCITS étant beaucoup plus réglementés, leur marge de manœuvre est souvent réduite en termes de stratégies: le *short selling* n'est pas praticable, même s'il peut être remplacé par des stratégies de dérivés; le levier est interdit, mais on peut y remédier par des swaps. Par ailleurs, leurs coûts administratifs supérieurs pèsent sur leur rentabilité. Mais surtout, les hedge funds UCITS lancés par des firmes londoniennes sont souvent gérés par des gérants «long only», tandis que ces mêmes firmes réservent leurs gérants alternatifs à leurs «vrais» hedge funds offshore. De sorte qu'il n'est pas rare que les fonds offshore affichent un net écart de performance par rapport à la même stratégie en version UCITS. Néanmoins, les spécialistes relèvent qu'un fonds UCITS compense cette sous-performance grâce à un autre atout: sa plus faible imposition. Les gains en capital gérés par un fonds UCITS sont taxés à 10-15%, tandis qu'un fonds offshore est imposé sur les mêmes gains à hauteur de 40-50% en Espagne et en France, par exemple.

EUROCOMPATIBLE LE NOUVEAU PARADIGME

Investir aujourd'hui sous UCITS, c'est opter désormais pour l'onshore, la liquidité, les rendements moins volatils et la réglementation.



LE LUXEMBOURG DOMINE

Nombre de fonds autorisés en Suisse

Par domicile de fonds	À FIN DÉC. 2008		À FIN DÉC. 2009		VARIATION EN 2009	
	Nombre	(Institutionnels)	Nombre	(Institutionnels)	Différence	(Institutionnels)
Fonds suisses	1299	(525)	1343	(573)	44	(48)
Fonds étrangers	5124		5159		35	
Luxembourg	3833		3838		5	
Irlande	606		581		-25	
Autres pays	685		740		55	
Total suisse et étranger	6423	(525)	6502	(573)	79	(48)

(fonds institutionnels entre parenthèses) Source: FINMA

LA SUISSE N'EST PAS DANS LA COURSE

Principaux domiciles de fonds européens, actifs en milliards d'euros

DOMICILES DE FONDS	ACTIFS TOTAUX FIN 2007	ACTIFS TOTAUX FIN 2008	ACTIFS TOTAUX FIN SEPT. 2009
Luxembourg	1824	1337	1529
France	1351	1143	1264
Irlande	646	517	570
Grande-Bretagne	644	396	505
Allemagne	266	185	213
Italie	285	189	194
Espagne	269	195	188
Suisse	119	119	118

Source: EFAMA

ANALYSE

«L'Allemagne et la France veulent rafler le marché»

Le projet AIFM, même remanié, reste insatisfaisant selon le consultant Olivier Baumgartner-Bézelgues



Protectionnisme

Alors que la crise bat son plein, la directive AIFM est en passe d'imposer de lourdes contraintes aux hedge funds et fonds de private equity qui espèrent obtenir le passeport européen. «L'Europe connaît une crise majeure, et les hedge funds ne traitent plus beaucoup sur les marchés», notait Olivier Baumgartner-Bézelgues le 14 mai, alors que les indices venaient de plonger de 4%. Pour le consultant indépendant basé à Genève, «réglementer au beau milieu d'une crise si sévère est une très mauvaise idée». Il estime que «tout le projet de la directive a été dessiné pour limiter le champ d'action des hedge funds». Or la Commission européenne avait publié fin février 2009 un rapport, sous la présidence de Jacques de Larosière, qui concluait que les hedge funds n'étaient pas responsables de la crise. L'article 86 du rapport indique: «Nous considérons que les hedge funds n'ont pas joué de rôle majeur dans l'émergence de la crise.» Pourtant, en avril 2009, «la première version de la directive était publiée par la même Commission européenne!», s'étonne le conseiller financier. Le projet AIFM, même remanié, reste clairement insatisfaisant, estime Olivier Baumgartner-Bézelgues. «Il va déclencher de la consolidation dans le secteur, nuire à l'emploi.» Si le projet passait tel quel, 20% des emplois de la City seraient menacés. Le consultant n'en doute pas: «C'est une mesure de protectionnisme européen. L'Allemagne et la France veulent récupérer les affaires de la City sur leur territoire et réduire l'importance des banques d'affaires américaines sur sol européen, pour que les banques françaises et allemandes reprennent ces parts de marché. Cela bénéficiera-t-il globalement à l'économie? Non.»

le cas où les règles d'équivalence avec les pays tiers (comme la Suisse) seront difficiles à remplir», indique Jérôme Vial, membre du groupe de travail européen UCITS IV et AIFM chez Ernst & Young. «Nous recommandons à nos clients de réfléchir à se faire enregistrer auprès du régulateur suisse, la FINMA, ce qui devrait faciliter la reconnaissance par le régulateur européen dans les années à venir.»

CINQ MILLE EMPLOIS DÉLOCALISÉS?

Ce cloisonnement du marché européen fait craindre un affaiblissement considérable de l'industrie de gestion de fonds domiciliés en Suisse. «Quelque 5000 emplois pourraient être délocalisés, dont une majorité de gérants de fonds», avait estimé François Rayroux, avocat et associé chez Lenz et Staehelin, lors d'une conférence de Friends of Funds à Genève. Pour l'heure, les autorités suisses jouent profil bas, misant sur les pressions des Etats-Unis, eux aussi relégués au rang de «pays tiers». Le secrétaire au Trésor Tim Geithner a souligné, dans une lettre envoyée à Bruxelles, le côté discriminatoire de la législation et brandi le spectre d'une «dispute transatlantique». Les lobbies alternatifs américains se sont faufilés dans la brèche, avertissant le Parlement européen par lettre le 14 mai du risque de représailles.

En comparaison de la Suisse, les Etats-Unis se trouvent cependant en meilleure posture, le marché américain restant en réalité le plus important pour l'industrie américaine des hedge funds, typiquement organisés en structures offshore domiciliées dans les Caraïbes. En Suisse, certains professionnels craignent que la stratégie attentiste visant à se placer dans le couloir d'aspiration du lobbying américain ne soit pas suffisante pour favoriser les intérêts de la place helvétique.

La solution idéale serait que les gérants alternatifs obtiennent l'accès au passeport européen sans devoir se délocaliser. Si un assouplissement devait être consenti par Bruxelles à la Suisse, une des solutions prônées par l'industrie helvétique serait que ses fonds accèdent à une sorte de Schengen des capitaux. Ce statut permettrait aux prestataires helvétiques de négocier des demandes d'autorisation («visas») avec un seul Etat pour obtenir l'accès à tous les membres, au lieu de les obliger, comme prévu à l'heure actuelle, à négocier de manière bilatérale avec chacun d'entre eux. «Attendre un assouplissement de la part de Bruxelles risque de s'avérer trop optimiste», commente toutefois notre gérant genevois.



MICHEL DOMINICÉ
«La Suisse doit être plus innovante, plus agressive.»

LE MARCHÉ UCITS EXPLOSE

Comme lui, de nombreux gérants n'ont pas attendu pour se mettre à l'heure européenne. Depuis que souffle le vent de l'AIFM, le marché des fonds alternatifs au format UCITS explose: la plupart des gérants alternatifs, essentiellement ceux de Londres, mais aussi les grands acteurs basés à Genève, ont lancé des fonds au label européen. Philippe Jabre (Genève), Brevan Howard et BlueCrest (Londres et Genève) proposent sans exception une variante UCITS de leurs fonds offshore. Merrill Lynch a lancé une plate-forme UCITS (qui accueille par exemple BlueCrest), et croule sous les demandes quotidiennes de gérants alternatifs souhaitant la rejoindre. «Les fonds UCITS prennent une part de marché de plus en plus grande, confirme un gérant qui travaille avec la plate-forme Lyxor. Pour certains investisseurs notamment institutionnels en Suisse, c'est le nouveau paradigme.»

D'autres acteurs des hedge funds en Suisse voient une opportunité dans l'évolution actuelle, à l'instar de Michel Dominicé. Le fondateur et partenaire de Dominicé & Co estime que la directive, en raison de ses restrictions élevées, pourrait aussi provoquer un mouvement inverse: l'arrivée, en Suisse, de gérants alternatifs européens souhaitant justement échapper à ces réglementations. «La place financière suisse pourra se poser en alternative, selon le gérant genevois, car elle offrira, en comparaison à l'Europe, plus de liberté de gestion, laissant aux gérants da-

PHOTOS: DR. THIERRY PAREL

vantage de créativité pour la mise en œuvre de nouvelles stratégies dans les portefeuilles.» En outre, la Suisse conservera plus de souplesse en matière de rémunération, comme l'a souligné le gérant Philippe Jabre dans une interview à Bilan en mars.

ET LES HEDGE FUNDS DE DROIT SUISSE?

Mais la majorité des professionnels concèdent que ce mouvement ne compensera pas la lame de fond massive des fonds UCITS, créés par des firmes de gestion prises en otage par la réglementation européenne.

Quoi qu'il en soit, Michel Dominicé suggère que Berne encourage les hedge funds de droit suisse, afin qu'ils soient proposés comme une alternative aux investisseurs, aux côtés des fonds offshore. Il évoque l'exemple des fonds alternatifs de droit luxembourgeois de type SIF (Specialized Investment Funds), aussi compétitifs que ceux des Caïmans, tout en offrant une sécurité égale à celle des fonds UCITS. «Ce que la Suisse devrait faire, propose Michel Dominicé, c'est imiter ce que fait le Luxembourg, mais avec un cran de qualité supérieur.»

Pour le gérant, «la Suisse devrait être un lieu où l'on peut investir dans tous les hedge funds du monde, où l'on peut éviter les barrières créées par AIFM». Il note que la loi fédérale sur les placements collectifs de capitaux (LPCC) est une loi très libérale, «un point fort que la Suisse devrait mettre en avant, afin de bénéficier des erreurs stratégiques de l'UE avec AIFM».

LE CHOIX SUISSE DU MARCHÉ DE NICHE

«Si la Suisse veut renforcer l'activité de la gestion alternative sur son territoire, elle doit être plus innovante, plus agressive», résume le fondateur de Dominicé & Co. Il suggère que la FINMA crée une cellule dédiée à l'approbation facilitée des fonds alternatifs destinés aux investisseurs qualifiés. Du côté de la FINMA, l'ambition n'est toutefois pas au rendez-vous. Une telle cellule «ferait peu de sens puisque près de la moitié des fonds suisses sont destinés aux investisseurs qualifiés, et que la majorité d'entre eux ne sont pas des fonds complexes, mais des produits simples», répond le porte-parole Alain Bichsel, qui rappelle en outre qu'il n'y a

«pratiquement pas de requêtes en approbation pour des hedge funds». La FINMA a clairement fait le choix du marché de niche pour la Suisse en matière de fonds.

Si les investisseurs qualifiés pouvaient accéder, en Suisse, à des structures qui leur sont dédiées (et qui ne sont donc pas autorisées au grand public), ils pourraient investir dans des fonds dont les organes tels que la direction, l'administration et la gestion du fonds porteraient le label suisse. Avec un hedge fund de droit suisse, l'investisseur qualifié verrait donc sa protection augmentée par le fait qu'il n'aurait plus uniquement à choisir des structures offshore évoluant dans un cadre peu contrôlé et peu régulé.

Une telle stratégie, selon Michel Dominicé, permettrait à l'industrie des fonds de conserver un maximum d'équipes de gestion en Suisse et favoriserait le rapatriement d'activités de banques dépositaires, d'administration, d'opérations et de back-office liées à ces fonds. Une stratégie qui compenserait peut-être une partie des ressources perdues par la fin du secret bancaire et du marché des fonds offshore. ■

Your Key to Advancement



An Executive MBA at Business School Lausanne

Visit BSL - Open House & BBQ Party!

Learn about our EMBA and enjoy our grill-out

3 June at 6pm

Av Dapples 38, 1006 Lausanne

RSVP: info@bsl-lausanne.ch www.bsl-lausanne.ch

*BSL accepts EMBA candidates with 5-8yrs experience and a CFC/KV certification or bachelor's degree.



Howell
Swiss Shoes for Men

Genève store
Rue de la Rôtisserie 2

Lausanne store
Rue Caroline 2

www.howell.ch