

Le Luxembourg, une place de choix pour les fonds d'investissement alternatifs et leurs gestionnaires ?

Etude comparée des cadres légaux anglais, belge et luxembourgeois

Mémoire réalisé par
Yacine BOUAZZA

Promoteur(s)
Henri CULOT

Année académique 2014-2015
Master en droit

Le plagiat entraîne l'application des articles 87 à 90 du règlement général des études et des examens de l'UCL.

Il y a lieu d'entendre par « plagiat », l'utilisation des idées et énonciations d'un tiers, fussent-elles paraphrasées et quelle qu'en soit l'ampleur, sans que leur source ne soit mentionnée explicitement et distinctement à l'endroit exact de l'utilisation.

La reproduction littérale du passage d'une oeuvre, même non soumise à droit d'auteur, requiert que l'extrait soit placé entre guillemets et que la citation soit immédiatement suivie de la référence exacte à la source consultée.*.

En outre, la reproduction littérale de passages d'une oeuvre sans les placer entre guillemets, quand bien même l'auteur et la source de cette oeuvre seraient mentionnés, constitue une erreur méthodologique grave pouvant entraîner l'échec.

* A ce sujet, voy. notamment <http://www.uclouvain.be/plagiat>.

Remerciements

Avant toute chose, je souhaiterais adresser mes remerciements aux personnes qui m'ont aidé dans la réalisation de ce mémoire.

En premier lieu, je tiens à remercier mon promoteur de mémoire, M. Henri CULOT, pour sa disponibilité, son aide et ses précieux conseils.

Je tiens également à remercier chaleureusement Maître Samia RABIA pour avoir eu l'amabilité de répondre à mes questions et de m'avoir aidé dans mes recherches.

Je tiens ensuite à adresser mes remerciements à Fatia RABIA et à Ira VLADI pour leurs corrections et leurs commentaires sur la présente étude.

Enfin, je tiens à remercier les membres de ma famille, et tout particulièrement ma mère, pour leur soutien quotidien tant dans le cadre de mes études qu'en dehors.

Table des matières

Remerciements	3
Abstract	7
Introduction	8
Chapitre 1 : La Directive 2011/61/UE sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs.....	9
Section I : L'origine de la réforme.....	9
Section II : Champ d'application de la Directive.....	12
A. Champ d'application personnel.....	12
1. Le concept de fonds d'investissement alternatif	13
i. Un organisme de placement collectif	14
ii. Le concept de « <i>levée de capitaux</i> »	15
iii. Le nombre d'investisseurs	15
iv. Le concept de « <i>politique d'investissement définie</i> »	15
v. Les FIA exemptés	16
2. Le concept de gestionnaire de FIA.....	16
i. La gestion du portefeuille et des risques du FIA	17
ii. Les gestionnaires enregistrés	18
B. Champ d'application territorial.....	19
Section III : Quels sont les principaux objectifs de la Directive ?	19
A. Mettre en place un régime harmonisé de contrôle prudentiel des gestionnaires de FIA.....	19
B. Assurer une meilleure transparence du marché des FIA.....	20
C. Harmoniser les règles de commercialisation des FIA	21
Chapitre 2 : La transposition de la Directive AIFM en droit anglais, belge et luxembourgeois	22
Contextualisation : Présentation des lois anglaise, belge et luxembourgeoise de transposition de la Directive AIFM	23
A. La transposition en droit anglais.....	23
B. La transposition en droit belge	24
1. Loi du 19 avril 2014 relative aux organismes de placement collectif alternatifs et à leurs gestionnaires	24
2. Loi du 12 mai 2014 relative aux sociétés immobilières réglementées	26
C. Loi luxembourgeoise du 12 juillet 2013 relative aux gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs	27
Section I : Les règles concernant l'agrément des gestionnaires	28
A. Le régime prévu par la Directive AIFM	28
B. De la transposition de ce régime en droit anglais, belge et luxembourgeois.....	29
1. Les fonctions visées par l'agrément	29
2. De la notification des changements intervenus suite à l'agrément du gestionnaire de FIA et du retrait de l'agrément.....	29
C. De l'impact des différences dans la transposition des normes	31

Section II : Les règles concernant le dépositaire	31
A. Le régime prévu par la Directive AIFM	32
B. De la transposition de ce régime en droit anglais, belge et luxembourgeois	33
1. Qui peut exercer la fonction de dépositaire ?	33
2. Faut-il un agrément pour les dépositaires de FIA ?	36
3. Un capital minimum est-il requis pour les dépositaires de FIA ?	36
C. De l'impact des différences dans la transposition des normes	36
Section III : Les règles concernant les exigences de transparence.....	37
A. Le régime prévu par la Directive AIFM	37
B. De la transposition de ce régime en droit anglais, belge et luxembourgeois	38
1. Le rapport annuel	38
2. Les informations à communiquer aux investisseurs	40
3. Les obligations de comptes rendus à l'égard des autorités compétentes	41
C. De l'impact des différences dans la transposition de ces normes	42
Section IV : Qu'en conclure ?	42
Chapitre 3 : L'attractivité du cadre légal luxembourgeois pour les fonds d'investissement alternatifs et leurs gestionnaires	43
Section I : La rapidité de la transposition de la Directive : un argument de poids ?	43
Section II : Les modifications du droit commercial luxembourgeois.....	44
A. De la modification des dispositions de la loi applicable aux sociétés en commandite simple	45
B. De la création d'un nouveau véhicule d'investissement : la société en commandite spéciale (la « SCSp »)	46
1. Le limited partnership de droit anglo-saxon	47
2. La société en commandite spéciale de droit luxembourgeois	48
3. Quels sont les avantages et les inconvénients de la SCSp par rapport au limited partnership de droit anglais ?	51
Section III : L'attractivité luxembourgeoise sous l'angle fiscal.....	52
A. Présentation globale du régime fiscal luxembourgeois applicable	52
1. Fiscalité directe d'un FIA	52
2. Régime TVA applicable aux services de gestion prestés aux FIA	54
3. Régime fiscal des gestionnaires de FIA	54
B. Comparaison avec les régimes anglais et belges	56
1. De la fiscalité directe d'un FIA	56
2. Régime TVA applicable aux services de gestion prestés aux FIA	57
3. Régime fiscal des gestionnaires de FIA	58
Chapitre 4 : Des facteurs non-réglementaires qui expliquent l'attractivité du Luxembourg	59
Conclusion	61
Annexes	65

Annexe I : Principaux aspects couverts par la Directive AIFM	65
Annexe II : Interview de Maître S. RABIA.....	66
Annexe III : Schéma du fonctionnement d'un hedge fund	71
Bibliographie	72
Législation.....	72
Législation européenne	72
Législations nationales.....	73
▪ Belgique.....	73
▪ Etats-Unis	74
▪ Luxembourg	75
▪ Royaume-Uni.....	77
Jurisprudence	78
Doctrines.....	78
Monographies.....	78
Périodiques.....	79
Divers	81
Documentation européenne	81
Documentation anglaise.....	83
Documentation belge	83
Documentation luxembourgeoise.....	84
Autres.....	85

Abstract

Le Luxembourg est selon nous une place de choix pour les fonds d'investissements alternatifs et leurs gestionnaires. La transposition luxembourgeoise de la Directive AIFM a été l'occasion pour le législateur luxembourgeois de mettre en place des moyens importants pour le développement de l'activité (par exemple, la création de sociétés en commandite spéciale, la modernisation de la société en commandite simple ou encore la mise en place d'un régime spécifique de *carried interests*). De plus, la Commission de Surveillance du Secteur Financier luxembourgeois fait preuve de clarté dans son interprétation des règles en vigueur en la matière et répond assez rapidement aux questions des praticiens afin de faciliter le développement de l'activité. Aussi, le cadre juridique des fonds d'investissement en général est assez favorable, la législation luxembourgeoise étant pragmatique et évolutive en matière de services financiers. Enfin, le cadre non-réglementaire est également d'une très grande importance dans l'attractivité du Grand-duché (notamment par sa stabilité politique, des acteurs multilingues et expérimentés en matière de fonds d'investissement ou encore sa position stratégique au cœur de l'Europe).

Introduction

Les marchés financiers connaissent une forte croissance depuis la fin des années 1970 qui s'explique notamment par une augmentation des contraintes dans le domaine bancaire (plus particulièrement en ce qui concerne les exigences de capitaux propres des banques qui ne cessent d'augmenter¹). Ces marchés attendent des Etats une réglementation qui leur assure un bon fonctionnement sans toutefois contraindre leurs activités.

Néanmoins, ils ont été frappés en 2008 par une crise financière qui a mis en évidence les faiblesses et les manquements de ces marchés (notamment un risque systémique trop important ou encore manque de protection des investisseurs). Ainsi, ce *krash* a été le déclencheur d'une multitude de réformes du système des marchés financiers. Cependant, régler ces marchés n'est pas chose aisée. Alors que le renforcement du cadre légal pour ces derniers constitue une nécessité pour l'Union européenne, deux considérations d'envergure entrent en conflit à cet égard : (i) la protection des investisseurs et de leurs investissements, qui passe en grande partie par un accroissement réglementaire tant quantitatif que qualitatif, et (ii) le besoin de souplesse des marchés et des acteurs financiers pour éviter, entre autres, la fuite vers des juridictions extracommunautaires.

C'est dans ce contexte de crise et de besoin de régulation que le législateur européen a adopté la directive sur les gestionnaires de fonds alternatifs² (ci-après « **Directive AIFM** »). A cet égard, l'affairement d'un Etat retient tout particulièrement notre attention : le Luxembourg. Leader en matière de fonds d'investissement, plus particulièrement en matière d'organismes de placement collectifs en valeurs mobilières, la question se pose de savoir si, suite à la transposition de la Directive AIFM, le Luxembourg constitue également une place de choix pour les Fonds d'Investissement Alternatifs (ci-après les « **FIA** ») et leurs gestionnaires.

Pour le découvrir, nous analyserons dans un premier temps l'origine, le champ d'application et les principaux objectifs de la Directive AIFM. Nous nous intéresserons ensuite à la transposition de cette directive en droit luxembourgeois, mais également aux droits anglais et belge à des fins de comparaison : à cet égard, nous analyserons et comparerons tout particulièrement les dispositions de transposition qui concernent l'agrément des gestionnaires, les dépositaires et les exigences de transparence. Dans un

¹ Voy. Dir. (CE) n° 36/2013 du Parlement européen et du Conseil du 26 juin 2013 concernant l'accès à l'activité des établissements de crédit et la surveillance prudentielle des établissements de crédit et des entreprises d'investissement, modifiant la directive 2002/87/CE et abrogeant les directives 2006/48/CE et 2006/49/CE, *J.O.U.E.*, L 176, du 27 juin 2013, p. 338 ; Règl. (UE) n° 575/2013 du Parlement européen et du Conseil du 26 juin 2013 concernant les exigences prudentielles applicables aux établissements de crédit et aux entreprises d'investissement et modifiant le règlement (UE) n° 648/2012, *J.O.U.E.*, L 176, du 27 juin 2013, p. 1.

² Dir. (CE) n°61/2011 du Parlement européen et du Conseil du 8 juin 2011, relative aux gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs et modifiant les directives 2003/41/CE et 2009/65/CE ainsi que les règlements (CE) n° 1060/2009 et (UE) n° 1095/2010, *J.O.U.E.*, L 174, du 1^{er} juillet 2011, p. 1.

troisième chapitre, nous analyserons le cadre légal luxembourgeois afin de mettre en évidence ce qui pourrait contribuer à son attractivité pour les FIA et leurs gestionnaires : pour cela, nous nous intéresserons spécialement aux modifications du droit commercial et aux dispositions fiscales luxembourgeoises et comparerons l'ensemble de ces dispositions aux dispositions anglaises et/ou belges. Enfin, dans un dernier chapitre, nous aurons égard aux facteurs non-réglementaires qui sont de nature à justifier l'attractivité du Luxembourg.

Chapitre 1 : La Directive 2011/61/UE sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs

Section I : L'origine de la réforme

Les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs sont des acteurs très importants dans le monde de la finance européenne : en effet, ils gèrent un montant considérable d'actifs (2.200 milliards d'euros, soit 18% du PIB de l'ensemble des pays de l'Union européenne³) et constituent une source importante de risques de contrepartie pour les autres acteurs du marché⁴. Ces gestionnaires n'étaient cependant pas soumis au régime de la Directive 2009/65/CE concernant certains Organismes de Placement Collectif en Valeurs Mobilières⁵ (ci-après « **Directive OPCVM** »).

L'activité de ces derniers laissait paraître un certain nombre de problèmes, comme par exemple une déficience du système de gestion des risques, un manque de transparence de l'activité ou encore des incohérences dans la procédure de « *due diligence* »⁶. Les

³ B. FRANÇOIS, « Présentation de la directive AIFM et de l'ordonnance française du 25 juillet 2013 transposant celle-ci », *Rev. Trim. Dr. Fin.*, 2013, n° spécial, p. 3.

⁴ Memorandum 10/572, « Directive on Alternative Investment Fund Managers (« AIFMD ») : Frequently Asked Questions », Bruxelles, 11 novembre 2010, http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-10-572_en.htm, (consulté le 10 septembre 2014), p. 1.

⁵ Dir. (CE) n° 65/2009 du Parlement européen et du Conseil du 13 juillet 2009 portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM), *J.O.U.E.*, L 302, du 17 novembre 2009, p. 32. Cette directive a été modifiée par la Dir. (CE) n° 91/2014 du Parlement européen et du Conseil du 23 juillet 2014 modifiant la directive 2009/65/CE portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM), pour ce qui est des fonctions de dépositaire, des politiques de rémunération et des sanctions, *J.O.U.E.*, L 257, du 28 août 2014, p. 186.

⁶ C. MARTOUGIN, « The Alternative Investment Fund Managers Directive (AIFMD) », *Euredia*, 2011, n° 3, p. 347.

pratiques commerciales de ces acteurs, en particulier les gestionnaires de *hedge funds*⁷, soulevaient des questions quant à l'intégrité des marchés financiers⁸.

Le besoin de régulation des FIA et de leurs gestionnaires se faisait déjà ressentir avant la crise de 2008 : en effet, la Commission européenne avait déjà rendu en 2006 deux rapports en la matière⁹ ainsi qu'un livre blanc sur le marché unique des fonds d'investissement¹⁰.

Ainsi, le législateur européen ambitionnait de réguler uniquement les *hedge funds* afin de lutter contre le risque systémique¹¹. Ce risque est défini par le législateur européen comme étant un « *risque de perturbation dans le système financier* [qui peut avoir] *de graves répercussions sur le marché intérieur et l'économie réelle* »¹².

Bien que le commissaire C. MCCREEVY¹³ tentait de minimiser l'influence des *hedge funds* et des fonds de *private equity* (fonds qui effectuent des « *prise[s] de participation en capital dans des entreprises généralement non cotées* »¹⁴ ou qui investissent « *dans de la dette à haut rendement ou des actifs immobiliers à haut rendement* »¹⁵) dans la crise¹⁶, ces derniers ont été vivement dénoncés par certains qui les accusaient d'être à l'origine de la diffusion du *krash* financier de 2008¹⁷. Ainsi, la crise financière de 2008 a mis en exergue le besoin de réguler plus largement les marchés financiers afin qu'ils soient plus

⁷ Il n'existe pas de définition légale de la notion de *hedge fund* mais une multitude de définitions données par les auteurs. Pour plus de détails, voy. D. CAPOCCI, *The complete guide to hedge funds & hedge funds strategies*, Basingstoke, Palgrave Macmillan, 2013, p. 1 ; AIMA, « Glossary », <http://www.aima.org/en/education/glossary.cfm/letter/H/term/>, (consulté le 10 septembre 2014) ; A. ROCH, *Les hedge funds activistes : acteurs politiques de la mondialisation financière*, Paris, La Bourdonnaye, 2013, p. 12.

⁸ Commission européenne, « Commission staff working document accompanying the Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on Alternative Investment Fund Managers and amending Directives 2004/39/EC and 2009/.../EC - Impact assessment », Bruxelles, 30 avril 2009, http://ec.europa.eu/internal_market/investment/docs/alternative_investments/fund_managers_impact_assessment.pdf, (consulté le 10 septembre 2014), p. 10.

⁹ Report of the alternative investment expert group, « Developing European Private Equity », Bruxelles, juillet 2006, http://ec.europa.eu/internal_market/investment/docs/other_docs/reports/equity_en.pdf, (consulté le 10 septembre 2014) ; Report of the alternative investment expert group, « Managing, Servicing and Marketing Hedge Funds in Europe », Bruxelles, juillet 2006, http://ec.europa.eu/finance/investment/docs/other_docs/reports/hedgafunds_en.pdf, (consulté le 10 septembre 2014).

¹⁰ Commission européenne, « Livre blanc sur l'amélioration du cadre régissant le marché unique des fonds d'investissement », Bruxelles, 15 novembre 2006, <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/FR/TXT/PDF/?uri=CELEX:52006DC0686&from=FR>, (consulté le 10 septembre 2014).

¹¹ Voy. Working Document of the Commission Services (DG Internal Market), « Consultation Paper on Hedge Funds », Bruxelles, 18 décembre 2008, http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/docs/hedgafunds/consultation_paper_en.pdf, (consulté le 10 septembre 2014).

¹² Règl. (UE) n° 1092/2010 du Parlement européen et du Conseil du 24 novembre 2010 relatif à la surveillance macroprudentielle du système financier dans l'Union européenne et instituant un Comité européen du risque systémique, art. 2, c), *J.O.U.E.*, L 331, du 15 décembre 2010, p. 1.

¹³ Commissaire européen au Marché intérieur et aux Services dans la Commission Barroso I de 2004 et 2010.

¹⁴ P. MISCHO, « La mise en place d'un fonds de private equity sous forme de société en commandite : aspects fiscaux », in *Les commandites en droit luxembourgeois*, Bruxelles, Larcier, 2013, p. 33.

¹⁵ *Ibid.*

¹⁶ Speech/08/505, C. MCCREEVY, « The Private Equity Fund Industry within the European Economic Model », Bruxelles, 8 octobre 2008, http://europa.eu/rapid/press-release_SPEECH-08-505_en.htm, (consulté le 11 septembre 2014).

¹⁷ E. DESSY, « La directive sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs (AIFM) », *D.B.F.*, 2011, IV-V, p. 220.

transparents et mieux contrôlés¹⁸ et a accéléré le processus de régulation. Comme le dit justement C. MARTOUGIN, « *les crises financières sont généralement de grands accélérateurs de réformes législatives* »¹⁹.

La Commission européenne estimait qu'« *un système financier sûr et stable requiert que tous les acteurs importants du marché financier soient soumis à une réglementation et à une supervision appropriée* »²⁰.

Après de longs mois de débats, le Parlement européen a adopté le 11 novembre 2010 la Directive AIFM sur base de l'article 53, paragraphe 1 du Traité sur le fonctionnement de l'Union européenne²¹. Sont notamment visés par cette directive les fonds de capital-investissement (fonds de *private equity*) ou encore les fonds spéculatifs (*hedge funds*) dont l'expansion en dehors d'un cadre réglementaire suscitait de vives craintes²².

Une déclaration de la Commission européenne avait annoncé que « *les négociations ont été compliquées mais le résultat final contribue à l'établissement d'un système financier plus solide, plus sûr et plus stable* »²³.

L'objectif de base de la Directive AIFM est de lutter contre le risque systémique qui pèse sur la gestion alternative. Par cette directive, le législateur européen entend également harmoniser les législations afin de créer un marché intérieur unique²⁴. Le commissaire M. BARNIER a déclaré quant à lui que « *la Directive apportera plus de transparence, renforcera la protection des investisseurs et renforcera le marché intérieur de manière responsable et non discriminatoire* »²⁵.

Relevons que le besoin de réguler ce secteur d'activité s'est également fait ressentir outre-Atlantique. En effet, les Etats-Unis ont également renforcé leur réglementation dans ce domaine par le *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*²⁶, signé par le président américain B. OBAMA le 21 juillet 2010. Cette loi a été adoptée dans le cadre de la réforme du marché financier opérée par l'appareil législatif américain à la suite de la crise des *subprimes* pour améliorer la stabilité financière des Etats-Unis.

¹⁸ *Ibid.*, p. 219.

¹⁹ Trad. de C. MARTOUGIN, « The Alternative Investment Fund Managers Directive (AIFMD) », *op. cit.*, p. 346.

²⁰ Trad. de Memorandum 10/572, « Directive on Alternative Investment Fund Managers (« AIFMD ») : Frequently Asked Questions », *op. cit.*, p. 1.

²¹ Tr. sur le fonctionnement de l'U.E., J.O.U.E., C 326, du 26 octobre 2012, p. 47.

²² A. PRÜM, « La directive AIFM : nouveau paradigme pour la responsabilité des dépositaires ? », *Rev. Dr. banc. fin.*, janvier 2011, n° 1, p. 3.

²³ Memorandum 10/573, « Déclaration de la Commission européenne à l'occasion du vote en plénière du Parlement européen de la directive sur les gestionnaires de fonds alternatifs d'investissement », Bruxelles, 11 novembre 2010, [http://europa.eu/rapid/press-release MEMO-10-573_fr.htm?locale=fr](http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-10-573_fr.htm?locale=fr), (consulté le 10 septembre 2014), p. 1.

²⁴ G. ELIET, « Dans la compétition mondiale, la directive AIFM doit être regardée comme un atout », *op. cit.*, p. 30.

²⁵ Memorandum 10/573, « Déclaration de la Commission européenne à l'occasion du vote en plénière du Parlement européen de la directive sur les gestionnaires de fonds alternatifs d'investissement », *op. cit.*, p. 1.

²⁶ Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, <http://www.gpo.gov/fdsys/pkg/PLAW-111publ203/content-detail.html>, (consulté le 25 octobre 2014).

Aussi, notons que la Directive AIFM prévoit à de nombreuses reprises la délégation d'un certain nombre d'habilitations à la Commission européenne. C'est ainsi que l'organe européen a adopté un règlement délégué qui complète ladite directive en matière de dérogations, de conditions générales d'exercice, de dépositaires, d'effet de levier, d'exigence de transparence et de surveillance²⁷, un règlement qui régit la procédure applicable aux gestionnaires de FIA qui souhaitent de leur propre gré relever de la Directive AIFM²⁸, un règlement établissant la procédure de détermination de l'Etat membre de référence d'un gestionnaire de FIA établi dans un pays tiers²⁹ et un règlement qui met en place les normes techniques de réglementation déterminant des types de gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs³⁰. Par nature, les règlements européens ne nécessitent pas de mesure de transposition et sont donc directement applicables dans les Etats membres. L'analyse de ces règlements peut s'avérer très intéressante, mais nous ne nous y attèlerons pas afin de respecter les limites que le sujet impose.

Section II : Champ d'application de la Directive

A. Champ d'application personnel

Il convient en premier lieu de soulever que la Directive AIFM ne régit pas les FIA mais bien leurs gestionnaires³¹. Deux motivations se cachent derrière ce choix : la première découle du fait que les FIA européens sont très hétéroclites, ce qui rend extrêmement difficile l'établissement d'un cadre réglementaire unique³² ; la seconde repose sur la volonté du législateur européen de soumettre au contrôle des autorités financières nationales des entités qui auraient pu y échapper si la directive ne régissait que les FIA³³.

²⁷ Règl. délégué (UE) n° 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, *J.O.U.E.*, L 83, du 22 mars 2013, p. 1.

²⁸ Règl. 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, *J.O.U.E.*, L 132, du 16 mai 2013, p. 3.

²⁹ Règl. d'exécution (UE) n° 448/2013 de la Commission du 15 mai 2013 établissant une procédure pour déterminer l'Etat 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, *J.O.U.E.*, L 132, du 16 mai 2013, p. 1.

³⁰ Règl. 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, *J.O.U.E.*, L 183, du 24 juin 2014, p. 18.

³¹ Dir. (CE) n°61/2011 du Parlement européen et du Conseil du 8 juin 2011, relative aux gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs et modifiant les directives 2003/41/CE et 2009/65/CE ainsi que les règlements (CE) n°1060/2009 et (UE) n°1095/2010, considérant (10), *op. cit.*; E. DESSY, « La directive sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs (AIFM) », *op. cit.*, p. 222.

³² Dir. (CE) n°61/2011 du Parlement européen et du Conseil du 8 juin 2011, relative aux gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs et modifiant les directives 2003/41/CE et 2009/65/CE ainsi que les règlements (CE) n°1060/2009 et (UE) n°1095/2010, considérant (10), *op. cit.*

³³ P. BEISSEL, « La Directive AIFM : un changement de paradigme dans le monde des fonds alternatifs européens », *op. cit.*, p. 18. FRANÇOIS B., « Présentation de la directive AIFM et de l'ordonnance française du 25 juillet 2013 transposant celle-ci », *op. cit.*, p. 4.

Ainsi, l'essentiel des obligations de la Directive AIFM ne s'applique qu'aux gestionnaires et non aux FIA qui continueront d'être régis par leur droit national le cas échéant³⁴.

1. Le concept de fonds d'investissement alternatif

La Directive définit le concept de « fonds d'investissement alternatifs » comme étant « *des organismes de placement collectifs, y compris leurs compartiments d'investissement, qui lèvent des capitaux auprès d'un certain nombre d'investisseurs en vue de les investir, conformément à une politique d'investissement définie, dans l'intérêt de ces investisseurs, et [qui] ne sont pas soumis à agrément au titre de l'article 5 de la directive 2009/65/CE* »³⁵.

Cette définition paraît de prime abord assez vague. Deux motivations se cachent derrière cette formulation assez large : la première correspond à l'intention du législateur européen de faire tomber sous le champ d'application de la Directive AIFM toutes les entités qui ne sont pas soumises à la Directive OPCVM³⁶, la seconde est la crainte du législateur européen de voir se créer des structures qui n'entrent pas dans le champ d'application de la Directive AIFM si cette dernière donne une définition trop précise de la notion de FIA³⁷. H. MARJOSOLA³⁸ s'inquiète toutefois de cette largesse car la Directive AIFM a dès lors un champ d'application trop étendu, alors que l'auteur soutient que certains fonds d'investissement qui sont visés par ladite directive ne présentaient pas de signes alarmant de manque de protection des investisseurs ou de risque systémique.

Ainsi, cette définition englobe aussi bien les *hedge funds* que les fonds de *private equity*³⁹. Ces derniers risquent d'être fort impactés par la Directive AIFM sur le plan structurel⁴⁰.

L'article 2, paragraphe 2 de la Directive AIFM⁴¹ dispose que la forme (contractuelle, sociétaire ou autre) et le type (ouvert ou fermé⁴²) du FIA ne sont pas des éléments qui sont pris en considération pour déterminer le champ d'application de ladite directive.

³⁴ *Ibid.* ; A. LANDIER-JUGLAR, F. BOMPAIRE, *Gestion collective. Gérant et dépositaire face à la maîtrise des risques*, Paris, RB Edition, 2014, p. 87.

³⁵ Dir. (CE) n°61/2011 du Parlement européen et du Conseil du 8 juin 2011, relative aux gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs et modifiant les directives 2003/41/CE et 2009/65/CE ainsi que les règlements (CE) n°1060/2009 et (UE) n°1095/2010, art. 4, *op. cit.* Sur la notion de « FIA », voy. S. TORCK, « La notion de fond d'investissement alternatif (FIA) », *Rev. Trim. Drt. Fin.*, 2013, n° spécial, pp. 40-42.

³⁶ Communication FSMA_2014_03, « Entrée en vigueur de la loi du 19 avril 2014 relative aux organismes de placement collectifs alternatifs et à leurs gestionnaires », Bruxelles, 23 juin 2014, <http://www.fsma.be/fr/News.aspx>, (consulté le 10 octobre 2014), p. 2.

³⁷ E. DESSY, « La directive sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs (AIFM) », *op. cit.*, p. 221.

³⁸ H. MARJOSOLA, « Regulating financial markets under uncertainty: the EU approach », *E.L.Rev.*, 2014, vol. 39, p. 41.

³⁹ R. DURAND, « La directive AIFM et son impact sur les fonds de *private equity* », *Rev. Dr. banc. fin.*, mai 2014, n° 3, p. 12.

⁴⁰ A. KINSCH, P. GERBER, A. FERREY, « Directive AIFM : Défis et opportunités pour l'industrie du *private equity* », *Banque et stratégie*, février 2011, n° 289, p. 15.

⁴¹ Dir. (CE) n° 61/2011 du Parlement européen et du Conseil du 8 juin 2011, relative aux gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs et modifiant les directives 2003/41/CE et 2009/65/CE ainsi que les règlements (CE) n° 1060/2009 et (UE) n° 1095/2010, art. 2, §2, *J.O.U.E.*, L 174, du 1^{er} juillet 2011, p. 1.

i. Un organisme de placement collectif

Comme indiqué dans la définition de la Directive AIFM, un FIA est un organisme de placement collectif (ci-après un « **OPC** »)⁴³. Aucune définition n'en est donnée par le législateur européen, ce pourquoi E. DESSY s'est attelé à en définir les caractéristiques principales : « *une collectivité d'investisseurs, l'existence d'un portefeuille d'investissement et l'absence d'intervention directe des investisseurs dans la gestion du portefeuille* »⁴⁴. Ainsi, par exemple, les *joint-ventures* ne sont pas des OPC car l'objectif des associés n'est pas d'effectuer des investissements mais plutôt de développer un projet, une entreprise commune⁴⁵.

Cependant, dans une communication datée du 13 août 2013⁴⁶, l'*European Securities and Markets Authority* (ci-après l'« **ESMA** »), autorité européenne indépendante dont l'objectif est de s'assurer de la stabilité du système financier européen⁴⁷, donne les trois caractéristiques qui, si elles sont toutes réunies, font de l'entité en question un OPC : (i) l'entité ne doit pas poursuivre un « *objet commercial ou industriel général* »⁴⁸, c'est-à-dire qu'elle ne peut pas par exemple, à titre principal, acheter ou vendre des biens ou des services non-financiers, ou encore produire des biens ou des immeubles⁴⁹, (ii) l'entité doit « *mutualise[r] des capitaux levés auprès de ses investisseurs aux fins d'un investissement réalisé en vue de générer un rendement collectif pour lesdits investisseurs* »⁵⁰ ; et (iii) « *les porteurs de parts ou les actionnaires de l'entité – en tant que groupe collectif – n'exercent pas un pouvoir discrétionnaire sur les opérations courantes* »⁵¹.

Ainsi, l'ESMA entend contrevenir au risque d'interprétations divergentes des différentes juridictions de l'Union⁵².

Cependant, comme le soulève H. MARJOLOSA⁵³, il n'est pas courant que le champ d'application d'une directive d'ordre financière soit en bonne partie « déterminée » par

⁴² Pour définition, voy. Règl. 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, art. 1, §§2 et 3, *op. cit.*

⁴³ Dir. (CE) n° 61/2011 du Parlement européen et du Conseil du 8 juin 2011, relative aux gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs et modifiant les directives 2003/41/CE et 2009/65/CE ainsi que les règlements (CE) n° 1060/2009 et (UE) n° 1095/2010, art. 4, *op. cit.*

⁴⁴ E. DESSY, « La directive sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs (AIFM) », *op. cit.*, p. 221.

⁴⁵ *Ibid.*

⁴⁶ ESMA/2013/611, « Orientations relatives aux notions essentielles contenues dans la directive sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs », Bruxelles, 13 août 2013, http://www.esma.europa.eu/system/files/esma_2013_00600000_fr_cor1.pdf, (consulté le 12 octobre 2014), p. 6.

⁴⁷ ESMA, « ESMA in short », <http://www.esma.europa.eu/page/esma-short>, (consulté le 12 octobre 2014).

⁴⁸ ESMA/2013/611, « Orientations relatives aux notions essentielles contenues dans la directive sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs », *op. cit.*, p. 6.

⁴⁹ *Ibid.*, p. 3.

⁵⁰ *Ibid.*, p. 6.

⁵¹ *Ibid.*

⁵² H. MARJOLOSA, « Regulating financial markets under uncertainty: the EU approach », *op. cit.*, p. 41.

⁵³ *Ibid.*, p. 42.

des orientations non-liantes de l'ESMA, ce qui a laissé à cette dernière un fort pouvoir discrétionnaire en la matière.

ii. Le concept de « *levée de capitaux* »

A défaut de définition donnée par la Directive AIFM, il convient de s'en remettre à celle donnée par l'ESMA qui définit l'activité de levée de capitaux comme l'ensemble des mesures, directes ou indirectes, mises en œuvre par une entité ou par une personne agissant pour compte propre (le plus souvent, il s'agira du gestionnaire du FIA) afin de décrocher un transfert ou un engagement de transfert de capitaux d'un ou de plusieurs investisseurs « *au bénéfice de l'entité et en vue de les investir conformément à une politique d'investissement définie* »⁵⁴. Le fait que ce type d'activité ne se produise qu'une seule fois (comme dans la grande majorité des fonds fermés⁵⁵) est suffisant : il ne doit pas nécessairement y avoir répétition de l'activité dans le temps⁵⁶.

iii. Le nombre d'investisseurs

Pour qu'un véhicule soit considéré comme une entité « [levant] *des capitaux auprès d'un certain nombre d'investisseurs* » tel que disposé par l'article 4, paragraphe 1, point a) de la Directive AIFM, il faut que ce véhicule puisse lever des capitaux auprès de plus d'un investisseur : pour cela, il faut que son droit national, son règlement ou ses documents constitutifs le lui permettent⁵⁷.

Si un véhicule ne peut pas lever des capitaux auprès de plus d'un investisseur, c'est-à-dire si son droit national, son règlement ou ses documents constitutifs ne le lui permettent pas, il faudra alors que cet investisseur unique « *place des capitaux qu'il a levés auprès de plus d'une personne physique ou morale en vue de les investir au profit desdites personnes* » et qu'il soit lui-même « *une structure comportant en tout plus d'un investisseur au sens de la [Directive AIFM]* »⁵⁸.

iv. Le concept de « *politique d'investissement définie* »

Une entité a une « *politique d'investissement définie* » au sens de l'article 4, paragraphe 1, point a) de la Directive AIFM si elle a mis en place une politique qui définit les règles de gestion des capitaux qu'elle a levés afin de « *générer un rendement collectif* » au bénéfice des investisseurs qui ont investi dans le véhicule en question⁵⁹.

⁵⁴ ESMA/2013/611, « Orientations relatives aux notions essentielles contenues dans la directive sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs », *op. cit.*, p. 6.

⁵⁵ P. BEISSEL, « La Directive AIFM : un changement de paradigme dans le monde des fonds alternatifs européens », *op. cit.*, p. 19.

⁵⁶ ESMA/2013/611, « Orientations relatives aux notions essentielles contenues dans la directive sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs », *op. cit.*, p. 6.

⁵⁷ *Ibid.*, pp. 6-7.

⁵⁸ *Ibid.*, p.7.

⁵⁹ ESMA/2013/611, « Orientations relatives aux notions essentielles contenues dans la directive sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs », Bruxelles, 13 août 2013,

L'ESMA relève un certain nombre de facteurs qui peuvent permettre de déceler l'existence d'une politique d'investissement définie, comme par exemple le fait qu'une politique d'investissement soit inscrite dans un « *document intégré ou mentionné dans le règlement ou les documents constitutifs de l'entité* »⁶⁰.

v. Les FIA exemptés

Les FIA exemptés peuvent être divisés en deux catégories : (i) ceux qui sont exclus du champ d'application de la Directive AIFM « *en raison de la nature particulière de leurs activités ou de leur soumission à un autre cadre prudentiel* »⁶¹, comme par exemple les institutions de retraite professionnelle⁶² ou encore les sociétés holding⁶³ (d'après P. BEISSEL⁶⁴, l'exemption dont font l'objet ces sociétés holding devrait susciter de nombreux commentaires), et (ii) ceux qui le sont « *en raison de la nature particulière de leurs investissements* »⁶⁵. Sont visés par la dernière catégorie d'exemption les FIA « *intra-groupe* », c'est-à-dire « *ceux dont les seuls investisseurs sont le gestionnaire ou les entreprises mères ou filiales du gestionnaire ou d'autres filiales de ces entreprises mères, pour autant qu'aucun de ces investisseurs ne soit lui-même un FIA* »⁶⁶.

2. Le concept de gestionnaire de FIA

Les gestionnaires de FIA sont les « *personnes morales dont l'activité habituelle est la gestion d'un ou plusieurs FIA* »⁶⁷ qui n'entrent pas dans le cadre des exemptions prévues par la Directive AIFM⁶⁸. L'activité de gestion peut porter sur le portefeuille et sur les risques du ou des FIA gérés⁶⁹.

Chaque FIA doit avoir un gestionnaire unique nommé « Gestionnaire de Fonds d'Investissement Alternatifs ou AIFM »⁷⁰.

http://www.esma.europa.eu/system/files/esma_2013_00600000_fr_cor1.pdf, (consulté le 12 octobre 2014), p. 7.

⁶⁰ *Ibid.*

⁶¹ E. DESSY, « La directive sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs (AIFM) », *op. cit.*, p. 222.

⁶² Dir. (CE) n° 61/2011 du Parlement européen et du Conseil du 8 juin 2011, relative aux gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs et modifiant les directives 2003/41/CE et 2009/65/CE ainsi que les règlements (CE) n° 1060/2009 et (UE) n° 1095/2010, art. 2, §3, b), *op. cit.*

⁶³ Dir. (CE) n° 61/2011 du Parlement européen et du Conseil du 8 juin 2011, relative aux gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs et modifiant les directives 2003/41/CE et 2009/65/CE ainsi que les règlements (CE) n° 1060/2009 et (UE) n° 1095/2010, art. 2, §3, a), *op. cit.*

⁶⁴ P. BEISSEL, « La Directive AIFM : un changement de paradigme dans le monde des fonds alternatifs européens », *op. cit.*, p. 20.

⁶⁵ E. DESSY, « La directive sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs (AIFM) », *op. cit.*, p. 222.

⁶⁶ Dir. (CE) n° 61/2011 du Parlement européen et du Conseil du 8 juin 2011, relative aux gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs et modifiant les directives 2003/41/CE et 2009/65/CE ainsi que les règlements (CE) n° 1060/2009 et (UE) n° 1095/2010, art. 3, §1, *op. cit.*; E. DESSY, « La directive sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs (AIFM) », *op. cit.*, p. 222.

⁶⁷ Dir. (CE) n° 61/2011 du Parlement européen et du Conseil du 8 juin 2011, relative aux gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs et modifiant les directives 2003/41/CE et 2009/65/CE ainsi que les règlements (CE) n° 1060/2009 et (UE) n° 1095/2010, art. 4, §1, b), *op. cit.*

⁶⁸ E. DESSY, « La directive sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs (AIFM) », *op. cit.*, p. 222.

⁶⁹ *Ibid.*

⁷⁰ Dir. (CE) n° 61/2011 du Parlement européen et du Conseil du 8 juin 2011, relative aux gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs et modifiant les directives 2003/41/CE et 2009/65/CE ainsi que les règlements (CE) n° 1060/2009 et (UE) n° 1095/2010, art. 5, §1, *op. cit.*

Un FIA peut décider de procéder à la gestion susmentionnée de deux manières⁷¹ : il peut soit (i) recourir à un « *gestionnaire externe* »⁷² qui est une société de gestion qui gère un ou plusieurs OPC alternatifs sur base d'un contrat de mandat ou d'entreprise⁷³ (option la plus utilisée), soit (ii) décider de gérer son portefeuille et ses risques en interne via son « *organe de gestion naturel* »⁷⁴ (gérants, conseil d'administration ou autre) si sa forme juridique le permet (une entité comme un fonds commun de placement qui ne jouit pas de la personnalité juridique ne pourra pas être autogérée⁷⁵), sans recourir à une société externe : il s'agira alors d'un FIA autogéré qui est assimilé par la Directive AIFM au gestionnaire externe et qui supportera toutes les obligations qui sont imposées à ces sociétés externes⁷⁶. Notons que les FIA autogérés ne peuvent pas agir en qualité de gestionnaire externe pour d'autres FIA⁷⁷.

i. La gestion du portefeuille et des risques du FIA

L'activité de gestion telle que visée et réglementée par la Directive AIFM consiste au minimum en la gestion du portefeuille et des risques d'un FIA⁷⁸.

La gestion des risques repose principalement sur la mise en place de politiques et de procédures qui permettent d'identifier, de mesurer, de gérer et de surveiller les risques avérés et potentiels liés à la stratégie d'investissement des FIA soumis à la gestion du gestionnaire⁷⁹. Notons que les gestionnaires ne sont pas autorisés à gérer les risques d'un FIA sans gérer son portefeuille et vice versa⁸⁰.

L'annexe I de la Directive AIFM prévoit également une liste de fonctions qu'un gestionnaire peut exercer pour un FIA à titre complémentaire, c'est-à-dire en plus de la gestion des risques et du portefeuille du FIA.

⁷¹ *Ibid.*

⁷² *Ibid.*, art. 5, §1, a).

⁷³ Communication FSMA_2014_03, « Entrée en vigueur de la loi du 19 avril 2014 relative aux organismes de placement collectifs alternatifs et à leurs gestionnaires », *op. cit.*, p. 1 ; E. DESSY, « La directive sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs (AIFM) », *op. cit.*, p. 222.

⁷⁴ E. DESSY, « La directive sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs (AIFM) », *op. cit.*, p. 222.

⁷⁵ P. BEISSEL, « La Directive AIFM : un changement de paradigme dans le monde des fonds alternatifs européens », *op. cit.*, p. 21.

⁷⁶ Dir. (CE) n° 61/2011 du Parlement européen et du Conseil du 8 juin 2011, relative aux gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs et modifiant les directives 2003/41/CE et 2009/65/CE ainsi que les règlements (CE) n° 1060/2009 et (UE) n° 1095/2010, art. 5, *op. cit.* ; E. DESSY, « La directive sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs (AIFM) », *op. cit.*, p. 222.

⁷⁷ P. BEISSEL, « La Directive AIFM : un changement de paradigme dans le monde des fonds alternatifs européens », *op. cit.*, p. 21.

⁷⁸ Dir. (CE) n° 61/2011 du Parlement européen et du Conseil du 8 juin 2011, relative aux gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs et modifiant les directives 2003/41/CE et 2009/65/CE ainsi que les règlements (CE) n° 1060/2009 et (UE) n° 1095/2010, Annexe I, *op. cit.*

⁷⁹ Règl. délégué (UE) n° 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, art. 39, §1, *op. cit.*

⁸⁰ Dir. (CE) n° 61/2011 du Parlement européen et du Conseil du 8 juin 2011, relative aux gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs et modifiant les directives 2003/41/CE et 2009/65/CE ainsi que les règlements (CE) n° 1060/2009 et (UE) n° 1095/2010, art. 6, §5, d), *op. cit.*

Notons que toutes les personnes qui ne gèrent pas le portefeuille et les risques d'un FIA n'entrent pas dans le champ d'application de la Directive AIFM. Par exemple, une société qui est uniquement en charge de la gestion administrative d'un FIA (par exemple de sa comptabilité) ou de sa commercialisation ne sera pas soumise aux obligations de ladite directive⁸¹.

Les Etats membres sont habilités à autoriser les gestionnaires externes à fournir en plus de leurs fonctions minimales des services qui ne sont pas directement liés aux FIA qu'ils gèrent (comme par exemple l'administration des parts d'OPC)⁸².

Notons qu'à la différence de la législation applicable aux Organismes de Placement Collectif en Valeurs Mobilières (ci-après « **OPCVM** »), un gestionnaire de FIA n'est pas habilité à déléguer l'entière responsabilité de la gestion de portefeuille et la gestion du risque⁸³.

ii. Les gestionnaires enregistrés

Comme le soulève G. ELIET, « *la Directive AIFM vise essentiellement les grands gestionnaires* »⁸⁴.

Ainsi, sur base du principe de proportionnalité, tout gestionnaire qui gère directement ou indirectement des actifs de FIA, y inclus les actifs acquis par le recours à l'effet de levier (c'est-à-dire « *toute méthode par laquelle le gestionnaire accroît l'exposition d'un FIA qu'il gère, que ce soit par l'emprunt de liquidités ou de valeurs mobilières, par des positions dérivées ou par tout autre moyen* »⁸⁵), pour un montant total de 100 millions d'euros bénéficie d'un régime dit « light » quant à son enregistrement⁸⁶.

Cette dérogation s'applique également pour tout gestionnaire qui gère les portefeuilles d'actifs de FIA pour un montant maximum de 500 millions d'euros si lesdits FIA ne recourent pas à l'effet de levier et « *pour lesquels aucun droit au remboursement ne peut être exercé pendant une période de cinq ans à compter de la date de l'investissement initial dans chaque FIA* »⁸⁷.

Ces gestionnaires ne pourront cependant pas bénéficier du passeport de gestion, et les FIA qui sont gérés par ce type de gestionnaires n'auront pas droit au passeport de

⁸¹ E. DESSY, « La directive sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs (AIFM) », *op. cit.*, p. 223.

⁸² Dir. (CE) n° 61/2011 du Parlement européen et du Conseil du 8 juin 2011, relative aux gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs et modifiant les directives 2003/41/CE et 2009/65/CE ainsi que les règlements (CE) n° 1060/2009 et (UE) n° 1095/2010, considérant (21), *op. cit.* ; P. BEISSEL, « La Directive AIFM : un changement de paradigme dans le monde des fonds alternatifs européens », *op. cit.*, p. 22.

⁸³ P. BEISSEL, « La Directive AIFM : un changement de paradigme dans le monde des fonds alternatifs européens », *op. cit.*, p. 21.

⁸⁴ G. ELIET, « Dans la compétition mondiale, la directive AIFM doit être regardée comme un atout », *op. cit.*, p. 31.

⁸⁵ Dir. (CE) n° 61/2011 du Parlement européen et du Conseil du 8 juin 2011, relative aux gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs et modifiant les directives 2003/41/CE et 2009/65/CE ainsi que les règlements (CE) n° 1060/2009 et (UE) n° 1095/2010, art. 4, §1, v), *op. cit.*,

⁸⁶ *Ibid.*, art. 3, §2, a).

⁸⁷ *Ibid.*, art. 3, §2, b).

commercialisation⁸⁸. Dans la présente contribution, nous ne nous intéresserons pas plus à ce régime allégé.

B. Champ d'application territorial

Trois facteurs de rattachement sont utilisés par la Directive AIFM pour déterminer le champ d'application territorial : (i) l'endroit où le FIA est commercialisé (c'est-à-dire le lieu où le gestionnaire ou une personne qui agit pour son compte offre ou place des parts ou des actions des FIA placés sous sa gestion à des investisseurs domiciliés ou ayant leur siège social dans l'Union européenne⁸⁹), (ii) l'endroit où le FIA est établi et (iii) l'endroit où le gestionnaire est établi⁹⁰. Si un seul de ces facteurs est localisé dans l'Union européenne, alors la Directive AIFM sera d'application.

Ainsi, la Directive AIFM s'applique aux gestionnaires établis dans un pays tiers (c'est-à-dire dans un autre pays qu'un pays de l'Union européenne) qui gèrent un ou plusieurs FIA de l'Union européenne, aux gestionnaires établis dans un pays de l'Union qui comptent un ou plusieurs FIA de l'Union ou de pays tiers sous leur gestion, et aux gestionnaires établis dans un pays tiers qui commercialisent dans l'Union un ou plusieurs FIA établis dans un pays de l'Union ou dans un pays tiers⁹¹.

Section III : Quels sont les principaux objectifs de la Directive ?

A. Mettre en place un régime harmonisé de contrôle prudentiel des gestionnaires de FIA

La Directive AIFM a mis en place un ensemble de mesures et d'obligations à charge des gestionnaires de FIA afin d'assurer un contrôle prudentiel de ces derniers⁹².

Conformément à l'article 6, paragraphe 1 de la Directive AIFM, seuls les gestionnaires agréés conformément aux conditions des articles 7 et 8 de ladite directive pourront gérer des FIA européens⁹³, ceci afin de s'assurer que tous ces gestionnaires ont fait l'objet d'un contrôle préalable à l'exercice de leurs fonctions.

⁸⁸ E. DESSY, « La directive sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs (AIFM) », *op. cit.*, p. 223 ; Voy. Section III, C. du présent chapitre pour plus de précisions.

⁸⁹ Dir. (CE) n° 61/2011 du Parlement européen et du Conseil du 8 juin 2011, relative aux gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs et modifiant les directives 2003/41/CE et 2009/65/CE ainsi que les règlements (CE) n° 1060/2009 et (UE) n° 1095/2010, art. 4, §1, (x), *op. cit.*

⁹⁰ E. DESSY, « La directive sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs (AIFM) », *op. cit.*, p. 224.

⁹¹ Dir. (CE) n° 61/2011 du Parlement européen et du Conseil du 8 juin 2011, relative aux gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs et modifiant les directives 2003/41/CE et 2009/65/CE ainsi que les règlements (CE) n° 1060/2009 et (UE) n° 1095/2010, art. 2, §1, *op. cit.* ; E. DESSY, « La directive sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs (AIFM) », *op. cit.*, p. 224.

⁹² Dir. (CE) n° 61/2011 du Parlement européen et du Conseil du 8 juin 2011, relative aux gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs et modifiant les directives 2003/41/CE et 2009/65/CE ainsi que les règlements (CE) n° 1060/2009 et (UE) n° 1095/2010, considérant (4), *op. cit.*

⁹³ Pour plus de détails, voy. Chapitre 2, Section I de la présente contribution.

Une fois agréés dans leur pays d'origine, les gestionnaires établis dans un pays de l'Union pourront gérer des FIA dans toute l'Union européenne de deux manières⁹⁴ : soit « *directement* »⁹⁵, c'est-à-dire en usant du droit de libre prestation de services⁹⁶, soit via une succursale, c'est-à-dire « *un lieu d'exploitation qui fait partie du gestionnaire, sans avoir de personnalité juridique, et qui fournit les services pour lesquels le gestionnaire a été agréé* »⁹⁷.

Quant aux gestionnaires établis dans un pays tiers, la Directive AIFM prévoit un système de passeport⁹⁸ qui leur permet de gérer des FIA établis dans l'Union⁹⁹. Conformément à l'article 67, §1 de la Directive AIFM, l'ESMA vient de rendre un avis à cet égard¹⁰⁰.

Sur base de cet aspect d'harmonisation du contrôle prudentiel, les gestionnaires pour lesquels la Directive AIFM est d'application se voient imposer entre autres des obligations strictes en matière de gouvernance interne, de rémunération, d'organisation, de conflits d'intérêts, d'évaluation des actifs des FIA ou encore de délégation de la gestion¹⁰¹.

Le pouvoir de contrôle prudentiel des gestionnaires de FIA est attribué aux autorités compétentes de l'Etat membre dudit gestionnaire, sans préjudice des dispositions de la Directive AIFM qui octroient cette responsabilité aux autorités compétentes de l'Etat membre d'accueil de ce gestionnaire¹⁰².

B. Assurer une meilleure transparence du marché des FIA

Pour assurer une meilleure transparence de ce marché, la Directive AIFM prévoit une série d'obligations à charge des gestionnaires quant à la mise à disposition d'informations aux investisseurs des FIA placés sous leur gestion mais également aux autorités de supervision compétentes. Cette communication d'information intervient aussi bien au moment de la commercialisation du FIA qu'en cours de vie¹⁰³.

⁹⁴ Dir. (CE) n° 61/2011 du Parlement européen et du Conseil du 8 juin 2011, relative aux gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs et modifiant les directives 2003/41/CE et 2009/65/CE ainsi que les règlements (CE) n° 1060/2009 et (UE) n° 1095/2010, art. 33, *op. cit.*

⁹⁵ *Ibid.*, art. 33, §1.

⁹⁶ E. DESSY, « La directive sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs (AIFM) », *op. cit.*, p. 224.

⁹⁷ Dir. (CE) n° 61/2011 du Parlement européen et du Conseil du 8 juin 2011, relative aux gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs et modifiant les directives 2003/41/CE et 2009/65/CE ainsi que les règlements (CE) n° 1060/2009 et (UE) n° 1095/2010, art. 4, §1, c), *op. cit.*

⁹⁸ Dir. (CE) n° 61/2011 du Parlement européen et du Conseil du 8 juin 2011, relative aux gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs et modifiant les directives 2003/41/CE et 2009/65/CE ainsi que les règlements (CE) n° 1060/2009 et (UE) n° 1095/2010, art. 37 et 41, *op. cit.*

⁹⁹ E. DESSY, « La directive sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs (AIFM) », *op. cit.*, p. 225.

¹⁰⁰ Pour plus d'informations à cet égard, voy. ESMA, « ESMA's opinion and advice to the European Parliament, the Council and the Commission on the AIFMD passport », <http://www.esma.europa.eu/system/files/esma-2015-1233.pdf>, (consulté le 9 août 2015).

¹⁰¹ E. DESSY, « La directive sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs (AIFM) », *op. cit.*, p. 224.

¹⁰² Dir. (CE) n° 61/2011 du Parlement européen et du Conseil du 8 juin 2011, relative aux gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs et modifiant les directives 2003/41/CE et 2009/65/CE ainsi que les règlements (CE) n° 1060/2009 et (UE) n° 1095/2010, art. 45, §1, *op. cit.*

¹⁰³ *Ibid.*, art. 23 ; E. DESSY, « La directive sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs (AIFM) », *op. cit.*, p. 225 ; P. BEISSEL, « La Directive AIFM : un changement de paradigme dans le monde des fonds alternatifs européens », *op. cit.*, p. 30.

Pour plus d'information à cet égard, nous vous renvoyons au Chapitre 2, Section III de la présente étude.

C. Harmoniser les règles de commercialisation des FIA

Un gestionnaire peut commercialiser dans son Etat membre d'origine (c'est-à-dire l'Etat membre dans lequel il a son siège statutaire¹⁰⁴) les parts ou actions des FIA placés sous sa gestion après notification à l'autorité compétente de cet Etat membre d'origine. Cette notification devra respecter les conditions établies par l'Annexe III de la Directive AIFM¹⁰⁵.

S'il souhaite commercialiser ses produits dans un autre Etat membre que son Etat membre d'origine, le gestionnaire devra transmettre à son Etat membre d'origine une notification qui respectera les prescriptions de l'Annexe IV de la Directive. Le gestionnaire pourra commercialiser ses produits dans l'Etat membre d'accueil¹⁰⁶ dès que l'Etat membre d'origine l'aura transmis aux autorités de l'Etat de commercialisation¹⁰⁷.

Toutefois, cette harmonisation permet aux gestionnaires de FIA européens de commercialiser les parts ou actions de ces derniers partout en Europe uniquement auprès d'investisseurs professionnels¹⁰⁸, c'est-à-dire toute personne « *qui possède l'expérience, les connaissances et la compétence nécessaires pour prendre ses propres décisions d'investissement et évaluer correctement les risques encourus* »¹⁰⁹ et qui respecte les conditions fixées à l'Annexe II de la Directive 2004/39/CE¹¹⁰. Notons tout de même à cet égard que la Directive AIFM laisse la possibilité aux Etats membres d'autoriser sur leur territoire la commercialisation par les gestionnaires de parts ou d'actions de FIA qu'ils

¹⁰⁴ Dir. (CE) n° 61/2011 du Parlement européen et du Conseil du 8 juin 2011, relative aux gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs et modifiant les directives 2003/41/CE et 2009/65/CE ainsi que les règlements (CE) n° 1060/2009 et (UE) n° 1095/2010, art. 4, §1, q), *op. cit.*

¹⁰⁵ Dir. (CE) n° 61/2011 du Parlement européen et du Conseil du 8 juin 2011, relative aux gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs et modifiant les directives 2003/41/CE et 2009/65/CE ainsi que les règlements (CE) n° 1060/2009 et (UE) n° 1095/2010, art. 31, §2, *op. cit.* ; P. BEISSEL, « La Directive AIFM : un changement de paradigme dans le monde des fonds alternatifs européens », *op. cit.*, p. 33.

¹⁰⁶ Pour définition, voy. Dir. (CE) n° 61/2011 du Parlement européen et du Conseil du 8 juin 2011, relative aux gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs et modifiant les directives 2003/41/CE et 2009/65/CE ainsi que les règlements (CE) n° 1060/2009 et (UE) n° 1095/2010, art. 4, §1, r), *op. cit.*

¹⁰⁷ Dir. (CE) n° 61/2011 du Parlement européen et du Conseil du 8 juin 2011, relative aux gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs et modifiant les directives 2003/41/CE et 2009/65/CE ainsi que les règlements (CE) n° 1060/2009 et (UE) n° 1095/2010, art. 32, *op. cit.* ; P. BEISSEL, « La Directive AIFM : un changement de paradigme dans le monde des fonds alternatifs européens », *op. cit.*, p. 33.

¹⁰⁸ Dir. (CE) n° 61/2011 du Parlement européen et du Conseil du 8 juin 2011, relative aux gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs et modifiant les directives 2003/41/CE et 2009/65/CE ainsi que les règlements (CE) n° 1060/2009 et (UE) n° 1095/2010, art. 32, *op. cit.* ; E. DESSY, « La directive sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs (AIFM) », *op. cit.*, p. 225 ; G. ELIET, « Dans la compétition mondiale, la directive AIFM doit être regardée comme un atout », *op. cit.*, p. 30.

¹⁰⁹ Dir. (CE) n° 39/2004 du Parlement européen et du Conseil du 21 avril 2004 concernant les marchés d'instruments financiers, modifiant les directives 85/611/CEE et 93/6/CEE du Conseil et la directive 2000/12/CE du Parlement européen et du Conseil et abrogeant la directive 93/22/CEE du Conseil, Annexe II, *J.O.U.E.*, L 145, du 30 avril 2004, p. 1.

¹¹⁰ *Ibid.*

gèrent conformément aux prescrits de ladite directive auprès d'investisseurs de détail¹¹¹, c'est-à-dire auprès de tout investisseur qui n'est pas un investisseur professionnel¹¹². A cet égard, ils sont autorisés à appliquer des règles plus strictes que celles applicables pour la commercialisation de ces parts auprès d'investisseurs professionnels¹¹³.

Malgré ses nombreuses contraintes, la Directive AIFM offre un avantage indéniable : le double passeport européen. En effet, elle permet aux AIFM établis dans un Etat membre de l'Union d'obtenir non seulement un passeport de gestion qui leur offre la possibilité de gérer et même de créer des FIA dans d'autres Etats membres, mais aussi un passeport de commercialisation qui permet aux gestionnaires de FIA soumis à la Directive AIFM de commercialiser les parts de FIA auprès d'investisseurs professionnels établis dans toute l'Union européenne¹¹⁴.

Le fait de réglementer les FIA au niveau européen permet, selon G. ELIET¹¹⁵, de créer « *une forme de label qui sera un gage de qualité pour tous les investisseurs mondiaux* »¹¹⁶.

P. BEISSEL avance toutefois que « *les avantages directs créés par la Directive, à savoir essentiellement la protection accrue des investisseurs et le passeport européen, risquent d'être neutralisés par une augmentation substantielle des coûts et contraintes lors de la constitution, du fonctionnement et de la gestion des FIA et de leurs Gestionnaires* »¹¹⁷.

Chapitre 2 : La transposition de la Directive AIFM en droit anglais, belge et luxembourgeois

L'analyse de l'ensemble des dispositions de transposition de la Directive AIFM dans ces trois pays nécessiterait un travail de très grande envergure. C'est pourquoi, afin de respecter les limites de notre contribution, nous restreindrons notre étude à l'examen de certains aspects essentiels de la Directive et de sa transposition, à savoir les règles concernant l'agrément d'un gestionnaire, le dépositaire d'un FIA et les exigences de transparence.

¹¹¹ Dir. (CE) n° 61/2011 du Parlement européen et du Conseil du 8 juin 2011, relative aux gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs et modifiant les directives 2003/41/CE et 2009/65/CE ainsi que les règlements (CE) n° 1060/2009 et (UE) n° 1095/2010, art. 43, §1, al. 1, *op. cit.*

¹¹² *Ibid.*

¹¹³ *Ibid.*, art. 4, §1, aj).

¹¹⁴ *Ibid.*, art. 35 et 36 ; G. ELIET, « Dans la compétition mondiale, la directive AIFM doit être regardée comme un atout », *op. cit.*, p. 32. Pour plus d'informations, voy. P. PAILLER, « Passeport et commercialisation des fonds », *Rev. Trim. Dr. Fin.*, 2013, n° spécial, pp. 48-51.

¹¹⁵ G. ELIET, « Dans la compétition mondiale, la directive AIFM doit être regardée comme un atout », *op. cit.*, p. 32.

¹¹⁶ *Ibid.*

¹¹⁷ P. BEISSEL, « La Directive AIFM : un changement de paradigme dans le monde des fonds alternatifs européens », *op. cit.*, p. 36.

Contextualisation : Présentation des lois anglaise, belge et luxembourgeoise de transposition de la Directive AIFM

A. La transposition en droit anglais

Le régime légal anglais qui précédait la Directive AIFM régulaient déjà beaucoup d'acteurs de ce secteur, tels que les dépositaires ou encore les gestionnaires. Ainsi, en transposant cette directive, le législateur anglais n'a modifié le paysage légal préexistant à leur égard que de façon marginale¹¹⁸. Le gouvernement britannique a transposé la Directive AIFM dont les règles s'appliquent en parallèle aux règles préexistantes, la principale étant le *Financial Services and Markets Act*¹¹⁹ (ci-après la « **Loi FSMA** »).

Le législateur anglais a transposé la Directive AIFM par « *The Alternative Investment Fund Managers Regulation 2013* »¹²⁰ (ci-après la « **Loi Britannique AIFM** »), « *The Alternative Investment Fund Managers (Amendment) Regulation 2013* »¹²¹ et le « *Financial Conduct Authority's Handbook of Rules and Guidance* »¹²² (ci-après le « **FCA's Handbook** »), plus particulièrement le livre connu sous le nom de « *Investment Funds Sourcebook* »¹²³ (ci-après le « **FUND** »). La Loi Britannique AIFM a également modifié certaines dispositions de la Loi FSMA¹²⁴. Le système de transposition adopté par le gouvernement britannique a abouti au fait que bien que la majorité des règles de transposition de la Directive AIFM se retrouve dans la Loi Britannique AIFM et dans le FUND, ces dispositions ne se retrouvent pas dans un seul chapitre y-dédié mais sont intégrées dans les règles préexistantes visées par la Directive AIFM¹²⁵.

Le gouvernement britannique a transposé la Directive AIFM dont les règles s'appliquent en parallèle aux règles préexistantes (la principale étant le *Financial Services and Markets Act*¹²⁶, ci-après la « **Loi FSMA** »).

Pour transposer la Directive AIFM, le législateur a principalement opté pour une technique de « copié-collé »¹²⁷, ce pourquoi le champ d'application et les exceptions sont

¹¹⁸ D. ROUCH, « United Kingdom », in *Alternative Investment Funds in Europe. Law and Practice*, Oxford, Oxford University Press, 2014, p. 124.

¹¹⁹ *Ibid.*

¹²⁰ The Alternative Investment Fund Managers Regulations 2013, http://www.legislation.gov.uk/ukxi/2013/1773/pdfs/ukxi_20131773_en.pdf, (consulté le 13 septembre 2014).

¹²¹ The Alternative Investment Fund Managers (Amendment) Regulations 2013, http://www.legislation.gov.uk/ukxi/2013/1797/pdfs/ukxi_20131797_en.pdf, (consulté le 13 septembre 2014).

¹²² Financial Conduct Authority Handbook, <http://www.fshandbook.info/FS/html/FCA/>, (consulté le 2 mars 2015).

¹²³ Investment Funds Sourcebook (FUND), <http://www.fshandbook.info/FS/html/FCA/FUND/>, (consulté le 2 mars 2015).

¹²⁴ D. ROUCH, « United Kingdom », in *Alternative Investment Funds in Europe. Law and Practice*, op. cit., p. 128.

¹²⁵ *Ibid.*

¹²⁶ *Ibid.*, p. 124.

¹²⁷ *Ibid.*, p. 128.

très largement les mêmes¹²⁸. Cette méthode se traduit également dans le choix du législateur britannique d'accorder à tous les termes employés dans la Loi Britannique AIFM le même sens que celui attribué par la Directive AIFM, sauf si ces termes sont expressément définis par ladite loi¹²⁹.

B. La transposition en droit belge

1. Loi du 19 avril 2014 relative aux organismes de placement collectif alternatifs et à leurs gestionnaires

Les fonds de *private equity* constituent en Belgique un ensemble « *compact mais important* »¹³⁰ dont la majorité ne fait pas l'objet d'une quelconque supervision. De plus, ce secteur était très peu réglementé, ce pourquoi la Directive AIFM devrait avoir une influence importante sur le marché belge¹³¹.

La Belgique est l'un des derniers pays à avoir transposé cette directive. La loi du 19 avril 2014 relative aux organismes de placement collectif alternatifs et à leurs gestionnaires¹³² (ci-après « **Loi OPCA** ») transpose la Directive AIFM et intègre les dispositions de la loi du 3 août 2012¹³³ qui sont applicables aux organismes de placement collectif alternatifs (ci-après « **OPCA** ») dont les parts sont offertes au public et à leurs sociétés de gestion qui non réglées par les dispositions européennes en la matière¹³⁴.

Il est important de souligner qu'à la différence du législateur européen qui emploie la notion de « fonds d'investissement alternatif », le législateur belge a opté pour la notion d'« organisme de placement collectif alternatif ». Comme expliqué dans l'exposé des motifs de la loi belge du 19 avril 2014¹³⁵, le terme « fonds » désigne en droit belge les OPC qui ne possèdent pas de personnalité juridique. C'est donc pour éviter tout risque de confusion avec la notion de « fonds d'investissement alternatif » employée par la Directive AIFM que le législateur a employé la notion d'OPCA.

Cette loi peut être divisée en trois parties : la partie II de la loi qui transpose les dispositions de la Directive AIFM applicables aux gestionnaires d'OPCA et à l'agrément/l'enregistrement et le passeport ; les parties III et IV qui contiennent des dispositions

¹²⁸ *Ibid.*, p. 129.

¹²⁹ The Alternative Investment Fund Managers Regulations 2013, art. 2, (2), (a), *op. cit.*

¹³⁰ T. VAN DYCK, G. SCHAEKEN WILLEMAERS, « Impact en Belgique des nouvelles règles européennes en private equity », *Décideurs : Stratégie Finance Droit*, septembre 2011, p. 70.

¹³¹ *Ibid.*, pp. 70-71.

¹³² Loi du 19 avril 2014 relative aux organismes de placement collectif alternatifs et à leurs gestionnaires, *M.B.*, 17 juin 2014, p. 45353.

¹³³ 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, *M.B.*, 19 octobre 2012, p. 63652.

¹³⁴ Communication FSMA_2014_03, « Entrée en vigueur de la loi du 19 avril 2014 relative aux organismes de placement collectifs alternatifs et à leurs gestionnaires », *op. cit.*, p. 2.

¹³⁵ Exposé des motifs, *Doc.parl.*, Chambre, Doc. 53-3432/001, p. 16.

non-harmonisées qui proviennent de la loi du 3 août 2012¹³⁶ et qui sont applicables respectivement aux OPCA et aux sociétés de gestion d'OPCA¹³⁷.

Cette loi regroupe les nouvelles dispositions relatives aux gestionnaires et celles relatives aux OPCA qui existaient au préalable¹³⁸.

Notons que d'autres dispositions légales et réglementaires belges restent applicables si elles n'entrent pas en contradiction avec le régime de la loi de transposition de la Directive AIFM (comme par exemple les dispositions de l'arrêté royal du 12 novembre 2012 relatif à certains organismes de placement collectif publics¹³⁹ qui concernent le règlement de gestion ou les statuts).

La Loi OPCA contient deux parties « non-harmonisées » qui reprennent la législation préexistante applicable aux OPCA publics et à certains OPCA non-publics. Ces règles s'appliquent aux OPCA et à leurs gestionnaires. Ainsi, les gestionnaires de ces véhicules peuvent se retrouver sous le champ d'application des parties harmonisées et non-harmonisées de la Loi OPCA.

Les gestionnaires créés avant l'entrée en vigueur de la loi susmentionnée sont tenus d'apporter toutes les modifications indispensables au respect de ladite loi. La date butoir pour effectuer une demande d'agrément ou d'enregistrement est fixée au 22 juillet 2014 au plus tard¹⁴⁰.

Quant aux gestionnaires créés après l'entrée en vigueur de la Loi OPCA, ils sont tenus de se soumettre dès leur création au nouveau régime prévu par la Loi OPCA et doivent ainsi obtenir leur enregistrement ou leur agrément auprès de l'autorité de contrôle belge dénommée *Financial Services Markets Authority* (ci-après « **FSMA** ») avant le lancement de leurs activités¹⁴¹.

Notons que conformément à l'article 515 de la Loi OPCA, les arrêtés et règlements existants restent d'application pour autant qu'ils ne soient pas en contradiction avec les nouvelles dispositions légales.

¹³⁶ 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, *op. cit.*

¹³⁷ Communication FSMA_2014_03, « Entrée en vigueur de la loi du 19 avril 2014 relative aux organismes de placement collectifs alternatifs et à leurs gestionnaires », *op. cit.*, pp. 2-3.

¹³⁸ E. DESSY, « La commercialisation d'organismes de placement collectif alternatifs en Belgique », *D.B.F.*, 2014, IV, p. 221.

¹³⁹ A.R. du 12 novembre 2012 relatif à certains organismes de placement collectif publics, *M.B.*, 30 novembre 2012, p. 76604.

¹⁴⁰ Communication FSMA_2014_03, « Entrée en vigueur de la loi du 19 avril 2014 relative aux organismes de placement collectifs alternatifs et à leurs gestionnaires », *op. cit.*, p. 5.

¹⁴¹ *Ibid.*

2. Loi du 12 mai 2014 relative aux sociétés immobilières réglementées

Il nous paraît important d'introduire le régime de cette loi car celle-ci est directement liée à la transposition de la Directive AIFM.

Avant la loi du 12 mai 2014¹⁴², l'investissement dans l'immobilier était régi par la législation relative aux OPC, plus particulièrement le régime des SICAFI immobilières, ce pourquoi ces dernières étaient soumises au même statut fiscal que les OPC. Cependant, avec la transposition de la Directive AIFM et en raison de leur statut actuel d'OPC, ces sociétés seraient nécessairement considérées comme des OPCA et devraient se plier au cadre juridique supplémentaire de ces institutions. Le législateur belge a toutefois considéré que « *cet encadrement supplémentaire [n']apporte [pas] vraiment quelque chose d'intéressant pour ce qui concerne spécifiquement les sicafi immobilières* »¹⁴³ et souligne que dans les pays voisins (la France avec la Société d'Investissement Immobilier Cotée ou encore les Pays-Bas avec les « *Fiscale Beleggingsinstellingen* »), ce type de société n'est pas forcément constitué sous la forme d'un fonds commun de placement et donc ne seront pas soumises au régime de la Directive AIFM¹⁴⁴. Le législateur belge a ainsi considéré qu'étant donné que « *la compétitivité des sicafis de droit belge avec les REITs (Real Estate Investment Trusts) des pays voisins est devenue depuis une dizaine d'années une question fondamentale* »¹⁴⁵, il fallait « *dans un souci de maintien de la position concurrentielle des sociétés immobilières cotées, compte tenu de leur importance pour l'économie réelle et pour l'épargne publique* »¹⁴⁶, créer un nouvel outil sociétal¹⁴⁷. C'est ainsi que par la loi du 12 mai 2014, le législateur belge a décidé de mettre en place un nouveau type de société appelé « société immobilière réglementée ». Ce nouvel outil sociétal est défini comme étant une société constituée pour une durée indéterminée, dont l'activité consiste exclusivement à mettre, directement ou par le biais d'une société dans laquelle elle détient une participation conformément à la présente loi, des immeubles à la disposition d'utilisateurs et, le cas échéant et sous certaines conditions, détenir certains biens immobiliers mentionnés par la loi¹⁴⁸. Ce nouveau statut SIR connaît un franc succès puisque toutes les SICAFI belges ont décidé de se soumettre au régime des SIR¹⁴⁹.

¹⁴² Loi du 12 mai 2014 relative aux sociétés immobilières réglementées, *M.B.*, 30 juin 2014, p. 48469.

¹⁴³ Exposé des motifs, *Doc. Parl.*, Ch. repr., sess. ord. 2013-2014, n° 53-3497/001, p. 3.

¹⁴⁴ *Ibid.*, pp. 5-8.

¹⁴⁵ *Ibid.*, p. 5.

¹⁴⁶ *Ibid.*, p. 11.

¹⁴⁷ *Ibid.*

¹⁴⁸ Loi du 12 mai 2014 relative aux sociétés immobilières réglementées, art. 2, 1°, *M.B.*, 30 juin 2014, p. 48469.

¹⁴⁹ L. DEKLERCK, P.-O. VAN CAUBERGH, « La société immobilière réglementée », *R.G.F.*, 2015, n° 3, p. 15.

C. Loi luxembourgeoise du 12 juillet 2013 relative aux gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs

Avant la transposition de la Directive AIFM, les FIA étaient soit constitués sous une forme non-réglée conformément à la loi de 1915 sur les sociétés commerciales¹⁵⁰, soit sous une forme réglée conformément soit à la Loi SICAR¹⁵¹, la Loi FIS¹⁵² ou la Loi UCI¹⁵³. Les entités constituées sous une forme réglée étaient soumises à un agrément préalable de la Commission de Surveillance du Secteur Financier (ci-après « **CSSF** ») ainsi qu'à un contrôle prudentiel de cette dernière¹⁵⁴. En ce qui concerne la commercialisation des parts ou action des FIA, le Luxembourg avait adopté une position libérale en régulant simplement les offres publiques et la distribution de ces parts ou actions : ainsi, tout ce qui ne consistait pas en de telles opérations n'était pas soumis à la réglementation de la CSSF¹⁵⁵.

P. BEISSEL avançait qu'une transposition « *intelligente* »¹⁵⁶ de la Directive AIFM pourrait permettre au Luxembourg de devenir « *un centre d'excellence pour tous types de fonds alternatifs à vocation internationale* »¹⁵⁷. Cette transposition « *concerne un secteur riche de promesses pour la place financière luxembourgeoise* »¹⁵⁸.

Le législateur a transposé la Directive AIFM par une loi du 12 juillet 2013¹⁵⁹ (ci-après « **Loi Luxembourgeoise AIFM** »). Cette dernière traduit la volonté du législateur du Grand-duché d'accroître la compétitivité financière du pays¹⁶⁰.

¹⁵⁰ Loi du 10 août 1915 concernant les sociétés commerciales, *Mémorial A*, 30 octobre 1915, n° 90, p. 925.

¹⁵¹ Loi du 15 juin 2004 relative à la Société d'investissement en capital à risque (SICAR) et portant modification de - la loi modifiée du 4 décembre 1967 relative à l'impôt sur le revenu - la loi modifiée du 16 octobre 1934 concernant l'impôt sur la fortune - la loi modifiée du 1er décembre 1936 concernant l'impôt commercial communal - la loi modifiée du 12 février 1979 concernant la taxe sur la valeur ajoutée - la loi modifiée du 20 décembre 2002 concernant les organismes de placement collectif, *Mémorial A*, 22 juin 2004, n° 95, p. 1568.

¹⁵² Loi du 13 février 2007 relative aux fonds d'investissement spécialisés et portant - modification de la loi modifiée du 20 décembre 2002 relative aux organismes de placement collectif, - modification de la loi modifiée du 12 février 1979 concernant la taxe sur la valeur ajoutée, *Mémorial A*, 13 février 2007, n° 13, p. 368.

¹⁵³ Loi du 17 décembre 2010 concernant les organismes de placement collectif et - portant transposition de la directive 2009/65/CE du Parlement européen et du Conseil du 13 juillet 2009 portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM) (refonte); - portant modification: - de la loi modifiée du 20 décembre 2002 concernant les organismes de placement collectif; - de la loi modifiée du 13 février 2007 relative aux fonds d'investissement spécialisés; - de l'article 156 de la loi modifiée du 4 décembre 1967 concernant l'impôt sur le revenu, *Mémorial A*, 24 décembre 2010, n° 239, p. 3928.

¹⁵⁴ G. DUSEMON, V. HÉMERY, M. MOULLA, « Luxembourg », in *Alternative Investment Funds in Europe. Law and Practice*, Oxford, Oxford University Press, 2014, p. 326.

¹⁵⁵ *Ibid.*, p. 327.

¹⁵⁶ P. BEISSEL, « La Directive AIFM : un changement de paradigme dans le monde des fonds alternatifs européens », *op. cit.*, p. 37.

¹⁵⁷ *Ibid.*

¹⁵⁸ I. CORBISIER, « La société en commandite spéciale : finalités et caractéristiques », *J.T.L.*, 5 octobre 2013, n° 29, p. 118.

¹⁵⁹ Loi du 12 juillet 2013 relative aux gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs et - portant transposition de la directive 2011/61/UE du Parlement européen et du Conseil du 8 juin 2011 sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs et modifiant les directives 2003/41/CE et 2009/65/CE ainsi que les règlements (CE) n° 1060/2009 et (UE) n° 1095/2010; - portant modification: - de la loi modifiée du 17 décembre 2010 concernant les organismes de placement collectif; - de la loi modifiée du 13 février 2007 relative aux fonds d'investissement spécialisés; - de la loi modifiée du 15 juin 2004 relative à la société d'investissement en capital à risque (SICAR); - de la loi modifiée du 13 juillet 2005 relative aux institutions de

Cette loi comporte un volet « droit des sociétés » conséquent (qui concerne principalement le régime des sociétés en commandite simple et spéciale ; cf chapitre 3, section 2).

Section I : Les règles concernant l'agrément des gestionnaires

A. Le régime prévu par la Directive AIFM

Tout gestionnaire qui tombe dans le champ d'application de la Directive AIFM doit obtenir l'autorisation d'agir en qualité de gestionnaire de FIA par son Etat membre d'origine ou par son Etat membre de référence pour les gestionnaires extracommunautaires¹⁶¹.

La demande d'autorisation peut être effectuée par le gestionnaire externe ou, lorsque lorsqu'il s'agit d'un fonds autogéré, par le fonds lui-même¹⁶².

Rappelons que cette autorisation permettra au gestionnaire d'exercer au minimum des fonctions de gestionnaire de portefeuille et de gestion des risques. Aussi, cette autorisation délivrée par un Etat membre sera valide dans tous les autres Etats membres si les conditions de la Directive AIFM sont respectées de manière continue¹⁶³.

Il convient d'observer qu'un gestionnaire qui a obtenu un agrément sous la législation AIFM peut être autorisé à gérer des OPCVM¹⁶⁴. Ainsi, lorsqu'un gestionnaire est agréé au titre des directives AIFM et OPCVM, il devra respecter cumulativement les prescrits de ces deux directives sauf disposition contraire. En effet, si un gestionnaire cumule ces deux agréments, alors il sera autorisé à utiliser les deux passeports européens de gestion dans le respect des règles imposées par chacune des directives en la matière¹⁶⁵.

retraite professionnelle sous forme de société d'épargne-pension à capital variable (sepcav) et d'association d'épargne pension (assep); – de la loi du 13 juillet 2005 concernant les activités et la surveillance des institutions de retraite professionnelle; – de la loi modifiée du 5 avril 1993 relative au secteur financier; – de la loi modifiée du 12 novembre 2004 relative à la lutte contre le blanchiment et contre le financement du terrorisme; – de la loi modifiée du 23 décembre 1998 portant création d'une commission de surveillance du secteur financier; – de la loi modifiée du 10 août 1915 concernant les sociétés commerciales; – de la loi modifiée du 19 décembre 2002 concernant le registre de commerce et des sociétés ainsi que la comptabilité et les comptes annuels des entreprises; – du Code de commerce; – de la loi modifiée du 4 décembre 1967 concernant l'impôt sur le revenu; – de la loi modifiée du 1er décembre 1936 concernant l'impôt commercial; – de la loi modifiée d'adaptation fiscale du 16 octobre 1934; – de la loi modifiée du 16 octobre 1934 sur l'évaluation des biens et valeurs; – de la loi modifiée du 12 février 1979 concernant la taxe sur la valeur ajoutée, *op. cit.*

¹⁶⁰ F. BERNARD, « La société en commandite spéciale ou l'avenir de l'industrie des fonds alternatifs au Luxembourg », *op. cit.*, p. 184.

¹⁶¹ C. MARTOUGIN, « The Alternative Investment Fund Managers Directive (AIFMD) », *op. cit.*, p. 352.

¹⁶² *Ibid.*

¹⁶³ *Ibid.*

¹⁶⁴ Dir. (CE) n° 61/2011 du Parlement européen et du Conseil du 8 juin 2011, relative aux gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs et modifiant les directives 2003/41/CE et 2009/65/CE ainsi que les règlements (CE) n° 1060/2009 et (UE) n° 1095/2010, art. 6, §2, *op. cit.* ; I. RIASSETTO, N. DUGUAY, « AIFM, OPCVM, MIF : quel paramètre d'activités pour l'agrément des sociétés de gestion de portefeuille ? », *Bulletin Joly Bourse*, 2014, n° 1, p. 50.

¹⁶⁵ I. RIASSETTO, N. DUGUAY, « AIFM, OPCVM, MIF : quel paramètre d'activités pour l'agrément des sociétés de gestion de portefeuille ? », *op. cit.*, p. 50.

B. De la transposition de ce régime en droit anglais, belge et luxembourgeois

1. Les fonctions visées par l'agrément

L'article 6, paragraphe 2 de la Directive AIFM limite les fonctions d'un gestionnaire externe aux activités qui sont énumérées à l'Annexe I de ladite directive et aux activités de gestion d'OPCVM soumises à un agrément tel que régi par la Directive OPCVM, le cœur des fonctions visées dans cette annexe étant les services de gestion de portefeuille et de gestion des risques.

Cependant, le paragraphe 4 dudit article prévoit la possibilité pour les Etats membres de déroger au paragraphe 2 susmentionné en élargissant le champ des fonctions d'un gestionnaire externe¹⁶⁶. Ainsi, le Royaume-Uni¹⁶⁷, la Belgique¹⁶⁸ et le Luxembourg¹⁶⁹ ont exercé leur droit de dérogation en permettant aux gestionnaires de FIA d'effectuer en plus des activités énumérées à l'Annexe I de la Directive AIFM des fonctions de gestion de portefeuille, de conseil en investissement, de garde et administration pour des parts ou actions d'OPC, et de réception et transmission d'ordres portant sur des instruments financiers.

2. De la notification des changements intervenus suite à l'agrément du gestionnaire de FIA et du retrait de l'agrément

En ce qui concerne le changement de la portée de l'agrément, les gestionnaires de FIA (tout comme toute autre entité régulée) soumis au droit anglais ont l'obligation, conformément au Principe 11 du FCA Principles of Business¹⁷⁰, de divulguer à la *Financial*

¹⁶⁶ Dir. (CE) n° 61/2011 du Parlement européen et du Conseil du 8 juin 2011, relative aux gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs et modifiant les directives 2003/41/CE et 2009/65/CE ainsi que les règlements (CE) n° 1060/2009 et (UE) n° 1095/2010, art. 6, §§ 2 et 4, *op. cit.*

¹⁶⁷ Investment Funds Sourcebook (FUND), 1.4.3R, *op. cit.* ; D. ROUCH, « United Kingdom », *op. cit.*, p. 135.

¹⁶⁸ Loi du 19 avril 2014 relative aux organismes de placement collectif alternatifs et à leurs gestionnaires, art. 11, §2, al. 3, *op. cit.*

¹⁶⁹ Loi du 12 juillet 2013 relative aux gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs et – portant transposition de la directive 2011/61/UE du Parlement européen et du Conseil du 8 juin 2011 sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs et modifiant les directives 2003/41/CE et 2009/65/CE ainsi que les règlements (CE) n° 1060/2009 et (UE) n° 1095/2010; – portant modification: – de la loi modifiée du 17 décembre 2010 concernant les organismes de placement collectif; – de la loi modifiée du 13 février 2007 relative aux fonds d'investissement spécialisés; – de la loi modifiée du 15 juin 2004 relative à la société d'investissement en capital à risque (SICAR); – de la loi modifiée du 13 juillet 2005 relative aux institutions de retraite professionnelle sous forme de société d'épargne-pension à capital variable (sepcav) et d'association d'épargne pension (assep); – de la loi du 13 juillet 2005 concernant les activités et la surveillance des institutions de retraite professionnelle; – de la loi modifiée du 5 avril 1993 relative au secteur financier; – de la loi modifiée du 12 novembre 2004 relative à la lutte contre le blanchiment et contre le financement du terrorisme; – de la loi modifiée du 23 décembre 1998 portant création d'une commission de surveillance du secteur financier; – de la loi modifiée du 10 août 1915 concernant les sociétés commerciales; – de la loi modifiée du 19 décembre 2002 concernant le registre de commerce et des sociétés ainsi que la comptabilité et les comptes annuels des entreprises; – du Code de commerce; – de la loi modifiée du 4 décembre 1967 concernant l'impôt sur le revenu; – de la loi modifiée du 1er décembre 1936 concernant l'impôt commercial; – de la loi modifiée d'adaptation fiscale du 16 octobre 1934; – de la loi modifiée du 16 octobre 1934 sur l'évaluation des biens et valeurs; – de la loi modifiée du 12 février 1979 concernant la taxe sur la valeur ajoutée, art. 5, §4, *op. cit.* ; G. DUSEMON, V. HEMERY, M. MOULLA, « Luxembourg », *op. cit.*, p. 337.

¹⁷⁰ Principles of Business (PRIN), Principe 11, <https://fshandbook.info/FS/html/FCA/PRIN/2/1>, (consulté le 3 mars 2015) : « A firm must deal with its regulators in an open and cooperative way, and must disclose to

Conduct Authority (ci-après « **FCA** ») toute information que cette dernière s'attendrait raisonnablement à recevoir. Aussi, il convient de noter que le gouvernement britannique a choisi d'imposer des obligations de divulgation supplémentaires à celles requises par la Directive AIFM. En effet, là où ladite directive requiert que tout gestionnaire de FIA doit notifier à l'autorité compétente « *tout changement substantiel des conditions de l'agrément initial* », ¹⁷¹ la FCA s'est chargé de donner des indications quant aux changements qui auraient un tel effet, comme par exemple lorsqu'un nouveau dépositaire est nommé pour un FIA géré par un gestionnaire ou lorsque ce dernier est nommé pour gérer un autre FIA ¹⁷².

La Belgique s'est simplement conformée aux exigences de la Directive AIFM en imposant de notifier à la FSMA « *tout changement significatif des conditions de l'agrément initial* » ¹⁷³.

Quant au législateur luxembourgeois, il se contente, comme le fait la Directive AIFM, d'imposer une notification à la CSSF en cas de « *changement substantiel* » ¹⁷⁴, notamment quant aux informations visées à l'article 6 de la Loi Luxembourgeoise AIFM qui sont fournies dans le cadre de la demande d'agrément sans donner plus de précisions ¹⁷⁵.

Concernant le retrait de l'agrément, en plus des cas de retrait d'agrément énumérés par l'article 11 de la Directive AIFM, le législateur anglais a décidé de faire usage de la possibilité que le législateur européen ¹⁷⁶ a laissé aux Etats membres de rendre un agrément caduc lorsqu'un gestionnaire n'a pas exercé ses activités de gestion

the appropriate regulator appropriately anything relating to the firm of which that regulator would reasonably expect notice ».

¹⁷¹ Dir. (CE) n° 61/2011 du Parlement européen et du Conseil du 8 juin 2011, relative aux gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs et modifiant les directives 2003/41/CE et 2009/65/CE ainsi que les règlements (CE) n° 1060/2009 et (UE) n° 1095/2010, art. 10, §1, *op. cit.*

¹⁷² D. ROUCH, « United Kingdom », *op. cit.*, p. 137.

¹⁷³ Loi du 19 avril 2014 relative aux organismes de placement collectif alternatifs et à leurs gestionnaires, art. 18, §1, *op. cit.*

¹⁷⁴ Loi du 12 juillet 2013 relative aux gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs et – portant transposition de la directive 2011/61/UE du Parlement européen et du Conseil du 8 juin 2011 sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs et modifiant les directives 2003/41/CE et 2009/65/CE ainsi que les règlements (CE) n° 1060/2009 et (UE) n° 1095/2010; – portant modification: – de la loi modifiée du 17 décembre 2010 concernant les organismes de placement collectif; – de la loi modifiée du 13 février 2007 relative aux fonds d'investissement spécialisés; – de la loi modifiée du 15 juin 2004 relative à la société d'investissement en capital à risque (SICAR); – de la loi modifiée du 13 juillet 2005 relative aux institutions de retraite professionnelle sous forme de société d'épargne-pension à capital variable (sepcav) et d'association d'épargne pension (assep); – de la loi du 13 juillet 2005 concernant les activités et la surveillance des institutions de retraite professionnelle; – de la loi modifiée du 5 avril 1993 relative au secteur financier; – de la loi modifiée du 12 novembre 2004 relative à la lutte contre le blanchiment et contre le financement du terrorisme; – de la loi modifiée du 23 décembre 1998 portant création d'une commission de surveillance du secteur financier; – de la loi modifiée du 10 août 1915 concernant les sociétés commerciales; – de la loi modifiée du 19 décembre 2002 concernant le registre de commerce et des sociétés ainsi que la comptabilité et les comptes annuels des entreprises; – du Code de commerce; – de la loi modifiée du 4 décembre 1967 concernant l'impôt sur le revenu; – de la loi modifiée du 1er décembre 1936 concernant l'impôt commercial; – de la loi modifiée d'adaptation fiscale du 16 octobre 1934; – de la loi modifiée du 16 octobre 1934 sur l'évaluation des biens et valeurs; – de la loi modifiée du 12 février 1979 concernant la taxe sur la valeur ajoutée, art. 9, §1, *op. cit.*

¹⁷⁵ *Ibid.*

¹⁷⁶ Dir. (CE) n° 61/2011 du Parlement européen et du Conseil du 8 juin 2011, relative aux gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs et modifiant les directives 2003/41/CE et 2009/65/CE ainsi que les règlements (CE) n° 1060/2009 et (UE) n° 1095/2010, art. 11, a) *in fine*, *op. cit.*

conformément à la réglementation FIA pendant une période d'au moins 12 mois¹⁷⁷. La Belgique et le Luxembourg n'ont pas fait usage de cette possibilité.

C. De l'impact des différences dans la transposition des normes

Le texte de loi européen en la matière ne laisse pas place à la créativité. Les Etats membres n'ont eu que très peu de possibilités de se différencier de leurs voisins. Et quand l'opportunité s'est présentée, la Belgique, le Luxembourg et le Royaume-Uni ont tous fait usage de leur droit de dérogation, hormis en ce qui concerne la possibilité de rendre caduc un agrément, possibilité qui n'aura selon nous aucun impact sur l'attractivité du cadre légal des Etats membres.

Cependant, des différences sont à noter en dehors du cadre de la transposition. En effet, nous avons pu constater qu'au Luxembourg, la CSSF a mis en place une équipe dédiée à la gestion des demandes d'agrément et la supervision des gestionnaires de FIA¹⁷⁸. Aussi, la CSSF a demandé, via un communiqué de presse datant du 18 juillet 2013¹⁷⁹, aux FIAs dont la gestion est interne ainsi qu'aux gestionnaires externes de FIA d'effectuer une auto-évaluation afin de déterminer s'ils tombent sous le coup de la Loi Luxembourgeoise AIFM. Une fois cette évaluation effectuée, ces entités se devaient de remplir un formulaire comprenant leur nom, adresse, forme de gestion choisie (interne ou externe) et si elles devaient être enregistrées ou agréées par la CSSF¹⁸⁰, ceci afin de savoir combien d'AIFMs l'entité de surveillance luxembourgeoise aurait besoin d'enregistrer ou d'agréer pour le 22 juillet 2014¹⁸¹. Nous pouvons donc constater que l'autorité financière luxembourgeoise a voulu préparer la tâche en s'assurant d'un traitement qualitatif et surtout rapide des demandes d'agrément, là où la Belgique et le Royaume-Uni n'ont pas, à notre connaissance, pris les devants.

Section II : Les règles concernant le dépositaire

Comme l'a soulevé la Commission européenne, « les fonctions du dépositaire sont cruciales pour la protection des investisseurs »¹⁸². « Les expériences de Madoff et

¹⁷⁷ Financial Services and Markets Act 2000, 55J6A(a), <http://www.legislation.gov.uk/ukpga/2000/8/contents>, (consulté le 19 septembre 2014) ; D. ROUCH, « United Kingdom », *op. cit.*, p. 135.

¹⁷⁸ G. DUSEMON, V. HÉMERY, M. MOULLA, « Luxembourg », in *Alternative Investment Funds in Europe. Law and Practice*, *op. cit.*, p. 337.

¹⁷⁹ CSSF, « Press Release 13/32 : Practical guidance in relation to the registration or authorization under the AIFM Law of AIFMs established in Luxembourg », Luxembourg, 18 July 2013, http://www.cssf.lu/fileadmin/files/Publications/Communiques/Communiques_2013/PR_1332_AIFM_guidance.pdf, (consulté le 23 avril 2015).

¹⁸⁰ *Ibid.*

¹⁸¹ G. DUSEMON, V. HÉMERY, M. MOULLA, « Luxembourg », *op. cit.*, p. 336.

¹⁸² Trad. de Memorandum 10/572, « Directive on Alternative Investment Fund Managers (« AIFMD ») : Frequently Asked Questions », *op. cit.*, p. 5.

Lehman ont mis en évidence les faiblesses potentielles dans ce domaine et le besoin pressant de clarifier et renforcer les protections des investisseurs »¹⁸³.

Défini comme étant un « *personnage central de la Directive [AIFM]* »¹⁸⁴ ou encore comme le « *chien de garde des avoirs des FIA* »¹⁸⁵, il nous paraît important d'aborder les règles régissant le dépositaire.

A. Le régime prévu par la Directive AIFM

Les fonctions du dépositaire d'un FIA portent entre autres sur le suivi des flux financiers du FIA (ce qui constitue une nouveauté¹⁸⁶), de la garde des actifs du FIA (garde qui peut consister soit en une vérification de la propriété des FIA quant aux actifs qui ne peuvent pas être « conservés », soit en un enregistrement sur des comptes-titres ou une conservation physique des actifs qui peuvent être « conservés ») ou encore sur le respect du droit du FIA dont il est le dépositaire et de son règlement quant aux opérations qui portent sur ses parts¹⁸⁷.

Cet acteur joue désormais un rôle plus actif qui « [dépasse] *sa fonction traditionnelle de garde des actifs* »¹⁸⁸ : il devra par exemple contrôler les actifs non-financiers ou encore s'assurer du respect des prescrits légaux quant à l'émission, la vente, le rachat, le remboursement et l'annulation des actions ou parts des FIA pour lesquels ils prestent leurs services¹⁸⁹. Ainsi, et compte tenu de la responsabilité accrue de ces acteurs, les gestionnaires doivent s'attendre à un « *interventionnisme croissant* »¹⁹⁰ de ceux-ci en ce qui concerne les opérations dirigées par les FIA ou les opérations pour lesquelles les FIA sont des cibles¹⁹¹. K. LACHGAR avance même que « *le dépositaire dispose désormais d'un droit de regard voire de décision [...] compte tenu du niveau de responsabilité qu'il pourrait devoir supporter* »¹⁹².

Le dépositaire est nommé par un FIA via un contrat écrit qui prévoit l'ensemble des informations qui doivent être échangées afin que le dépositaire puisse exécuter correctement ses obligations vis-à-vis du FIA pour lequel il a été désigné dépositaire¹⁹³.

¹⁸³ *Ibid.*

¹⁸⁴ E. DESSY, « La directive sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs (AIFM) », *op. cit.*, p. 230.

¹⁸⁵ *Ibid.*

¹⁸⁶ C. KREMER, I. LEBBE, « *Organismes de placement collectif et véhicules d'investissement apparentés en droit luxembourgeois* », 3^e éd., Bruxelles, Larcier, 2014, p. 578.

¹⁸⁷ E. DESSY, « La directive sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs (AIFM) », *op. cit.*, p. 230.

¹⁸⁸ R. DURAND, « La directive AIFM et son impact sur les fonds de *private equity* », *Rev. Dr. banc. fin.*, mai 2014, n° 3, p. 15.

¹⁸⁹ Dir. (CE) n° 61/2011 du Parlement européen et du Conseil du 8 juin 2011, relative aux gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs et modifiant les directives 2003/41/CE et 2009/65/CE ainsi que les règlements (CE) n° 1060/2009 et (UE) n° 1095/2010, art. 21, §§8 et 9, *op. cit.*

¹⁹⁰ R. DURAND, « La directive AIFM et son impact sur les fonds de *private equity* », *op. cit.*, p. 15.

¹⁹¹ *Ibid.*

¹⁹² K. LACHGAR, « De la directive OPCVM I à la transposition de la directive AIFM : exégèse de l'évolution de l'activité de dépositaire en Europe », *Bulletin Joly Bourse*, 2014, n° 1, p. 44.

¹⁹³ Dir. (CE) n° 61/2011 du Parlement européen et du Conseil du 8 juin 2011, relative aux gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs et modifiant les directives 2003/41/CE et 2009/65/CE ainsi que les règlements (CE) n° 1060/2009 et (UE) n° 1095/2010, art. 21, §2, *op. cit.*

Cette fonction ne peut être assurée que par des établissements financiers réglementés (par exemple les établissements de crédit agréés qui ont leur siège social au sein de l'Union¹⁹⁴), sauf si le FIA remplit certains critères (qui ne seront pas abordés ici) qui permettent à d'autres personnes (par exemple, un avocat) d'endosser ce rôle¹⁹⁵.

Il convient de mettre en exergue que le gestionnaire du FIA ne peut pas être dépositaire de ce même FIA¹⁹⁶. Aussi, le gestionnaire et le dépositaire d'un FIA se doivent d'agir indépendamment dans le cadre de leurs fonctions respectives¹⁹⁷.

Le dépositaire peut uniquement déléguer son rôle de gardien des actifs, et cela sous certaines conditions très strictes¹⁹⁸. Aussi, le dépositaire et le délégataire peuvent, s'ils en ont obtenu l'accord par le FIA ou par son gestionnaire, utiliser les actifs du FIA¹⁹⁹.

Notons que la Directive AIFM va plus loin que la Directive OPCVM en ce qu'elle considère des questions délicates comme la nature des devoirs et des conditions de responsabilité des dépositaires²⁰⁰.

La législation AIFM est perçue comme « *une reconnaissance attendue du rôle central [que les dépositaires] jouent dans le développement de l'industrie de gestion d'actifs* »²⁰¹.

B. De la transposition de ce régime en droit anglais, belge et luxembourgeois

1. Qui peut exercer la fonction de dépositaire ?

Le gouvernement britannique a choisi de faire appel à son droit de dérogation en ce qui concerne les qualités requises pour être dépositaire d'un FIA pour lequel aucun remboursement ne peut être effectué pendant une période de cinq ans suivant la date des investissements initiaux et qui n'investit généralement pas dans des actifs qui doivent être conservés, ou qui investissent généralement pour éventuellement acquérir le

¹⁹⁴ *Ibid.*, art. 21, §3, a).

¹⁹⁵ E. DESSY, « La directive sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs (AIFM) », *op. cit.*, p. 230.

¹⁹⁶ C. MARTOUGIN, « The Alternative Investment Fund Managers Directive (AIFMD) », *op. cit.*, p. 357.

¹⁹⁷ Dir. (CE) n° 61/2011 du Parlement européen et du Conseil du 8 juin 2011, relative aux gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs et modifiant les directives 2003/41/CE et 2009/65/CE ainsi que les règlements (CE) n° 1060/2009 et (UE) n° 1095/2010, art. 21, §10, al.1, *op. cit.*

¹⁹⁸ E. DESSY, « La directive sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs (AIFM) », *op. cit.*, p. 231 ; Dir. (CE) n° 61/2011 du Parlement européen et du Conseil du 8 juin 2011, relative aux gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs et modifiant les directives 2003/41/CE et 2009/65/CE ainsi que les règlements (CE) n° 1060/2009 et (UE) n° 1095/2010, art. 21, §11, *op. cit.*

¹⁹⁹ Dir. (CE) n° 61/2011 du Parlement européen et du Conseil du 8 juin 2011, relative aux gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs et modifiant les directives 2003/41/CE et 2009/65/CE ainsi que les règlements (CE) n° 1060/2009 et (UE) n° 1095/2010, art. 21, §10, al. 3, *op. cit.* ; I. RIASSETTO, « Dépositaires – Quelles différences entre la directive OPCVM V et la directive AIFM ? », *Rev. Dr. banc. fin.*, juillet 2014, n° 4, p. 50.

²⁰⁰ A. PRÜM, « La directive AIFM : nouveau paradigme pour la responsabilité des dépositaires ? », *op. cit.*, p. 3.

²⁰¹ K. LACHGAR, « De la directive OPCVM I à la transposition de la directive AIFM : exégèse de l'évolution de l'activité de dépositaire en Europe », *op. cit.*, p. 42.

contrôle des entités ciblées (ci-après « **PE AIF** »)²⁰². En agissant de la sorte, le Royaume-Uni entend développer un marché concurrentiel pour les gestionnaires de FIA engagés dans des activités de *private equity*²⁰³.

La Belgique a également fait usage de son droit de dérogation pour le même type d'OPCA en distinguant selon que l'OPCA est établi ou non en Belgique. S'il est établi en Belgique, un arrêté royal peut autoriser la désignation d'un dépositaire autre que ceux visés au 1^o et 2^o de l'article 51 de la Loi OPCA : ce dépositaire devra justifier avoir des garanties financières et professionnelles suffisantes qui lui permettront d'exercer de façon appropriée ses fonctions et de faire face aux engagements qu'elle prendra dans le cadre de ses fonctions²⁰⁴. S'ils ne sont pas établis en Belgique, alors ils pourront nommer un dépositaire qui, aux yeux de la loi du pays d'établissement de l'OPCA, devra obtenir un agrément ou une inscription obligatoire et dont le droit national impose des conditions d'exercice de l'activité de dépositaire en question et un régime de contrôle qui offrent les mêmes garanties que celles fournies par l'arrêté royal. Dans ce dernier cas, l'entité en question devra également justifier avoir des garanties financières et professionnelles suffisantes qui lui permettront d'exercer de façon appropriée ses fonctions et de faire face aux engagements qu'elle prendra dans le cadre de ses fonctions²⁰⁵. A notre connaissance, aucun arrêté royal n'a été pris à ce jour en ce sens.

La Loi Luxembourgeoise AIFM a également fait usage de ce droit de dérogation. En effet, elle prévoit qu'en plus des dépositaires autorisés par la Directive AIFM, peut être dépositaire de certains FIA uniquement, le nouvellement créé « *dépositaire professionnel d'actifs autres que des instruments financiers* »²⁰⁶. La création de ce nouveau statut de professionnel du secteur financier (ci-après « **PSF** ») est l'une des principales innovations

²⁰² Dir. (CE) n° 61/2011 du Parlement européen et du Conseil du 8 juin 2011, relative aux gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs et modifiant les directives 2003/41/CE et 2009/65/CE ainsi que les règlements (CE) n° 1060/2009 et (UE) n° 1095/2010, art. 21, §3, al. 3, *op. cit.*

²⁰³ HM Treasury, « Transposition of the Alternative Investment Fund Managers Directive », janvier 2013, https://www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/193488/consult_transposition_of_the_alternative_investment_fund_managers_directive_220113.pdf, (consulté le 15 octobre 2014), p. 13.

²⁰⁴ Loi du 19 avril 2014 relative aux organismes de placement collectif alternatifs et à leurs gestionnaires, art. 51, §3, 3^o, a), *op. cit.*

²⁰⁵ *Ibid.*, art. 51, §3, 3^o, b).

²⁰⁶ Loi du 12 juillet 2013 relative aux gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs et – portant transposition de la directive 2011/61/UE du Parlement européen et du Conseil du 8 juin 2011 sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs et modifiant les directives 2003/41/CE et 2009/65/CE ainsi que les règlements (CE) n° 1060/2009 et (UE) n° 1095/2010; – portant modification: – de la loi modifiée du 17 décembre 2010 concernant les organismes de placement collectif; – de la loi modifiée du 13 février 2007 relative aux fonds d'investissement spécialisés; – de la loi modifiée du 15 juin 2004 relative à la société d'investissement en capital à risque (SICAR); – de la loi modifiée du 13 juillet 2005 relative aux institutions de retraite professionnelle sous forme de société d'épargne-pension à capital variable (sepcav) et d'association d'épargne pension (assep); – de la loi du 13 juillet 2005 concernant les activités et la surveillance des institutions de retraite professionnelle; – de la loi modifiée du 5 avril 1993 relative au secteur financier; – de la loi modifiée du 12 novembre 2004 relative à la lutte contre le blanchiment et contre le financement du terrorisme; – de la loi modifiée du 23 décembre 1998 portant création d'une commission de surveillance du secteur financier; – de la loi modifiée du 10 août 1915 concernant les sociétés commerciales; – de la loi modifiée du 19 décembre 2002 concernant le registre de commerce et des sociétés ainsi que la comptabilité et les comptes annuels des entreprises; – du Code de commerce; – de la loi modifiée du 4 décembre 1967 concernant l'impôt sur le revenu; – de la loi modifiée du 1er décembre 1936 concernant l'impôt commercial; – de la loi modifiée d'adaptation fiscale du 16 octobre 1934; – de la loi modifiée du 16 octobre 1934 sur l'évaluation des biens et valeurs; – de la loi modifiée du 12 février 1979 concernant la taxe sur la valeur ajoutée, art. 19, §3, i), al. 4 et ii), al. 2, *op. cit.*

introduite par la loi luxembourgeoise²⁰⁷. Le législateur grand-ducal a ainsi décidé de mettre en œuvre cette option qui figurait dans la Directive AIFM « *afin de permettre à des établissements qui ne qualifient pas d'établissements de crédit d'agir comme dépositaires de Fonds d'Investissement Alternatifs* »²⁰⁸ sous certaines conditions²⁰⁹. D'après la Commission des Finances et du Budget luxembourgeois, ces dispositions de la Directive AIFM permettent « *d'adapter le régime du dépositaire aux spécificités des modèles économiques et à la nature des actifs des fonds d'investissement alternatifs* »²¹⁰.

Le Royaume-Uni a interprété la prohibition faite aux gestionnaires de FIA d'agir en qualité de dépositaire de leur FIA dans le sens que cette interdiction ne s'oppose pas à ce qu'une entité du même groupe que le gestionnaire agisse en qualité de dépositaire d'une certaine catégorie de FIA spécifiée par le législateur (les FIA qui ne sont pas des fonds autorisés) si la gestion de ces deux fonctions se fait sans conflit d'intérêts et si l'organisation mise en place assure une séparation organisationnelle suffisante²¹¹.

Informellement, la FSMA indique que ce genre de pratique n'est pas légalement interdite mais qu'elle susciterait des discussions afin de s'assurer de l'indépendance de cette société et de l'absence de conflit d'intérêts.

Au Luxembourg aussi, cette pratique n'est pas légalement interdite mais nous supposons qu'elle susciterait les mêmes questions qu'en Belgique.

Un dépositaire peut, selon cette directive, déléguer certaines de ses fonctions sous certaines conditions²¹². Dans sa transposition, le législateur britannique a décidé d'aller un peu plus loin en précisant que le gestionnaire d'un FIA ne peut pas se voir déléguer des fonctions du dépositaire dudit FIA²¹³.

C'est en ce sens que pourrait vraisemblablement s'orienter l'autorité de contrôle belge.

Alors que la Loi Luxembourgeoise AIFM ne précise rien à cet égard, nous pensons également que la CSSF n'accepterait pas ce type de délégation car elles génèrent à notre avis des risques forts de conflits d'intérêts et de manque d'indépendance, mais aussi car elle s'oppose au principe même de l'instauration d'un dépositaire qui ne peut pas être gestionnaire du même FIA.

²⁰⁷ A. FERREY, « Loi de transposition de la directive AIFM au Luxembourg », *op. cit.*, p. 23.

²⁰⁸ *Ibid.*

²⁰⁹ *Ibid.*

²¹⁰ Rapport de la Commission des Finances et du Budget, http://www.chd.lu/wps/PA_Archive/MergeServlet?lot=J-2012-O-0798, (consulté le 10 avril 2015), Chambre des Députés, sess. ord. 2012-2013, n° 6471/07.pp. 4-5.

²¹¹ Investment Funds Sourcebook (FUND), 3.11.6G, *op. cit.*

²¹² Dir. (CE) n° 61/2011 du Parlement européen et du Conseil du 8 juin 2011, relative aux gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs et modifiant les directives 2003/41/CE et 2009/65/CE ainsi que les règlements (CE) n° 1060/2009 et (UE) n° 1095/2010, art. 21, §11, *op. cit.*

²¹³ Investment Funds Sourcebook (FUND), 13.11.7R(1), *op. cit.*

2. Faut-il un agrément pour les dépositaires de FIA ?

Bien que la Directive AIFM n'impose pas aux dépositaires d'obtenir un agrément préalable à l'exercice de leurs fonctions, la manière dont le législateur anglais a transposé ladite directive implique que les dépositaires de FIA doivent être autorisés au préalable par la FCA, sauf exception²¹⁴.

Aucun agrément pour ces dépositaires n'est requis par la Loi OPCA. Cependant, notons que dans la partie de la loi susmentionnée consacrée aux dispositions non-harmonisées, le législateur prévoit que tout dépositaire d'OPCA public (c'est-à-dire d'OPCA qui offre ses parts au public pour recueillir des investissements²¹⁵) doit être accepté par la FSMA. Cette dernière dispose également du pouvoir de révoquer son acceptation²¹⁶.

La Loi Luxembourgeoise AIFM ne prévoit rien à cet égard.

3. Un capital minimum est-il requis pour les dépositaires de FIA ?

Bien que la Directive AIFM n'impose pas directement aux dépositaires de FIA d'avoir un capital minimum, le Royaume-Uni a décidé de ne pas abroger l'obligation pré-AIFMD pour les dépositaires de certains fonds d'avoir un capital d'au moins quatre millions de pounds²¹⁷. Aussi, un capital minimum de 125.000 euros est requis pour les dépositaires de PE AIF et les dépositaires de FIA qui ne sont pas établis dans l'Espace Economique Européen (« EEE »)²¹⁸. En dehors de ces exceptions, aucun capital minimum n'est requis par le droit anglais pour les dépositaires de FIA.

La Loi Luxembourgeoise AIFM et la Loi OPCA ne précisent pas qu'un capital minimum est requis pour les dépositaires de FIA.

C. De l'impact des différences dans la transposition des normes

En ce qui concerne la question de savoir qui peut être dépositaire, nous pouvons constater que les trois pays qui font l'objet de la présente analyse ont exercé leur droit d'option en autorisant une nouvelle catégorie de dépositaire à agir en cette qualité vis-à-vis de certains FIA. Comme le soulève D. ROUCH²¹⁹, cette dérogation ne profitera pas seulement aux FIA impliqués dans des activités de *private equity* mais également à d'autres FIA (qui agissent par exemple dans le secteur du *real estate*) qui remplissent les

²¹⁴ The Financial Services and Markets Act 2000 (Regulated Activities) Order 2001, art. 51ZD (1)(a), *op. cit.* ; D. ROUCH, « United Kingdom », *op. cit.*, p. 146.

²¹⁵ Loi du 19 avril 2014 relative aux organismes de placement collectif alternatifs et à leurs gestionnaires, art. 3, 4^o, *op. cit.*

²¹⁶ Loi du 19 avril 2014 relative aux organismes de placement collectif alternatifs et à leurs gestionnaires, art. 216, al. 1, *op. cit.*

²¹⁷ The Interim Prudential Sourcebook for Investment Businesses Contents (IPRU-INV), 5.2.3(3)R(a), http://media.fshandbook.info/Handbook/IPRU-INV_Full_20150401_20151231.pdf, (consulté le 3 mars 2015).

²¹⁸ The Interim Prudential Sourcebook for Investment Businesses Contents (IPRU-INV), 3.11.14R et 5.2.3(3)R(ia), *op. cit.*

²¹⁹ D. ROUCH, « United Kingdom », *op. cit.*, p. 145.

conditions fixées par le régime légal FIA. Nous avons remarqué que la Belgique et le Royaume-Uni ont renforcé les conditions pour agir en cette qualité de dépositaire nouvellement créé. Le Luxembourg a été jusqu'à créer un nouveau statut PSF afin de répondre à la demande de la Commission des Finances et du Budget luxembourgeois pour laquelle il était « *judicieux* »²²⁰ de faire usage de ce droit d'option laissé par la Directive AIFM si le Luxembourg veut réellement « *se positionner comme un acteur de référence dans le domaine des fonds d'investissement alternatifs* »²²¹. Selon nous, les trois pays poursuivent clairement un objectif de renforcement de la concurrence sur le marché des dépositaires afin de faire baisser le coût du recours à ces acteurs, ce qui sera bénéfique pour le marché des FIA en général. Cependant, il nous paraît difficile d'établir dès à présent que la transposition de cette dérogation par un de ces pays sera plus efficace que les autres.

En ce qui concerne la condition d'agrément et de capital minimum, bien que le Royaume-Uni et la Belgique prévoient certaines règles explicites dans leur régime de transposition de la Directive AIFM, il convient selon nous de préciser que les dépositaires qui sont originellement autorisés par la Directive AIFM sont soumis à de telles conditions par la directive 2006/48/CE²²² pour les établissements de crédit, ou encore par les directives 2006/49/CE²²³ et 2004/39/CE²²⁴ pour les entreprises d'investissement. Ainsi, les règles supplémentaires ne font que renforcer une protection déjà mise en place par ces régimes, ce pourquoi l'impact de ces différences nous paraît minime tant le degré de réglementation européenne à cet égard est déjà élevé.

Section III : Les règles concernant les exigences de transparence

A. Le régime prévu par la Directive AIFM

L'exigence de transparence se traduit par le fait qu'un gestionnaire soumis à la Directive AIFM devra établir et rendre public un rapport annuel pour chaque FIA européen qu'il gère et pour chaque FIA qu'il commercialise dans l'UE. Ce rapport, qui contient entre autres des informations sur le bilan, le compte de pertes et profits et sur les rémunérations de l'exercice concerné, sera remis aux autorités compétentes pour le gestionnaire et éventuellement aux autorités compétentes pour le FIA. Il sera également

²²⁰ Rapport de la Commission des Finances et du Budget, *op. cit.*, p. 4.

²²¹ Rapport de la Commission des Finances et du Budget, *op. cit.*, pp. 4-5.

²²² Dir. (CE) n° 48/2006 du Parlement européen et du Conseil du 14 juin 2006 concernant l'accès à l'activité des établissements de crédit et son exercice, *J.O.U.E.*, L 177, du 30 juin 2006, p. 1.

²²³ Dir. (CE) n° 49/2006 du Parlement européen et du Conseil du 14 juin 2006 sur l'adéquation des fonds propres des entreprises d'investissement et des établissements de crédit, *J.O.U.E.*, L 177, du 30 juin 2006, p. 201.

²²⁴ Dir. (CE) n° 39/2004 du Parlement européen et du Conseil du 21 avril 2004 concernant les marchés d'instruments financiers, modifiant les directives 85/611/CEE et 93/6/CEE du Conseil et la directive 2000/12/CE du Parlement européen et du Conseil et abrogeant la directive 93/22/CEE du Conseil, *op. cit.*

disponible pour les investisseurs sur demande²²⁵. Notons que le règlement délégué n° 231/2013 précise la présentation de ces informations²²⁶.

En plus des rapports annuels qui étaient généralement requis par les droits nationaux des Etats membres, la Directive AIFM impose la divulgation d'une multitude d'informations aux investisseurs, plus spécifiquement avant leur investissement²²⁷. Ainsi, les gestionnaires devront mettre à leur disposition les informations énumérées à l'article 23 de la Directive AIFM concernant les objectifs et les stratégies d'investissement des FIA qu'ils gèrent ou qu'ils commercialisent dans l'Union²²⁸.

Enfin, les gestionnaires de FIA devront également tenir les autorités compétentes de leur Etat membre d'origine informées des « *principaux marchés et instruments sur lesquels ils négocient pour le compte des FIA qu'ils gèrent* »²²⁹.

B. De la transposition de ce régime en droit anglais, belge et luxembourgeois

1. Le rapport annuel

Conformément à l'article 22 de la Directive AIFM, chaque gestionnaire doit rendre disponible pour chaque exercice et par FIA qu'il gère ou qu'il commercialise un rapport annuel dans les six mois qui suivent la fin de l'exercice financier. C'est ainsi que le législateur britannique a légiféré²³⁰. Cependant, le Royaume-Uni a fait usage de la faculté que le considérant (48) de la Directive AIFM lui a octroyée d'imposer un délai plus court en imposant la mise à disposition dudit rapport au plus tard quatre mois après la fin de l'exercice financier pour les gestionnaires agréés de FIA, ceci afin de garder les délais qui s'appliquaient avant la Directive AIFM²³¹.

La Belgique a également fait usage de son droit d'imposer un délai plus court pour la remise du rapport annuel : en effet, lorsqu'un OPCA est soumis à l'obligation de publier un rapport financier annuel conformément à la Directive 2004/109/CE, il devra soumettre

²²⁵ Dir. (CE) n° 61/2011 du Parlement européen et du Conseil du 8 juin 2011, relative aux gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs et modifiant les directives 2003/41/CE et 2009/65/CE ainsi que les règlements (CE) n° 1060/2009 et (UE) n° 1095/2010, art. 22, *op. cit.* ; P. BEISSEL, « La Directive AIFM : un changement de paradigme dans le monde des fonds alternatifs européens », *op. cit.*, p. 30.

²²⁶ Règl. délégué (UE) n° 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, art. 103 et s., *op. cit.*

²²⁷ C. MARTOUGIN, « The Alternative Investment Fund Managers Directive (AIFMD) », *op. cit.*, p. 356.

²²⁸ Dir. (CE) n° 61/2011 du Parlement européen et du Conseil du 8 juin 2011, relative aux gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs et modifiant les directives 2003/41/CE et 2009/65/CE ainsi que les règlements (CE) n° 1060/2009 et (UE) n° 1095/2010, art. 23, *op. cit.* ; R. ZEPEDA, « To EU, or not to EU : that is the AIFMD question », *op. cit.*, p. 94.

²²⁹ Dir. (CE) n° 61/2011 du Parlement européen et du Conseil du 8 juin 2011, relative aux gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs et modifiant les directives 2003/41/CE et 2009/65/CE ainsi que les règlements (CE) n° 1060/2009 et (UE) n° 1095/2010, art. 24, *op. cit.* ; R. ZEPEDA, « To EU, or not to EU : that is the AIFMD question », *op. cit.*, p. 94.

²³⁰ Investment Funds Sourcebook (FUND), 3.3.3R, *op. cit.*

²³¹ Collective Investment Schemes (COLL), 4.5.14R, <https://fshandbook.info/FS/html/FCA/COLL>, (consulté le 15 mars 2015) ; D. ROUCH, « United Kingdom », *op. cit.*, p. 153.

un rapport financier « allégé » (car il ne comprendra que les informations listées à l'article 61, §1^{er} de la Loi OPCA) au plus tard quatre mois après la fin de l'exercice financier²³².

Le Luxembourg a également fait le choix de mettre en œuvre cette possibilité en prévoyant à l'article 20, paragraphe 1, alinéa 2 de la Loi Luxembourgeoise FIA que lorsque le FIA est tenu de publier un rapport financier annuel conformément à la Directive 2004/109/CE, le gestionnaire dudit FIA peut se contenter de transmettre un rapport financier « allégé » au maximum quatre mois après la fin de l'exercice financier auquel ce rapport se réfère.

Le législateur britannique a également fait usage du peu de marge de manœuvre que cette directive lui laisse²³³ en autorisant les gestionnaires de FIA extracommunautaire à soumettre le rapport annuel de ces fonds aux normes comptables internationales en vigueur dans le pays où le FIA a son siège statutaire²³⁴, là où la Directive AIFM²³⁵ impose dans un premier temps que le rapport en question soit soumis au régime de la Directive Audit²³⁶.

Tout comme le Royaume-Uni, la Belgique a également autorisé les gestionnaires qui commercialisent des OPCA de pays tiers à soumettre leurs rapports annuels à un contrôle conforme aux normes comptables internationales en vigueur dans le pays où l'OPCA a établi son siège social²³⁷. Cependant, le législateur belge a toutefois autorisé la FSMA à exiger que le contrôle des rapports annuels s'effectue au regard des normes comptables en vigueur dans un Etat membre²³⁸.

Le Luxembourg a fait de même pour les gestionnaires qui commercialisent des FIA de pays tiers : d'après l'article 20, paragraphe 3, alinéa 3 de la Loi Luxembourgeoise AIFM, ils devront ainsi soumettre les rapports annuels desdits FIA à un contrôle conforme aux règles d'audit internationales d'application dans le pays où le FIA a son siège statutaire.

²³² Loi du 19 avril 2014 relative aux organismes de placement collectif alternatifs et à leurs gestionnaires, art. 60, al. 2, *op. cit.*

²³³ Dir. (CE) n° 61/2011 du Parlement européen et du Conseil du 8 juin 2011, relative aux gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs et modifiant les directives 2003/41/CE et 2009/65/CE ainsi que les règlements (CE) n° 1060/2009 et (UE) n° 1095/2010, art. 22, §3, al. 3, *op. cit.*

²³⁴ Investment Funds Sourcebook (FUND), 3.3.6R, *op. cit.*

²³⁵ Dir. (CE) n° 61/2011 du Parlement européen et du Conseil du 8 juin 2011, relative aux gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs et modifiant les directives 2003/41/CE et 2009/65/CE ainsi que les règlements (CE) n° 1060/2009 et (UE) n° 1095/2010, art. 22, §3, al. 2, *op. cit.*

²³⁶ Dir. (CE) n° 43/2006 du Parlement européen et du Conseil du 17 mai 2006, concernant les contrôles légaux des comptes annuels et des comptes consolidés et modifiant les directives 78/660/CEE et 83/349/CEE du Conseil, et abrogeant la directive 84/253/CEE du Conseil, *J.O.U.E.*, L 157, du 9 juin 2006, p. 87.

²³⁷ Loi du 19 avril 2014 relative aux organismes de placement collectif alternatifs et à leurs gestionnaires, art. 61, §4, al. 4, *op. cit.*

²³⁸ Loi du 19 avril 2014 relative aux organismes de placement collectif alternatifs et à leurs gestionnaires, art. 61, §4, al. 4 *in fine*, *op. cit.*

2. Les informations à communiquer aux investisseurs

En la matière, le Royaume-Uni a encore une fois appliqué la méthode du « copier-coller »²³⁹, tout en s'assurant de standards de protection supérieurs en conservant les dispositions qui, en la matière, précédaient la Directive AIFM²⁴⁰.

Le législateur belge a également opté pour la technique du « copier-coller ». Les dispositions européennes à ce propos ont été transposées via les articles 68 à 70, dispositions qui sont d'application à l'égard des OPCA offerts ou non au public²⁴¹. Notons que les dispositions de la partie non-harmonisée de la Loi OPCA concernant le prospectus et les informations clés pour l'investisseurs sont d'application pour toute offre publique de parts d'OPCA à nombre variable de parts²⁴². Ainsi, le prospectus devra comporter toutes les indications nécessaires au public afin qu'il puisse porter un jugement sur le placement qui lui est proposé et sur ses risques en toute connaissance de cause²⁴³. Les informations clés pour l'investisseur doivent lui permettre aux investisseurs de raisonnablement comprendre la nature et les risques de l'investissement qui lui est proposé et, ainsi lui permettre de prendre une décision en pleine connaissance de cause. La mise à disposition du prospectus et des informations clés pour l'investisseur est soumise à l'approbation préalable de la FSMA²⁴⁴. Notons que les dispositions de l'arrêté royal du 12 novembre 2012²⁴⁵ qui concernent le prospectus et les informations clés pour l'investisseur restent d'application²⁴⁶.

Au Luxembourg, en ce qui concerne l'information des investisseurs, il convient de relever que les FIA constitués sous une forme régulée ne sont que marginalement impactés par la transposition de la Directive AIFM car le régime qui précédait cette directive prévoyait déjà pour ces FIA des obligations d'information à l'égard des investisseurs, contrairement aux FIA constitués sous une forme-non-réglée²⁴⁷. En plus de l'obligation d'information des investisseurs imposée par la Directive AIFM, le Luxembourg a décidé de conserver une pratique administrative selon laquelle tout changement des éléments essentiels du prospectus qui impacte négativement l'investisseur (comme par exemple une augmentation des frais qui lui sont applicables) autorise ce dernier à demander le remboursement de ses parts ou actions sans frais dans le mois qui précède la date

²³⁹ Investment Funds Sourcebook (FUND), 3.2, *op. cit.*

²⁴⁰ D. ROUCH, « United Kingdom », *op. cit.*, p. 154.

²⁴¹ Commentaire des articles, *op. cit.*, p. 55.

²⁴² Loi du 19 avril 2014 relative aux organismes de placement collectif alternatifs et à leurs gestionnaires, art. 221 et s., *op. cit.*

²⁴³ *Ibid.*, art. 223, §1, al. 1.

²⁴⁴ *Ibid.*, art. 225, §1, al. 1.

²⁴⁵ A.R. du 12 novembre 2012 relatif à certains organismes de placement collectif publics, art. 29 à 34, *op. cit.*

²⁴⁶ Communication FSMA_2014_03, « Entrée en vigueur de la loi du 19 avril 2014 relative aux organismes de placement collectifs alternatifs et à leurs gestionnaires », *op. cit.*, p. 4.

²⁴⁷ G. DUSEMON, V. HÉMERY, M. MOULLA, « Luxembourg », *op. cit.*, p. 362.

effective des modifications en question²⁴⁸. En dehors de cela, le législateur s'est contenté de faire un copier-coller de la directive en question.

3. Les obligations de comptes rendus à l'égard des autorités compétentes

Ici encore, le législateur britannique se contente de transposer les dispositions de la Directive AIFM²⁴⁹. Avant l'existence de ladite directive, il convient de noter que la pratique de la FCA consistait en la récolte d'informations fournies sur une base volontaire par les *hedge funds* et leurs contreparties afin d'aider ces fonds à évaluer les risques systémiques qu'ils posaient²⁵⁰. Ici, le législateur belge a adopté une transposition « copier-coller » de l'article 24 de la Directive AIFM²⁵¹. La FSMA, compétente pour les OPCA et les gestionnaires qui ont pour Etat membre d'origine la Belgique sont soumis au contrôle de la FSMA²⁵², a également émis une circulaire afin de porter à la connaissance des gestionnaires concernés « *le contenu et les modalités de transmission des comptes rendus qu'ils doivent fournir à la FSMA* »²⁵³ dans le cadre de l'application de la Loi OPCA²⁵⁴. Notons également que restent applicables en marge de ce régime les dispositions légales relatives aux compétences de contrôle de la FSMA. Ainsi, cette dernière pourra demander toute information nécessaire dans le cadre de sa mission de contrôle et pourra réaliser des inspections²⁵⁵.

La Loi Luxembourgeoise AIFM n'apporte rien de nouveau par rapport à la Directive AIFM, excepté le fait qu'elle introduit une disposition qui précise que la CSSF peut exiger du gestionnaire toute communication d'informations supplémentaires à celles listées par l'article de loi en question lorsque ce complément d'information est nécessaire dans le cadre du suivi efficace du risque systémique²⁵⁶. Les obligations de compte rendu visées

²⁴⁸ *Ibid.*, p. 363.

²⁴⁹ Investment Funds Sourcebook (FUND), 3.4, *op. cit.*

²⁵⁰ D. ROUCH, « United Kingdom », *op. cit.*, p. 154.

²⁵¹ Loi du 19 avril 2014 relative aux organismes de placement collectif alternatifs et à leurs gestionnaires, art. 63-67, *op. cit.*

²⁵² Loi du 19 avril 2014 relative aux organismes de placement collectif alternatifs et à leurs gestionnaires, art. 337, §1, *op. cit.*

²⁵³ Circulaire FSMA_2014_09, « Les obligations des gestionnaires d'organismes de placement collectif alternatifs en matière de comptes rendus à l'égard de la FSMA », *op. cit.*, p. 1.

²⁵⁴ *Ibid.*

²⁵⁵ Commentaire des articles, *op. cit.*, p. 54.

²⁵⁶ Loi du 12 juillet 2013 relative aux gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs et – portant transposition de la directive 2011/61/UE du Parlement européen et du Conseil du 8 juin 2011 sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs et modifiant les directives 2003/41/CE et 2009/65/CE ainsi que les règlements (CE) n° 1060/2009 et (UE) n° 1095/2010; – portant modification: – de la loi modifiée du 17 décembre 2010 concernant les organismes de placement collectif; – de la loi modifiée du 13 février 2007 relative aux fonds d'investissement spécialisés; – de la loi modifiée du 15 juin 2004 relative à la société d'investissement en capital à risque (SICAR); – de la loi modifiée du 13 juillet 2005 relative aux institutions de retraite professionnelle sous forme de société d'épargne-pension à capital variable (sepcav) et d'association d'épargne pension (assep); – de la loi du 13 juillet 2005 concernant les activités et la surveillance des institutions de retraite professionnelle; – de la loi modifiée du 5 avril 1993 relative au secteur financier; – de la loi modifiée du 12 novembre 2004 relative à la lutte contre le blanchiment et contre le financement du terrorisme; – de la loi modifiée du 23 décembre 1998 portant création d'une commission de surveillance du secteur financier; – de la loi modifiée du 10 août 1915 concernant les sociétés commerciales; – de la loi modifiée du 19 décembre 2002 concernant le registre de commerce et des sociétés ainsi que la comptabilité et les comptes annuels des entreprises; – du Code de commerce; – de la loi modifiée du 4 décembre 1967

ici auront un impact conséquent sur les FIA constitués sous une forme non-réglée, contrairement à ceux constitués sous une forme réglée qui étaient déjà sujets à ce genre d'obligation et qui devront uniquement adapter la forme et le contenu de leur compte rendu²⁵⁷.

C. De l'impact des différences dans la transposition de ces normes

Les pays qui font l'objet de la présente contribution ne se sont pas distingués en matière de transparence à quelques détails près qui n'auront pas selon nous une influence sur le marché concurrentiel des FIA. A nos yeux, la protection accordée par la Directive AIFM ne nécessitait pas d'imposer des obligations supplémentaires au risque de tomber dans de l'*over regulation* et donc dans des coûts administratifs et de gestion rédhibitoires pour les acteurs du milieu.

Section IV : Qu'en conclure ?

En ce qui concerne les dispositions de la Directive AIFM que nous avons analysées, le législateur européen n'a quasiment pas laissé de marge de manœuvre aux Etats membres pour leur permettre d'apporter une contribution personnelle. En effet, la Directive AIFM est très précise et n'offre que peu de possibilités aux Etats membres de se distinguer des autres. Ceci pourrait selon nous s'expliquer par la volonté européenne d'uniformiser le marché financier européen et d'offrir aux Etats membres les mêmes armes pour faire face au marché financier.

Lorsque le législateur européen a octroyé aux Etats membres un droit de dérogation, les pays qui font l'objet de notre analyse l'ont quasiment à chaque fois exercé avec cette limite que les maigres dérogations étaient très encadrées.

Notons que le Royaume-Uni n'a pas saisi l'opportunité qui s'offrait à lui via la transposition de la Directive AIFM de réviser le système préexistant. En choisissant de simplement modifier les dispositions préexistantes afin que celles-ci soient conformes aux exigences européennes, le législateur britannique a tout simplement créé un système légal extrêmement complexe avec des règles éparses, ce qui rend sa compréhension et nos recherches difficiles et ce qui, d'après D. ROUCH²⁵⁸, va conduire les acteurs soumis au droit anglais à se retrouver très souvent dans l'incertitude quant à la question de savoir s'ils ont ou non rempli toutes leurs obligations à l'égard de ladite législation FIA.

concernant l'impôt sur le revenu; – de la loi modifiée du 1er décembre 1936 concernant l'impôt commercial; – de la loi modifiée d'adaptation fiscale du 16 octobre 1934; – de la loi modifiée du 16 octobre 1934 sur l'évaluation des biens et valeurs; – de la loi modifiée du 12 février 1979 concernant la taxe sur la valeur ajoutée, art. 22, §5, *op. cit.*

²⁵⁷ G. DUSEMON, V. HÉMERY, M. MOULLA, « Luxembourg », *op. cit.*, p. 364.

²⁵⁸ D. ROUCH, « United Kingdom », *op. cit.*, p. 167.

A. FERREY constate toutefois que « *le Luxembourg reste un point de passage quasi obligé pour la structuration d'un AIFM en Europe et reste un point d'entrée apprécié par les gestionnaires non européens désireux d'établir une tête de pont en Europe* »²⁵⁹. Si cela s'avère véridique, cela ne peut pas être selon nous la conséquence de la transposition « pure » de la Directive AIFM, mais peut-être d'un cadre légal et un environnement global favorable ?

Chapitre 3 : L'attractivité du cadre légal luxembourgeois pour les fonds d'investissement alternatifs et leurs gestionnaires

La Chambre de Commerce luxembourgeoise estime que le Grand-duché va se doter d'un régime AIFM « *particulièrement attractif et compétitif par rapport aux places financières concurrentes, notamment par le biais d'un nouveau véhicule sociétal, la société en commandite spéciale et par un régime fiscal temporaire favorable aux gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs s'établissant au Luxembourg* »²⁶⁰.

Section I : La rapidité de la transposition de la Directive : un argument de poids ?

A. DUNDON²⁶¹ affirme qu'« *en tant que leader mondial de l'administration de fonds [OPCVM] et disposant d'une très large expérience en administration de fonds alternatifs, [le Luxembourg] jouit [...] d'une position privilégiée pour se conformer immédiatement à la plupart des dispositions et contraintes de la Directive AIFM* »²⁶², ce qui octroie au Grand-duché un « *avantage concurrentiel majeur* »²⁶³, là où les autres Etats membres prendront un certain temps afin d'acquérir les compétences requises.

Certains voient dans la transposition de la Directive AIFM dès l'année 2013 l'intention marquée du Luxembourg de développer son attractivité pour les FIA et leurs gestionnaires²⁶⁴.

Nous pensons toutefois que la rapidité de la transposition ne peut être un argument que marginalement influent dans le choix des FIA et de leur gestionnaire. En effet, bien que cela puisse avoir une influence sur la connaissance et l'expérience des difficultés que

²⁵⁹ A. FERREY, « Loi de transposition de la directive AIFM au Luxembourg », *op. cit.*, p. 25.

²⁶⁰ Rapport de la Commission des Finances et du Budget, *op. cit.*, p. 6.

²⁶¹ L.I.M.S.A. et Deloitte, « Le secteur de la Domiciliation au Luxembourg », *op. cit.*, p. 26.

²⁶² *Ibid.*

²⁶³ *Ibid.*

²⁶⁴ *Ibid.*, p. 10.

pose le régime AIFM, nous ne pensons pas que cet argument puisse être à la base des choix d'un FIA ou d'un gestionnaire.

Section II : Les modifications du droit commercial luxembourgeois

Profitant de la transposition de la Directive AIFM, le numéro deux mondial dans le domaine des fonds d'investissement²⁶⁵ a décidé de modifier le régime des sociétés en commandite simple (ci-après « **SCS** ») et par actions mais également de créer la société en commandite spéciale (ci-après « **SCSp** ») sans personnalité juridique. Cette dernière, qui constitue une réponse à la *limited partnership* de *common law*, a pour but de renforcer la position du Luxembourg sur le marché des fonds d'investissement alternatifs²⁶⁶.

Les motifs justifiant ces modifications du droit commercial luxembourgeois sont « *moins à rechercher en droit pur que dans les besoins exprimés par l'industrie des fonds alternatifs [...], et plus largement par l'ensemble des promoteurs et investisseurs qui voient dans les fonds alternatifs luxembourgeois des plates-formes attractives d'investissement* »²⁶⁷. Le législateur luxembourgeois expose les motifs de l'adoption de telles dispositions sans circonlocution dans ses travaux préparatoires²⁶⁸.

Notons dès à présent que le fonctionnement des fonds constitués sous la forme d'une société de personne de type *limited partnership* (comme le *limited partnership* de droit anglo-saxon ou encore la SCS de droit luxembourgeois) est souvent le suivant²⁶⁹ :

- Les investisseurs seront les commanditaires de la *limited*. Ils verseront de l'argent au fonds qui l'investira ;
- L'associé commandité du fonds (le plus souvent, il s'agira d'une société à responsabilité limitée) est en charge de la gestion du fonds. A cette fin, il peut recourir aux conseils d'une société de gestion ou de conseil. Cette fonction de gestion lui donne droit à une rémunération constituée d'une partie fixe (appelée « *management fees* ») et d'une partie variable (appelée « *carried interests* »). La partie variable de la rémunération sera très souvent versée après que le remboursement aux investisseurs de leur mise de départ et du rendement de cet investissement.

²⁶⁵ F. BERNARD, « La société en commandite spéciale ou l'avenir de l'industrie des fonds alternatifs au Luxembourg », *op. cit.*, p. 184.

²⁶⁶ F. BERNARD, « La société en commandite spéciale ou l'avenir de l'industrie des fonds alternatifs au Luxembourg », *op. cit.*, p. 184.

²⁶⁷ D. BOONE, A. TROTSKA, « Le renouveau de la commandite : commandite simple et commandite spéciale », *JurisNews - Droit des sociétés*, 2012, n° 8, p. 199.

²⁶⁸ Exposé des motifs, *op. cit.*, pp. 6 et s.

²⁶⁹ Pour plus de précisions, nous vous renvoyons à l'excellente contribution de P. MISCHO, « La mise en place d'un fonds de private equity sous forme de société en commandite : aspects fiscaux », *op. cit.*

- Les plus-values, dividendes ou intérêts générés par l'investissement seront la plupart du temps directement versés aux investisseurs. Si ce n'est pas le cas, alors ils seront réinvestis par le fonds²⁷⁰.

Nous nous intéresserons dans la présente section au régime des SCS et des SCSp de droit luxembourgeois, ainsi qu'au régime des *limited partnerships* de droit anglo-saxon. Sans prétendre à l'exhaustivité, nous n'aborderons que les points essentiels de ces véhicules afin de savoir si et comment le Luxembourg est attractif pour les FIA et leurs gestionnaires.

A. De la modification des dispositions de la loi applicable aux sociétés en commandite simple

La loi de transposition modifie de manière conséquente le régime de la SCS, à tel point que le régime de cette dernière se trouve fort similaire au régime de la nouvelle SCSp au niveau du régime de gestion de ces sociétés²⁷¹.

Rappelons que la SCS est composée d'au moins un associé commandité et un associé commanditaire²⁷². Relevons qu'un associé peut être à la fois commandité et commanditaire s'il y a toujours au sein de la société un associé commandité et un associé commanditaire juridiquement distincts l'un de l'autre²⁷³. Les associés commandités sont responsables de manière illimitée²⁷⁴, tandis qu'un régime de responsabilité limitée s'applique en principe pour les associés commanditaires²⁷⁵.

Alors que la loi ne disait rien à ce propos, le législateur luxembourgeois a précisé que la SCS peut être constituée pour une durée déterminée ou indéterminée²⁷⁶.

Le nouveau régime introduit la confidentialité des associés commanditaires. En effet, il n'est pas requis par le nouveau régime que leur identité soit listée publiquement au Registre de Commerce et des Sociétés luxembourgeois. C'est ce que permettra la publication par extrait²⁷⁷. Le législateur luxembourgeois estime qu'« *au regard de la responsabilité limitée des associés commanditaires, il ne semble pas indispensable de révéler aux tiers l'identité des commanditaires ou la nature de leur apport alors que les tiers sont suffisamment protégés par leur connaissance de l'identité du ou des associés*

²⁷⁰ P. MISCHO, « La mise en place d'un fonds de private equity sous forme de société en commandite : aspects fiscaux », *op. cit.*, p. 34.

²⁷¹ I. CORBISIER, « La société en commandite spéciale : finalités et caractéristiques », *op. cit.*, p. 126.

²⁷² Loi du 10 août 1915 concernant les sociétés commerciales, art. 16, §1, *op. cit.*

²⁷³ *Ibid.*, art. 16, §4.

²⁷⁴ *Ibid.*, art. 16, §1.

²⁷⁵ *Ibid.*

²⁷⁶ *Ibid.* ; Commentaire des articles, http://www.chd.lu/wps/PA_Archive/MergeServlet?lot=J-2011-O-0874, (consulté le 10 avril 2015), Chambre des Députés, sess. ord. 2011-2012, n° 6471/00, p. 170.

²⁷⁷ Loi du 10 août 1915 concernant les sociétés commerciales, art. 5 et 6, *op. cit.* ; Commentaire des articles, *op. cit.*, p. 168.

commandités qui sont solidairement et indéfiniment responsables des engagements de la société »²⁷⁸. De plus, le législateur souligne que les investisseurs sont très attachés à la confidentialité de leurs engagements²⁷⁹.

Aussi, le nouveau régime déroge au principe selon lequel une action donne droit à un vote. Les droits politiques des associés sont désormais régis de telle manière que les droits de vote peuvent être accordés auxdits associés dans des proportions qui ne correspondent pas forcément à leur part d'intérêt dans la SCS : ainsi, un associé peut se voir attribuer un droit de vote multiple, limité voire supprimé, le tout sur l'ensemble ou seulement sur certaines décisions que ces associés doivent prendre. Cette matière doit être régie par le contrat social²⁸⁰.

De plus, l'introduction de ce nouveau régime permet aux associés de déterminer librement dans le contrat social l'allocation des bénéfices et des pertes, ce « *afin de rester le plus proche possible de la conception contractuelle de la société en commandite simple* »²⁸¹. Ainsi, sont concernés les distributions de bénéfices ou toute autre distribution aux associés, ainsi que le remboursement d'apport. Cependant, le législateur a tenu à préciser dans les travaux préparatoires « *qu'un associé ne pourra être abusivement privé de la participation aux bénéfices ou aux pertes* »²⁸², sans toutefois préciser à partir de quel moment il y aura abus. Nous pensons dès lors qu'il reviendra au juge de trancher au cas par cas. Relevons également que ce contrat social pourra aussi contenir des clauses de « *clawback* », c'est-à-dire des clauses qui prévoient la possibilité pour les associés de se voir contraints de restituer toute distribution leur ayant bénéficié²⁸³.

La modernisation du régime légal de la SCS la rend à nos yeux beaucoup plus attractive pour les FIA et leurs gestionnaires, tant elle offre de la malléabilité et de la confidentialité.

B. De la création d'un nouveau véhicule d'investissement : la société en commandite spéciale (la « SCSp »)

Historiquement, il convient de souligner que les premiers fonds de *private equity* ont été constitués sous la forme d'un *limited partnership* aux Etats-Unis²⁸⁴. Aussi, les praticiens luxembourgeois du domaine des fonds d'investissement alternatifs sont souvent

²⁷⁸ Commentaire des articles, *op. cit.*, p. 168.

²⁷⁹ *Ibid.*

²⁸⁰ Loi du 10 août 1915 concernant les sociétés commerciales, art. 20, *op. cit.* ; Commentaire des articles, *op. cit.*, p. 174.

²⁸¹ Commentaire des articles, *op. cit.*, p. 173.

²⁸² *Ibid.*, p. 174.

²⁸³ Loi du 10 août 1915 concernant les sociétés commerciales, art. 19, *op. cit.* ; Commentaire des articles, *op. cit.*, pp. 173-174.

²⁸⁴ I. CORBISIER, « La société en commandite spéciale : finalités et caractéristiques », *op. cit.*, p. 118.

confrontés à un *limited partnership* qui « chapeaute »²⁸⁵ la structure d'investissement²⁸⁶. Ce pourquoi, à l'occasion de la transposition de la Directive AIFM, le législateur luxembourgeois a créé une nouvelle forme de société en commandite : la SCSp²⁸⁷. Il devenait important pour le pays de créer un tel outil juridique pour répondre à la demande des investisseurs internationaux qui sont habitués aux *limited partnership* de droit anglo-saxon²⁸⁸.

Ceci explique pourquoi nous entendons présenter les principales caractéristiques du *limited partnership* à travers différentes juridictions de droit anglo-saxon avant de présenter le régime de la SCSp.

1. Le *limited partnership* de droit anglo-saxon

Le droit anglais offre une forme de *limited partnership* nommée « *English limited partnership* » (communément appelé « ELP »)²⁸⁹. Ce véhicule est régi par deux lois : le *Limited Partnership Act 1907*²⁹⁰ et le *Partnership Act 1890*²⁹¹. Il ne possède pas de personnalité juridique, ce pourquoi il ne peut par exemple être propriétaire de biens en son nom propre (normalement, ce sont les associés individuels qui les tiennent)²⁹².

Depuis 2011, le droit de Jersey offre trois types de *limited partnership*. La première forme est la *limited partnership* traditionnelle : tout comme la *limited partnership* de droit anglais, elle ne possède pas de personnalité juridique. La seconde forme est la *seperate limited partnership* : constituée sous la *Seperate limited partnership (Jersey)*

²⁸⁵ Avis de la Chambre de Commerce, http://www.chd.lu/wps/PA_Archive/MergeServlet?lot=J-2012-O-0450, (consulté le 10 avril 2015), Chambre des Députés, sess. ord. 2012-2013, n° 6471/01, p. 6.

²⁸⁶ *Ibid.*

²⁸⁷ Loi du 12 juillet 2013 relative aux gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs et – portant transposition de la directive 2011/61/UE du Parlement européen et du Conseil du 8 juin 2011 sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs et modifiant les directives 2003/41/CE et 2009/65/CE ainsi que les règlements (CE) n° 1060/2009 et (UE) n° 1095/2010; – portant modification: – de la loi modifiée du 17 décembre 2010 concernant les organismes de placement collectif; – de la loi modifiée du 13 février 2007 relative aux fonds d'investissement spécialisés; – de la loi modifiée du 15 juin 2004 relative à la société d'investissement en capital à risque (SICAR); – de la loi modifiée du 13 juillet 2005 relative aux institutions de retraite professionnelle sous forme de société d'épargne-pension à capital variable (sepcav) et d'association d'épargne pension (assep); – de la loi du 13 juillet 2005 concernant les activités et la surveillance des institutions de retraite professionnelle; – de la loi modifiée du 5 avril 1993 relative au secteur financier; – de la loi modifiée du 12 novembre 2004 relative à la lutte contre le blanchiment et contre le financement du terrorisme; – de la loi modifiée du 23 décembre 1998 portant création d'une commission de surveillance du secteur financier; – de la loi modifiée du 10 août 1915 concernant les sociétés commerciales; – de la loi modifiée du 19 décembre 2002 concernant le registre de commerce et des sociétés ainsi que la comptabilité et les comptes annuels des entreprises; – du Code de commerce; – de la loi modifiée du 4 décembre 1967 concernant l'impôt sur le revenu; – de la loi modifiée du 1er décembre 1936 concernant l'impôt commercial; – de la loi modifiée d'adaptation fiscale du 16 octobre 1934; – de la loi modifiée du 16 octobre 1934 sur l'évaluation des biens et valeurs; – de la loi modifiée du 12 février 1979 concernant la taxe sur la valeur ajoutée, art. 182 et s., *op. cit.*

²⁸⁸ I. CORBISIER, « La société en commandite spéciale : finalités et caractéristiques », *op. cit.*, p. 117.

²⁸⁹ P. SCHLEIMER, « Réflexions sur le régime patrimonial de la société en commandite spéciale », in *Les commandites en droit luxembourgeois*, Bruxelles, Larcier, 2013, p. 13.

²⁹⁰ *Limited Partnership Act 1907*, <http://www.legislation.gov.uk/ukpga/Edw7/7/24/contents>, (consulté le 5 février 2015).

²⁹¹ *Partnership Act 1890*, <http://www.legislation.gov.uk/ukpga/Vict/53-54/39/contents>, (consulté le 5 février 2015).

²⁹² P. SCHLEIMER, « Réflexions sur le régime patrimonial de la société en commandite spéciale », in *Les commandites en droit luxembourgeois*, Bruxelles, Larcier, 2013, p. 13.

*Law 2011*²⁹³, elle acquiert une personnalité juridique distincte mais ne constitue pas une personne morale, un « *body corporate* »²⁹⁴. Enfin, la troisième est la *incorporated limited partnership* : constituée sous la *Incorporated Limited Partnerships (Jersey) Law 2011*²⁹⁵, elle possède une personnalité juridique distincte et constitue à la fois un *body corporate*²⁹⁶.

Leader mondial en matière de structures d'investissement tournées à l'international, l'Etat du Delaware (Etats-Unis) propose une forme de *limited partnership* qui a obligatoirement une personnalité juridique distincte²⁹⁷. Les associés de cette société ne se voient pas attribuer de droit sur les biens apportés à celle-ci²⁹⁸.

Notons que l'attribution de la personnalité juridique des *limited partnership* relevant du droit de Guernesey est optionnelle : ainsi, les associés peuvent décider de lui attribuer ou pas la personnalité juridique au moment de son immatriculation²⁹⁹.

Le succès de ce type de structure s'explique, selon I. CORBISIER³⁰⁰, par des raisons structurelles, comme par exemple « le haut degré de sophistication et de flexibilité contractuelle »³⁰¹ de ces structures, ou encore la coexistence des régimes de responsabilité limitée et illimitée³⁰². Ce succès est tout particulièrement prononcé dans le domaine des fonds de *private equity* qui sont constitués en très grande majorité sous la forme de *limited partnership*³⁰³.

2. La société en commandite spéciale de droit luxembourgeois

D'inspiration résolument anglo-saxonne, la SCSp est « celle que contractent, pour une durée limitée ou illimitée, un ou plusieurs associés commandités indéfiniment et

²⁹³ *Seperate limited partnership (Jersey) Law 2011*, <http://www.jerseylaw.je/Law/display.aspx?url=lawsinforce%5Chtm%5CLawFiles%5C2011%2FL-06-2011.htm>, (consulté le 5 février 2015).

²⁹⁴ *Ibid.*, art. 4 (4). En droit anglo-saxon, un *body corporate* est totalement indépendant des associés qui le constitue tandis qu'une entité qui ne dispose que de la personnalité juridique distincte reste d'une certaine manière liée aux associés qui la constitue, par exemple il est possible qu'elle disparaisse en cas de disparition d'un ou de plusieurs associés : P. SCHLEIMER, « Réflexions sur le régime patrimonial de la société en commandite spéciale », *op. cit.*, pp. 15-16.

²⁹⁵ *Incorporated Limited Partnerships (Jersey) Law 2011*, <http://www.jerseylaw.je/Law/display.aspx?url=lawsinforce%5Chtm%5CLawFiles%5C2011%2FL-05-2011.htm>, (consulté le 5 février 2015).

²⁹⁶ P. SCHLEIMER, « Réflexions sur le régime patrimonial de la société en commandite spéciale », in *Les commandites en droit luxembourgeois*, Bruxelles, Larcier, 2013, p. 16.

²⁹⁷ Delaware Code, Title 6, §17/201, (b), <http://delcode.delaware.gov/title6/c017/sc02/index.shtml>, (consulté le 5 février 2015) ; P. SCHLEIMER, « Réflexions sur le régime patrimonial de la société en commandite spéciale », *op. cit.*, p. 14.

²⁹⁸ Delaware Code, Title 6, §17/701, *op. cit.*

²⁹⁹ *The Limited Partnerships (Guernesey) Law 1995*, art. 9A, <http://www.guernseylegalresources.qg/CHttpHandler.ashx?id=71072&p=0>, (consulté le 5 février 2015) ; P. SCHLEIMER, « Réflexions sur le régime patrimonial de la société en commandite spéciale », *op. cit.*, p. 15.

³⁰⁰ I. CORBISIER, « La société en commandite spéciale : finalités et caractéristiques », *op. cit.*, p. 118.

³⁰¹ D. BOONE, A. TROTSKA, « Le renouveau de la commandite : commandite simple et commandite spéciale », *op. cit.*, p. 199.

³⁰² *Ibid.*

³⁰³ P. SCHLEIMER, « Réflexions sur le régime patrimonial de la société en commandite spéciale », *op. cit.*, p. 10.

solidairement responsables des engagements sociaux, avec un ou plusieurs associés commanditaires qui n'engagent qu'une mise déterminée constitutive de parts d'intérêts, représentée ou non par des titres, conformément aux modalités prévues par le contrat social »³⁰⁴. Cette définition fait de la liberté contractuelle des associés un élément fondamental de cette société³⁰⁵ : cette liberté ne sera limitée que marginalement par certaines dispositions d'ordre public et par le caractère *intuitu personae* de cette société³⁰⁶.

Autre caractéristique importante de cette société : l'absence de personnalité juridique³⁰⁷. Ce choix fort (car seules les sociétés momentanées et les sociétés en participation étaient dépourvues de personnalité juridique en droit luxembourgeois³⁰⁸) s'explique par la volonté du législateur grand-ducal d'apporter à la place financière luxembourgeoise un outil compétitif lui permettant de concurrencer la *limited partnership* qui offre dans certaines juridictions (Jersey, Guernesey) la possibilité aux promoteurs de FIA de choisir si ce véhicule juridique aura ou non la personnalité juridique³⁰⁹.

Les conséquences que devraient engendrer cette absence de personnalité juridique sont, explicitement ou implicitement³¹⁰, atténuées par les nouvelles dispositions de la loi du 10 août 1915³¹¹ : en ce qui concerne la dénomination sociale, la SCSp pourra avoir une dénomination particulière ou une raison sociale qui comprendra les noms d'un ou de plusieurs associés ; en ce qui concerne le siège social, le législateur luxembourgeois a prévu que bien qu'elle ne soit pas dotée de la personnalité juridique, la SCSp aura pour siège le lieu de son administration centrale qui est supposée coïncider avec le siège statutaire tel que précisé dans le contrat social³¹². Les fondateurs seront libres de déterminer discrétionnairement l'objet social de leur SCSp³¹³.

Le législateur grand-ducal a adopté une position innovante en n'octroyant pas la personnalité juridique à la SCSp tout en réduisant à peau de chagrin les conséquences négatives liées à l'absence de personnalité juridique qui aurait dû en naître. Ainsi, grâce à la liberté contractuelle laissée aux associés, ces derniers pourront, notamment dans le

³⁰⁴ Loi du 10 août 1915 concernant les sociétés commerciales, art. 22-1, §1, *op. cit.*

³⁰⁵ F. BERNARD, « La société en commandite spéciale ou l'avenir de l'industrie des fonds alternatifs au Luxembourg », *op. cit.*, p. 184.

³⁰⁶ Exposé des motifs, *op. cit.*, p. 7 ; Rapport de la Commission des Finances et du Budget, *op. cit.*, p. 6.

³⁰⁷ Loi du 10 août 1915 concernant les sociétés commerciales, art. 22-1, §2, *op. cit.*

³⁰⁸ P. SCHLEIMER, « Réflexions sur le régime patrimonial de la société en commandite spéciale », *op. cit.*, p. 9.

³⁰⁹ F. BERNARD, « La société en commandite spéciale ou l'avenir de l'industrie des fonds alternatifs au Luxembourg », *op. cit.*, p. 185.

³¹⁰ P. SCHLEIMER, « Réflexions sur le régime patrimonial de la société en commandite spéciale », *op. cit.*, p. 11.

³¹¹ F. BERNARD, « La société en commandite spéciale ou l'avenir de l'industrie des fonds alternatifs au Luxembourg », *op. cit.*, p. 185.

³¹² Loi du 10 août 1915 concernant les sociétés commerciales, art. 22-1, §7, *op. cit.*

³¹³ P. SCHLEIMER, « Réflexions sur le régime patrimonial de la société en commandite spéciale », *op. cit.*, p. 10.

cadre de la constitution d'un FIA, constituer une société qui épousera de manière parfaite leurs besoins et la nature particulière de leurs investissements³¹⁴.

Cette société, constituée par acte notarié ou sous seing privé³¹⁵, peut être établie pour une durée déterminée ou indéterminée³¹⁶, tout comme la SCS³¹⁷.

Comme la SCS, la SCSp est composée d'un ou plusieurs associés commandités et d'un ou plusieurs associés commanditaires³¹⁸. Leur nombre n'est pas limité par le législateur, ce qui permettra aux fonds de *private equity* de faire appel à beaucoup plus d'investisseurs potentiels³¹⁹.

Sauf si le contrat social en dispose autrement, un associé commandité, qui est indéfiniment et solidairement responsable des engagements de la société³²⁰, pourra être également associé commanditaire, c'est-à-dire un associé qui n'engage qu'une mise déterminée³²¹, s'il y a en tout temps au moins un associé commandité et un associé commanditaire juridiquement distincts l'un de l'autre³²². Comme le soulève F. BERNARD³²³, nous retrouvons ce mécanisme à l'identique chez le *limited partnership* des juridictions de Jersey³²⁴ et Guernesey³²⁵.

La grande liberté contractuelle laissée par le législateur luxembourgeois se retrouve également en matière de capital. Bien que la société n'ait pas de personnalité juridique, F. BERNARD³²⁶ pense que si par capital nous entendons « *l'ensemble des valeurs apportées par les associés à la société et qui ont été rémunérées par la remise de droits sociaux* »³²⁷, nous pouvons alors considérer que la SCSp dispose d'un capital qu'il qualifie d'« *atypique* »³²⁸ à cause de la nature spécifique de cette forme sociétale. Ainsi, étant donné que la loi n'impose aucune limite de capital ou de réserve légale ni même de mention de ces derniers dans le contrat social, les associés pourront faire usage de cette liberté à leur guise et au gré de leurs besoins³²⁹.

³¹⁴ F. BERNARD, « La société en commandite spéciale ou l'avenir de l'industrie des fonds alternatifs au Luxembourg », *DAOR.*, 2014, n° 110, p. 205.

³¹⁵ Loi du 10 août 1915 concernant les sociétés commerciales, art. 4, *op. cit.*

³¹⁶ *Ibid.*, art. 22-1, §1.

³¹⁷ *Ibid.*, art. 16, §1.

³¹⁸ *Ibid.*, art. 22-1, §1.

³¹⁹ F. BERNARD, « La société en commandite spéciale ou l'avenir de l'industrie des fonds alternatifs au Luxembourg », *op. cit.*, p. 187.

³²⁰ Loi du 10 août 1915 concernant les sociétés commerciales, art. 22-1, §1, *op. cit.*

³²¹ *Ibid.*

³²² *Ibid.*, art. 22-1, §5.

³²³ F. BERNARD, « La société en commandite spéciale ou l'avenir de l'industrie des fonds alternatifs au Luxembourg », *op. cit.*, p. 187.

³²⁴ The Limited Partnerships (Jersey) Law 1994, art. 6, *op. cit.*

³²⁵ The Limited Partnerships (Guernesey) Law 1995, art. 2 (2), *op. cit.*

³²⁶ F. BERNARD, « La société en commandite spéciale ou l'avenir de l'industrie des fonds alternatifs au Luxembourg », *op. cit.*, p. 188.

³²⁷ A. STEICHEN, *Précis de droit des sociétés*, 3^e éd., Luxembourg, Editions Saint-Paul, 2011, p. 107.

³²⁸ F. BERNARD, « La société en commandite spéciale ou l'avenir de l'industrie des fonds alternatifs au Luxembourg », *op. cit.*, p. 188.

³²⁹ *Ibid.*

En échange de son ou ses apports à la société, chaque associé recevra des parts d'intérêts³³⁰ qui pourront être cotées en bourse mais qui ne pourront pas être offertes au public³³¹. Le législateur autorise les apports en nature, en numéraire mais également, et c'est une grande innovation, en industrie pour la SCSp³³².

La SCSp ne devra publier au Registre du Commerce et des Sociétés qu'une information dite « *réduite* »³³³ en ce qu'elle ne comportera pas d'information sur les *limited partners*³³⁴.

Dans une série de questions-réponses, A. DUNDON (membre du comité de direction d'Alter Domus Luxembourg et administrateur de L.I.M.S.A.) avance que les nouvelles SCS et SCSp de droit luxembourgeois devraient attirer de manière considérable les gestionnaires de fonds de *private equity* et de *real estate* du monde entier³³⁵.

3. Quels sont les avantages et les inconvénients de la SCSp par rapport au *limited partnership* de droit anglais ?

Comme nous le confiait Maître S. RABIA, avocat à la Cour au Grand-duché de Luxembourg, la SCSp de droit luxembourgeois et le *limited partnership* anglo-saxon sont très similaires, à tel point que la presse financière les qualifie de « frères jumeaux »³³⁶. Cependant, ils se distinguent tout de même sur certains aspects plus ou moins importants. Nous ne nous intéresserons ici qu'au *limited partnership* de droit anglais.

Contrairement à la SCSp qui ne se voit pas imposer de contraintes quant à la proportion de financement en capitaux propres ou en endettement, le Royaume-Uni prévoit pour son *limited partnership* un minimum d'1% de financement en capitaux propres³³⁷. De plus, le droit britannique prévoit, au contraire du droit luxembourgeois³³⁸, la publication des noms des *limited partners* et de leurs contributions à la *Companies House*³³⁹. Ainsi, les apporteurs de capitaux auront plus de facilités et de discrétion quant à leurs investissements au Luxembourg qu'au Royaume-Uni.

Aussi, l'apport en industrie est permis pour la SCSp³⁴⁰, contrairement au véhicule anglo-saxon³⁴¹. Cela nous semble être un moyen d'attirer des personnes compétentes dans les

³³⁰ Loi du 10 août 1915 concernant les sociétés commerciales, art. 22-1, §1, *op. cit.*

³³¹ Exposé des motifs, *op. cit.*, p. 7 ; Rapport de la Commission des Finances et du Budget, *op. cit.*, p. 22.

³³² Loi du 10 août 1915 concernant les sociétés commerciales, art. 22-1, §3, *op. cit.*

³³³ A. FERREY, « Loi de transposition de la directive AIFM au Luxembourg », *op. cit.*, p. 23.

³³⁴ *Ibid.*

³³⁵ L.I.M.S.A. et Deloitte, « Le secteur de la Domiciliation au Luxembourg », *op. cit.*, p. 26.

³³⁶ Annexe II : Interview de Maître S. RABIA, Question 2.

³³⁷ PWC, « Luxembourg Limited Partnership », <https://www.pwc.lu/en/private-equity/docs/pwc-private-equity-lux-limited-partnership.pdf>, (consulté le 15 février 2015), p. 13.

³³⁸ Loi du 10 août 1915 concernant les sociétés commerciales, art. 5 et 6, *op. cit.* ; Commentaire des articles, *op. cit.*, p. 168.

³³⁹ Limited Partnership Act 1907, art. 8, d) et g), *op. cit.*

³⁴⁰ Loi du 10 août 1915 concernant les sociétés commerciales, art. 22-1, §3, *op. cit.*

³⁴¹ Annexe II : Interview de Maître S. RABIA, Question 2.

structures luxembourgeoises, puisque l'apport dans la société pourrait se limiter au « simple » savoir-faire, aux compétences desdits individus, ce qui semble être moins contraignant qu'un apport en numéraire ou en nature.

Comme le soulève S. RABIA³⁴², la Loi Luxembourgeoise AIFM clarifie le rôle des associés commanditaires dans la SCSp. Ainsi, un associé commanditaire ne peut pas s'immiscer dans la gestion externe de la SCSp. S'il ne respecte pas ce prescrit, il sera alors responsable de manière indéfinie et solidaire des engagements qu'il a pris à l'égard des tiers³⁴³. Néanmoins, il est tout de même autorisé à poser des actes qui ne sont pas des actes de gestion tels que des actes de contrôle et de surveillance, ou encore l'exercice des prérogatives d'associé³⁴⁴. Le législateur britannique a quant à lui défini de manière plus imprécise les fonctions du *limited partner* et dans quelle mesure ce dernier peut participer à la prise de décision sans engager sa responsabilité³⁴⁵.

Notons que la SCS et la SCSp connaissent un franc succès depuis les modifications du droit commercial luxembourgeois. En effet, sur la période d'octobre 2014 à juillet 2015 inclus, le Registre de Commerce et des Sociétés de Luxembourg compte 419 immatriculations de SCSp et 152 immatriculations de SCS³⁴⁶.

Section III : L'attractivité luxembourgeoise sous l'angle fiscal

A. Présentation globale du régime fiscal luxembourgeois applicable

Avec près d'un milliard d'euros de recettes fiscales et plus de treize mille personnes occupées³⁴⁷, l'importance de l'industrie des fonds d'investissement dans l'économie luxembourgeoise est majeure.

1. Fiscalité directe d'un FIA

Etant donnée l'étendue de la question de la fiscalité directe d'un FIA, nous nous concentrerons uniquement sur le régime de la fiscalité directe des SCS et SCSp. Nous tenons toutefois à mettre en évidence qu'« *il n'y a pas un mais plusieurs régimes de fiscalité directe des FIA* »³⁴⁸. En effet, les FIA peuvent être constitués sous différentes formes qui sont soumises à un régime fiscal propre : un FIA constitué sous la forme d'un Fonds d'Investissement Spécialisé (ci-après « **FIS** ») sera soumis au régime fiscal des

³⁴² *Ibid.*

³⁴³ Loi du 10 août 1915 concernant les sociétés commerciales, art. 22-4, al. 2 à 4, *op. cit.*

³⁴⁴ *Ibid.*, art. 22-4, al. 5.

³⁴⁵ Annexe II : Interview de Maître S. RABIA, Question 2.

³⁴⁶ RCSL, « Statistiques de dépôt », <https://www.rcsl.lu>, (consulté le 9 août 2015).

³⁴⁷ F. BERNARD, « La société en commandite spéciale ou l'avenir de l'industrie des fonds alternatifs au Luxembourg », *op. cit.*, p. 184.

³⁴⁸ Annexe II : Interview de Maître S. RABIA, Question 5.

FIS et ne sera donc pas assujetti aux impôts directs ; un FIA constitué sous la forme d'une Société d'Investissement en Capital Risque (ci-après « **SICAR** ») peut être (i) transparent, c'est-à-dire que l'entité en question ne sera pas considérée comme un contribuable, ou (ii) opaque, avec pour conséquence que la société sera considérée comme un contribuable³⁴⁹.

En ce qui concerne le régime fiscal de la SCS et de la SCSp, il est important de préciser que ces instruments sont soumis au même régime fiscal³⁵⁰. Ainsi, trois impôts différents sont susceptibles de frapper ces véhicules : l'Impôt sur le Revenu des Collectivités (ci-après « **IRC** »), l'impôt sur la fortune et l'Impôt Commercial Communal (ci-après « **ICC** »)

Premièrement, ces véhicules ne sont pas soumis en tant que tel à l'IRC³⁵¹ car ils sont considérés comme « *n'ayant pas de personnalité juridique distincte de celle des associés* »³⁵² : seuls les associés commanditaires personnes morales sont susceptibles d'être soumis à cet impôt³⁵³.

Aussi, la SCS et la SCSp ne sont pas soumises à l'impôt sur la fortune³⁵⁴.

Enfin, si ces sociétés exercent au Luxembourg (c'est-à-dire si elles y ont un établissement stable³⁵⁵) une activité commerciale au sens de la loi sur le Revenu³⁵⁶ (ci-après « **LIR** »), elles seront soumises à l'ICC³⁵⁷. Cependant, le

³⁴⁹ *Ibid.*

³⁵⁰ Loi du 12 juillet 2013 relative aux gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs et – portant transposition de la directive 2011/61/UE du Parlement européen et du Conseil du 8 juin 2011 sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs et modifiant les directives 2003/41/CE et 2009/65/CE ainsi que les règlements (CE) n° 1060/2009 et (UE) n° 1095/2010; – portant modification: – de la loi modifiée du 17 décembre 2010 concernant les organismes de placement collectif; – de la loi modifiée du 13 février 2007 relative aux fonds d'investissement spécialisés; – de la loi modifiée du 15 juin 2004 relative à la société d'investissement en capital à risque (SICAR); – de la loi modifiée du 13 juillet 2005 relative aux institutions de retraite professionnelle sous forme de société d'épargne-pension à capital variable (sepcav) et d'association d'épargne pension (assep); – de la loi du 13 juillet 2005 concernant les activités et la surveillance des institutions de retraite professionnelle; – de la loi modifiée du 5 avril 1993 relative au secteur financier; – de la loi modifiée du 12 novembre 2004 relative à la lutte contre le blanchiment et contre le financement du terrorisme; – de la loi modifiée du 23 décembre 1998 portant création d'une commission de surveillance du secteur financier; – de la loi modifiée du 10 août 1915 concernant les sociétés commerciales; – de la loi modifiée du 19 décembre 2002 concernant le registre de commerce et des sociétés ainsi que la comptabilité et les comptes annuels des entreprises; – du Code de commerce; – de la loi modifiée du 4 décembre 1967 concernant l'impôt sur le revenu; – de la loi modifiée du 1er décembre 1936 concernant l'impôt commercial; – de la loi modifiée d'adaptation fiscale du 16 octobre 1934; – de la loi modifiée du 16 octobre 1934 sur l'évaluation des biens et valeurs; – de la loi modifiée du 12 février 1979 concernant la taxe sur la valeur ajoutée, art. 208, 4° et 210, *op. cit.*

³⁵¹ Loi du 4 décembre 1967 concernant l'impôt sur le revenu, art. 159 et 175, *Mémorial A*, 6 décembre 1967, n° 79, p. 1228.

³⁵² *Ibid.*, art. 175.

³⁵³ P. MISCHO, « La mise en place d'un fonds de private equity sous forme de société en commandite : aspects fiscaux », *op. cit.*, p. 36.

³⁵⁴ *Ibid.*

³⁵⁵ *Ibid.*

³⁵⁶ Loi du 4 décembre 1967 concernant l'impôt sur le revenu, *op. cit.*

³⁵⁷ L. modifiée du 1er décembre 1936 concernant l'impôt commercial communal, §2, *Mémorial A*, 2 janvier 1936, n° 901, p. 9001.

législateur luxembourgeois a profité de la transposition de la Directive AIFM pour permettre à ces véhicules de devenir totalement transparents d'un point de vue fiscal si les associés commandité sont des sociétés de capitaux qui détiennent jusqu'à 5% de l'ensemble des parts émises par le véhicule : de la sorte, ils ne seront pas considérés comme exerçant une activité commerciale et ne seront donc pas soumis à l'ICC³⁵⁸.

2. Régime TVA applicable aux services de gestion prestés aux FIA

Autre aspect fiscal important : le régime d'exonération de la TVA est étendu, sous certaines conditions, par la Loi Luxembourgeoise AIFM aux services de gestion prestés aux FIA³⁵⁹. Cette exonération existait déjà pour certains fonds d'investissement (comme par exemple pour les OPC ou encore les OPCVM)³⁶⁰. En effet, cette nouvelle exemption fait écho à la Directive TVA qui prévoit que la gestion de fonds commun de placement tels que définis par les Etats membres³⁶¹ est exonérée de TVA³⁶².

3. Régime fiscal des gestionnaires de FIA

« En vue d'attirer les gestionnaires de fonds actuellement implantés dans d'autres juridictions concurrentes du Luxembourg »³⁶³, la loi de transposition luxembourgeoise a mis en place un régime temporaire de taxation de l'intéressement aux plus-values (« *carried interests* ») en faveur des gestionnaires (en ce compris les salariés) de fonds d'investissement alternatifs³⁶⁴.

Par « intéressement aux plus-values », le législateur luxembourgeois entend « *une part des bénéfices du FIA qui revient au gestionnaire à titre de compensation pour la gestion du FIA, et excluant toute part des bénéfices du FIA revenant au gestionnaire au titre du rendement d'investissements réalisés par le gestionnaire dans le FIA* »³⁶⁵.

³⁵⁸ Loi du 4 décembre 1967 concernant l'impôt sur le revenu, art. 14, 4., *op. cit.* ; Interview de Maître S. RABIA, Question 6.

³⁵⁹ Loi du 12 février 1979 concernant la taxe sur la valeur ajoutée (TVA), art. 44, §1, d), iv), *op. cit.* ; A. FERREY, « Loi de transposition de la directive AIFM au Luxembourg », *op. cit.*, p. 24 ; P. MISCHO, « La mise en place d'un fonds de private equity sous forme de société en commandite : aspects fiscaux », *op. cit.*, p. 46.

³⁶⁰ Loi du 12 février 1979 concernant la taxe sur la valeur ajoutée (TVA), art. 44, §1, d), i) à iii), *op. cit.*

³⁶¹ Confirmé par la jurisprudence européenne : C.J.C.E., 4 mai 2006 (Abbey National plc et Inscape Investment Fund c. Commissioners of Customs & Excise), C-169/04, *J.O.U.E.*, C 165, du 15 juillet 2006, p. 4

³⁶² Dir. (CE) n° 112/2006 du Conseil du 28 novembre 2006 relative au système commun de taxe sur la valeur ajoutée, art. 135, §1, g), *J.O.U.E.*, L 347, du 11 décembre 2006, p. 1.

³⁶³ Avis de la Chambre de Commerce, *op. cit.*, p. 7.

³⁶⁴ *Ibid.*

³⁶⁵ Loi du 12 juillet 2013 relative aux gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs et – portant transposition de la directive 2011/61/UE du Parlement européen et du Conseil du 8 juin 2011 sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs et modifiant les directives 2003/41/CE et 2009/65/CE ainsi que les règlements (CE) n° 1060/2009 et (UE) n° 1095/2010; – portant modification: – de la loi modifiée du 17 décembre 2010 concernant les organismes de placement collectif; – de la loi modifiée du 13 février 2007 relative aux fonds d'investissement spécialisés; – de la loi modifiée du 15 juin 2004 relative à la société d'investissement en capital à risque (SICAR); – de la loi modifiée du 13 juillet 2005 relative aux institutions de retraite professionnelle sous forme de société d'épargne-pension à capital variable (sepcav) et d'association

En principe considérés comme bénéfiques de spéculation³⁶⁶, ces revenus sont censés être soumis à l'impôt sur le revenu sur base du barème d'imposition progressif³⁶⁷.

Se justifiant par le fait que la partie des fonctions d'un gestionnaire qui consiste en l'invention et l'établissement de produits financiers dans lesquels il investit également n'est rémunérée par un intéressement aux plus-values qu'en cas de succès du produit, cette partie de leurs fonctions diffère de leurs autres fonctions de gestion et justifie donc un traitement différent³⁶⁸.

Ainsi, cet intéressement aux plus-values sera considéré comme un revenu extraordinaire imposable par application de l'article 131, alinéa 1, lettre d) de la loi concernant l'impôt sur les revenus³⁶⁹. Certaines conditions doivent être respectées : il faut que ces revenus soit réalisés par des personnes physiques qui n'avaient pas leur domicile fiscal au Luxembourg, ni n'étaient soumises à l'impôt sur le revenu des personnes physiques du chef de revenus professionnels au cours des cinq années d'imposition précédant celle de l'entrée en vigueur de la Loi Luxembourgeoise AIFM, et qu'aucune avance sur l'intéressement aux plus-values n'a été mise à la disposition du salarié. Aussi, il faut que les personnes physiques visées aient établi leur domicile fiscal au Luxembourg au maximum dans les cinq années de l'entrée en vigueur de la Loi Luxembourgeoise AIFM. Enfin, il faut que les investisseurs aient préalablement récupéré leurs investissements dans le FIA. Ce régime fiscal s'appliquera jusqu'à la dixième année d'imposition qui suit celle de leur prise de fonctions donnant droit au revenu visé au Luxembourg³⁷⁰.

d'épargne pension (assep); – de la loi du 13 juillet 2005 concernant les activités et la surveillance des institutions de retraite professionnelle; – de la loi modifiée du 5 avril 1993 relative au secteur financier; – de la loi modifiée du 12 novembre 2004 relative à la lutte contre le blanchiment et contre le financement du terrorisme; – de la loi modifiée du 23 décembre 1998 portant création d'une commission de surveillance du secteur financier; – de la loi modifiée du 10 août 1915 concernant les sociétés commerciales; – de la loi modifiée du 19 décembre 2002 concernant le registre de commerce et des sociétés ainsi que la comptabilité et les comptes annuels des entreprises; – du Code de commerce; – de la loi modifiée du 4 décembre 1967 concernant l'impôt sur le revenu; – de la loi modifiée du 1er décembre 1936 concernant l'impôt commercial; – de la loi modifiée d'adaptation fiscale du 16 octobre 1934; – de la loi modifiée du 16 octobre 1934 sur l'évaluation des biens et valeurs; – de la loi modifiée du 12 février 1979 concernant la taxe sur la valeur ajoutée, art. 1, (52), *op. cit.*

³⁶⁶ Loi du 4 décembre 1967 concernant l'impôt sur le revenu, art. 99bis, §1a, 1., *op. cit.*

³⁶⁷ P. MISCHO, « La mise en place d'un fonds de private equity sous forme de société en commandite : aspects fiscaux », *op. cit.*, p. 54.

³⁶⁸ Exposé des motifs, *op. cit.*, p. 8.

³⁶⁹ Loi du 4 décembre 1967 concernant l'impôt sur le revenu, *op. cit.*

³⁷⁰ Loi du 12 juillet 2013 relative aux gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs et – portant transposition de la directive 2011/61/UE du Parlement européen et du Conseil du 8 juin 2011 sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs et modifiant les directives 2003/41/CE et 2009/65/CE ainsi que les règlements (CE) n° 1060/2009 et (UE) n° 1095/2010; – portant modification: – de la loi modifiée du 17 décembre 2010 concernant les organismes de placement collectif; – de la loi modifiée du 13 février 2007 relative aux fonds d'investissement spécialisés; – de la loi modifiée du 15 juin 2004 relative à la société d'investissement en capital à risque (SICAR); – de la loi modifiée du 13 juillet 2005 relative aux institutions de retraite professionnelle sous forme de société d'épargne-pension à capital variable (sepcav) et d'association d'épargne pension (assep); – de la loi du 13 juillet 2005 concernant les activités et la surveillance des institutions de retraite professionnelle; – de la loi modifiée du 5 avril 1993 relative au secteur financier; – de la loi modifiée du 12 novembre 2004 relative à la lutte contre le blanchiment et contre le financement du terrorisme; – de la loi modifiée du 23 décembre 1998 portant création d'une commission de surveillance du secteur financier; – de la loi modifiée du 10 août 1915 concernant les sociétés commerciales; – de la loi modifiée du 19 décembre 2002 concernant le registre de commerce et des sociétés ainsi que la comptabilité et

L'application de ce régime aura pour effet de faire bénéficier les personnes visées d'un taux d'imposition réduit de trois-quarts par rapport à l'imposition normale³⁷¹, soit un taux d'environ 11%³⁷².

Cet incitant fiscal qui profite grandement aux gestionnaires personnes physiques de FIA a été extrêmement bien reçu par la Chambre de Commerce luxembourgeoise, qui avance que pour faire face au fait que le Luxembourg ne constitue pas une « *destination privilégiée* »³⁷³ pour les gestionnaires, cet effort fiscal consenti par le Luxembourg lui paraît « *acceptable* »³⁷⁴ en ce que les retombées de l'installation au Grand-duché de cette catégorie de travailleurs seront grandement bénéfiques pour le pays (consommation directe et indirecte, cotisations sociales, développement de l'expertise de la gestion des FIA)³⁷⁵.

Cependant, S. RABIA nous a confié qu'« à [sa] connaissance, ce régime n'a pas eu un succès suffisant pour le qualifier « *d'avantage de poids* » pour le Luxembourg »³⁷⁶.

Aussi, cet incitant fiscal suscite des questions : ce régime est-il applicable aux personnes susmentionnées qui exercent leurs fonctions pour un FIA qui ne se voit pas appliquer les dispositions de la Loi AIFM car il se trouve en dessous des seuils de *minimis* de l'article 3 de la loi susmentionnée³⁷⁷ ? La condition de transfert de résidence fiscale des gestionnaires n'est-elle pas contraire au principe d'égalité devant l'impôt³⁷⁸ vis-à-vis des autres gestionnaires résidents fiscaux luxembourgeois ou y exerçant leurs activités³⁷⁹ ?

B. Comparaison avec les régimes anglais et belges

1. De la fiscalité directe d'un FIA

Etant donnée l'étendue de la matière qui peut être abordée ici, nous ne nous concentrerons que sur les formes de société qui se rapprochent le plus de la SCS et de la SCSp de droit luxembourgeois, à savoir la société en commandite simple de droit belge et le *limited partnership* de droit anglais.

les comptes annuels des entreprises; – du Code de commerce; – de la loi modifiée du 4 décembre 1967 concernant l'impôt sur le revenu; – de la loi modifiée du 1er décembre 1936 concernant l'impôt commercial; – de la loi modifiée d'adaptation fiscale du 16 octobre 1934; – de la loi modifiée du 16 octobre 1934 sur l'évaluation des biens et valeurs; – de la loi modifiée du 12 février 1979 concernant la taxe sur la valeur ajoutée, art. 213, *op. cit.* ; Loi du 4 décembre 1967 concernant l'impôt sur le revenu, art. 99bis, §1a, 1., *op. cit.*

³⁷¹ Avis de la Chambre de Commerce, *op. cit.*, p. 7.

³⁷² A. FERREY, « Loi de transposition de la directive AIFM au Luxembourg », *op. cit.*, p. 24.

³⁷³ Avis de la Chambre de Commerce, *op. cit.*, pp. 7-8.

³⁷⁴ *Ibid.*

³⁷⁵ *Ibid.*

³⁷⁶ Annexe II : Interview de Maître S. RABIA, Question 4.

³⁷⁷ Nous vous renvoyons à l'excellente contribution de P. MISCHO en la matière : P. MISCHO, « La mise en place d'un fonds de private equity sous forme de société en commandite : aspects fiscaux », *op. cit.*, pp. 55-56.

³⁷⁸ Const. Luxembourgeoise, art. 10bis et 101, §2, http://www.legilux.public.lu/leg/textescoordonnes/recueils/Constitution/constitution_gdl.pdf, (consulté le 24 février 2015).

³⁷⁹ Voy. P. MISCHO, « La mise en place d'un fonds de private equity sous forme de société en commandite : aspects fiscaux », *op. cit.*, pp. 59-60.

En Belgique, est assujettie à l'impôt des sociétés toute société résidente³⁸⁰, c'est-à-dire toute société qui dispose de la personnalité juridique³⁸¹, qui recourt à « *une exploitation ou à des opérations de caractère lucratif* »³⁸² et « *qui a en Belgique son siège social, son principal établissement ou son siège de direction ou d'administration et qui n'est pas exclue du champ d'application de l'impôt des sociétés* »³⁸³. La SCS de droit belge ayant la personnalité juridique³⁸⁴, elle sera donc soumise à cet impôt dont le taux sera de (i) 33,99% des revenus imposables ou de (ii) 24,89% à 35,54% des revenus imposables si ces derniers n'excèdent pas 322.500 euros³⁸⁵.

Au Royaume-Uni, le *limited partnership* n'est pas traité comme une entité distincte de ses *partners* et sera ainsi transparent fiscalement : les autorités fiscales britanniques se tourneront donc directement vers ses *partners* le cas échéant³⁸⁶.

2. Régime TVA applicable aux services de gestion prestés aux FIA

Le droit fiscal anglais exonère également les frais de gestion qu'occasionne l'investissement entrepris par les OPC (dénommé « *collective investment undertaking* » en droit anglais)³⁸⁷. Un FIA étant défini par la Loi Anglaise AIFM comme étant un *collective investment undertaking*³⁸⁸, les frais de gestion qu'ils facturent sont également exonérés.

Quant au droit belge, il convient de noter qu'au vu de la formulation actuelle de la législation, la gestion des FIA n'entre pas dans le cadre de l'exonération des services de gestion³⁸⁹. Cependant, l'Administration générale de la Fiscalité a publié une décision TVA qui indique que les OPCA qui, jusqu'au 27 mars 2014, entraient dans le champ

³⁸⁰ C.I.R./92, art. 179.

³⁸¹ *Ibid.*, art. 2, §1, a), al. 1.

³⁸² *Ibid.*, art. 2, §1, a), al. 1.

³⁸³ *Ibid.*, art. 2, §1, b).

³⁸⁴ C. soc., art. 2, §2.

³⁸⁵ C.I.R./92, art. 215.

³⁸⁶ Income and Corporation Taxes Act 1988, ss. 111 et 112, <http://www.legislation.gov.uk/ukpga/1988/1/contents/enacted>, (consulté le 29 mai 2015).

³⁸⁷ The VAT Act 1994, Schedule 9, Group 5, Item 9 et 10, <http://www.legislation.gov.uk/ukpga/1994/23/schedule/9>, (consulté le 12 août 2015) ; HM Revenue & Customs, « VAT Notice 701/49 : finance - Management of investments and portfolios, funds, 'wrapper' products and related services », <https://www.gov.uk/government/publications/vat-notice-70149-finance/vat-notice-70149-finance#management-of-investments-and-portfolios-funds-wrapper-products-and-related-services>, (consulté le 12 août 2015).

³⁸⁸ The Alternative Investment Fund Managers Regulations 2013, art. 3, §1, *op. cit.*

³⁸⁹ L'administration fiscale indique, dans sa Décision TVA n° E.T.127.885 dd. 30.03.2015, <http://ccff02.minfin.fgov.be/KMWeb/document.do?method=view&id=5dff12e1-0c5d-40a6-ab39-569aedd13a2&documentLanguage=FR#findHighlighted>, (consulté le 29 juillet 2015), que « *tel qu'il est entré en vigueur le 16.07.2014, l'article 44, § 3, 11°, du Code de la TVA exempte de la TVA la gestion des organismes de placement collectif visés par la loi du 03.08.2012 relative à certaines formes de gestion collective de portefeuilles d'investissement, des sociétés immobilières réglementées publiques ou institutionnelles visées à l'article 2, 1°, 2° et 3° de la loi du 12.05.2014 relative aux sociétés immobilières réglementées et des organismes de financement de pensions visés à l'article 8 de la loi du 27.10.2006 relative au contrôle des institutions de retraite professionnelle* ».

d'application de la loi du 3 août 2012³⁹⁰ continuent de bénéficier de l'exemption de la TVA prévue par l'article 44, § 3, 11°, du Code de la TVA³⁹¹ : sont ainsi visés entre autres les SICAFI ou encore les PRICAF. Nous en déduisant *a contrario* que pour les autres OPCA, l'Administration fiscale belge appliquera la TVA sur les services de gestion qui lui seront fournis.

3. Régime fiscal des gestionnaires de FIA

Le droit fiscal belge ne prévoit pas de règles spécifiques sur la fiscalité des *carried interests* : par conséquent, ils seront traités comme des revenus professionnels³⁹² ou comme un dividende³⁹³ en fonction de la structure de la rémunération³⁹⁴. Notons au passage que le versement de ce type de rémunération devra être conforme à un certains nombres de principes énumérés par la Loi OPCA³⁹⁵.

Par contre, au Royaume-Uni, une mesure récente vient d'être adoptée par le législateur qui a pour but de « *rendre le système de taxation plus juste en s'assurant que les individus qui bénéficient d'un gain sous la forme de carried interest soient taxés sur la réelle valeur économique du gain et [en s'assurant] que les outils de planification qui permettent une taxation plus faible ne soit pas efficaces* »³⁹⁶. Alors que les *carried interests* sont taxés comme des gains en capital, cette nouvelle mesure, qui produit ses effets sur les *carried interests* gagnés à partir du 8 juillet 2015, a pour but de lutter contre les déductions fiscales qui permettaient aux cadres des fonds de *private equity* de payer moins que le taux applicable pour les gains en capital. Cette réforme aura donc pour conséquence une hausse de la charge fiscale pour les contribuables visés, ce qui pourrait être selon nous un facteur démotivant pour les gestionnaires de FIA. Notons que le gouvernement britannique espère engendrer 1 milliard de pounds de recettes supplémentaires sur les cinq prochaines années grâce à cette mesure³⁹⁷, ce qui prouve selon nous l'importance de ce type de rémunération au Royaume-Uni, et donc l'impact négatif que cette mesure pourra avoir sur l'attractivité du pays pour les gestionnaires.

Au vu des régimes belge et anglais à cet égard, nous pensons que le Luxembourg tente de se démarquer pour attirer du personnel qualifié au Grand-duché. Ce dernier est

³⁹⁰ L. 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, *op. cit.*

³⁹¹ Décision TVA n° E.T.127.885 dd. 30.03.2015, *op. cit.* ; I. MASSIN, « Gestion des 'fonds de placement alternatifs' : (à nouveau) exemptée », *Fiscologue*, 10 avril 2015, n° 1426, p. 9.

³⁹² C.I.R./92, art. 23, §1^{er}.

³⁹³ *Ibid.*, art. 17, §1, 1° et 18.

³⁹⁴ S. DECKMYN, W. VANDE VELDE, « Belgium », in *Private equity – Jurisdictional comparisons*, 1^{ère} éd., Londres, The European Lawyer, 2010, p. 45.

³⁹⁵ Loi du 19 avril 2014 relative aux organismes de placement collectif alternatifs et à leurs gestionnaires, art. 42, *op. cit.*

³⁹⁶ Trad. de HM Revenue & Customs, « Investment managers: capital gains tax treatment of carried interest », https://www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/443518/Capital_gains_tax_treatment_of_carried_interest.pdf, (consulté le 7 août 2015).

³⁹⁷ HM Revenue & Customs, « Investment managers: capital gains tax treatment of carried interest », *op. cit.*

conscient que cela passera par un effort financier duquel il est attendu, comme dit précédemment, des retombées économiques plus importantes.

Chapitre 4 : Des facteurs non-réglementaires qui expliquent l'attractivité du Luxembourg

Le Directeur Général de la Chambre du Commerce du Luxembourg a avancé que « *le Luxembourg est reconnu comme étant une place financière clé au cœur de l'Europe* »³⁹⁸.

Avec 3901 OPC recensés par la CSSF³⁹⁹ et 3.528.131 millions d'actifs nets sous gestion en date du 30 juin 2015⁴⁰⁰, le Luxembourg apparaît comme étant un pionnier et leader en matière de fonds d'investissement.

« *Sa stabilité sociale, légale et réglementaire ainsi que la présence d'une main d'œuvre qualifiée, multiculturelle et polyglotte en ont fait [i.e. de Luxembourg] depuis de nombreuses années un pôle d'attraction pour les acteurs économiques et financiers de tout horizon* »⁴⁰¹.

En 2010, huit mille personnes étaient directement employées dans l'industrie luxembourgeoise des fonds d'investissement. De manière indirecte, cette industrie emploie environ cinq mille huit cents personnes, que ce soit dans le secteur de la comptabilité, de l'administration, des dépositaires, de la gestion de la relation clientèle, des fiduciaires ou encore des agents de transfert⁴⁰².

Le Grand-duché est, parmi l'ensemble des pays de l'OCDE, le pays où les travailleurs sont le moins en grève entre 2005 et 2009⁴⁰³.

Aussi, le pays de l'Union européenne où le taux de productivité au travail par personne est le plus élevé se trouve être le Luxembourg et ce depuis 2002⁴⁰⁴.

De plus, nous pensons également que le facteur linguistique joue un rôle important dans le positionnement du Luxembourg. En matière administrative et judiciaire, il est établi

³⁹⁸ Trad. de Chambre de Commerce Luxembourg et PWC, « Luxembourg : where else ? », http://www.cc.lu/fileadmin/user_upload/cc.lu/Publications/Luxembourg_whereElse_2011.pdf, (consulté le 16 juillet 2015), p. 4.

³⁹⁹ CSSF, « Nombre d'OPC », <http://www.cssf.lu/surveillance/vgi/opc/statistiques/statistiques-mensuelles/nombre-opc/>, (consulté le 30 juillet 2015).

⁴⁰⁰ CSSF, « Actifs nets des OPC », <http://www.cssf.lu/surveillance/vgi/opc/statistiques/statistiques-mensuelles/actifs-nets-des-opc/>, (consulté le 30 juillet 2015).

⁴⁰¹ L.I.M.S.A. et Deloitte, « Le secteur de la Domiciliation au Luxembourg », *op. cit.*, p. 5.

⁴⁰² EFAMA, « Asset Management in Europe Facts and Figures », juin 2013, <http://www.efama.org/Publications/Statistics/Asset%20Management%20Report/Asset%20Management%20Report%202013.pdf>, (consulté le 16 juillet 2015), p. 34.

⁴⁰³ Chambre de Commerce Luxembourg et PWC, « Luxembourg : where else ? », *op. cit.*, p. 12.

⁴⁰⁴ Eurostat, « Labour productivity per person employed », <http://ec.europa.eu/eurostat/tgm/table.do?tab=table&init=1&language=en&pcode=tec00116&plugin=1>, (consulté le 16 juillet 2015).

que tout intéressé peut faire usage du français, de l'allemand et du luxembourgeois⁴⁰⁵, étant entendu que l'anglais constitue la langue usuelle et privilégiée des affaires. Aussi, le Grand-duché est reconnu pour ses forces de travail polyglottes⁴⁰⁶.

La stabilité de l'environnement sociale et politique luxembourgeois est l'une des principales raisons qui font de Luxembourg une place privilégiée pour faire du business, y inclus le business des FIA⁴⁰⁷.

Pour mettre en avant sa stabilité et sa force politique, le Luxembourg met en avant sa qualité d'Etat fondateur de l'Union européenne, du Conseil de l'Europe, du BENELUX, de l'OCDE, de l'OTAN, ou encore des Nations Unies⁴⁰⁸.

La Chambre de Commerce du Luxembourg avance également comme élément attractif la proximité du pays avec les plus grandes places financières d'Europe (Londres, Paris, Bruxelles, Amsterdam, Zürich et Frankfort se trouvent à une heure d'avion de Luxembourg)⁴⁰⁹.

Il nous semble important de mentionner que 40% de la richesse de l'Union européenne se situe dans un rayon de 500km autour du Luxembourg et 70% dans une surface de 700km⁴¹⁰.

Il convient surtout de tenir compte des marchés voisins du marché des FIA. Le Luxembourg jouit d'une position de leader en matière de distribution de fonds d'investissement en dehors des limites de son territoire : ainsi, plus de 75% des UCITS distribués à l'international ont leur principal établissement au Grand-duché⁴¹¹. Cette expérience en matière d'OPCVM est fortement bénéfique au Luxembourg dans sa concurrence sur le marché des FIA.

La position forte du Luxembourg dans le domaine de l'économie joue également en sa faveur. Le Grand-duché bénéficie de la meilleure notation quant à sa dette souveraine puisqu'elle jouit d'un triple A attribué par les trois plus grandes sociétés de notation financières que sont Moody's⁴¹², Standard & Poor's⁴¹³ et Fitch Ratings⁴¹⁴.

⁴⁰⁵ Loi du 24 février 1984 sur le régime des langues, art. 3, *Mémorial A*, 27 février 1984, n° 16, p. 196.

⁴⁰⁶ PWC, « Luxembourg Limited Partnership », <https://www.pwc.lu/en/private-equity/docs/pwc-private-equity-lux-limited-partnership.pdf>, (consulté le 15 février 2015), p. 5.

⁴⁰⁷ Chambre de Commerce Luxembourg, « Vivre et travailler au Luxembourg », http://www.cc.lu/fileadmin/user_upload/cc.lu/Publications/VivreTravailler_FR_2009.pdf, (consulté le 16 juillet 2015).

⁴⁰⁸ Chambre de Commerce Luxembourg et PWC, « Luxembourg : where else ? », *op. cit.*, p. 11.

⁴⁰⁹ *Ibid.*, p. 10.

⁴¹⁰ *Ibid.*

⁴¹¹ ALFI, « UCITS », <http://www.alfi.lu/setting-luxembourg/ucits>, (consulté le 16 juillet 2015).

⁴¹² Moody's, « Government of Luxembourg credit rating », <https://www.moody.com/credit-ratings/Luxembourg-Government-of-credit-rating-455785>, (consulté le 30 juillet 2015).

⁴¹³ Standard and Poor's Ratings Agency, « Luxembourg 'AAA/A-1+' Ratings Affirmed ; Outlook Stable », http://www.standardandpoors.com/en_US/web/guest/article/-/view/type/HTML/id/1391244, (consulté le 30 juillet 2015).

De plus, le Luxembourg est considéré comme bénéficiant d'une économie prospère, de perspectives de croissances solides et d'un cadre institutionnel robuste⁴¹⁵. Le Grand-duché jouit également d'un des plus importants revenus par habitant au monde⁴¹⁶.

Cette robustesse de l'économie luxembourgeoise repose en grande partie sur le secteur des services financiers qui demeure une activité clé pour le pays : en effet, il représente 27% de la valeur ajoutée brute du pays, 12% de l'emploi luxembourgeois et 23% des revenus de l'Etat liés à la perception de l'impôt⁴¹⁷.

Enfin, comme un symbole pour un pays petit de par sa taille, le Luxembourg voit de grandes sociétés multinationales établir leur siège social sur le territoire, comme ArcelorMittal, l'équipementier automobile Delphi, le chocolatier Ferrero, le groupe RTL, Amazon.com, PayPal ou encore Apple iTunes⁴¹⁸, ce qui témoigne d'après nous de l'importante attractivité du Grand-duché.

Conclusion

La présente contribution avait pour objet de déterminer si le Luxembourg est une place de choix pour les FIA et leur gestion. Pour répondre à cette question, il nous a semblé important de comparer le régime légal luxembourgeois aux régimes anglais (car il s'agit de l'un de ses plus grands concurrents en la matière) et belge sur certains aspects légaux.

Nous avons pu constater que la Directive AIFM a clairement modifié le paysage de l'industrie européenne des FIA tant elle impose des contraintes substantielles. Sachant qu'un très grand nombre de gestionnaires de FIA sont localisés aux Etats-Unis et en Europe, le *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act* couplé à la Directive AIFM permettent, comme le soulève C. MARTOUGIN⁴¹⁹, de s'assurer qu'un très grand nombre de gestionnaires de FIA dans le monde respectent des exigences essentielles.

Dans un premier temps, nous avons analysé les grands axes de la Directive AIFM. Cela appelle peu de commentaires, hormis le fait que le législateur européen a selon nous rempli ses objectifs de meilleur contrôle des gestionnaires de FIA (et par là des FIA), de

⁴¹⁴ Fitch Ratings, « Fitch Affirms Luxembourg at 'AAA' ; Outlook Stable », <https://www.fitchratings.com/site/fitch-home/pressrelease?id=987767>, (consulté le 30 juillet 2015).

⁴¹⁵ Moody's, « Luxembourg's credit profile remains strong, despite economic uncertainties related to ongoing regulatory and tax changes », 1^{er} juin 2015, https://www.moodys.com/research/Moodys-Luxembourgs-credit-profile-remains-strong-despite-economic-uncertainties-related--PR_326751, (consulté le 30 juillet 2015).

⁴¹⁶ *Ibid.*

⁴¹⁷ *Ibid.*

⁴¹⁸ <http://www.luxembourgforbusiness.lu/fr/investir/les-secteurs/sieges-sociaux>, (consulté le 4 août 2015).

⁴¹⁹ C. MARTOUGIN, « The Alternative Investment Fund Managers Directive (AIFMD) », *Euredia*, 2011, n° 3, p. 365.

renforcement de la transparence de l'activité de ces gestionnaires et d'harmonisation européenne des règles de commercialisation.

Ensuite, nous avons étudié la transposition de certains aspects importants de la Directive AIFM en Belgique, au Luxembourg et au Royaume-Uni. Il ressort de notre analyse qu'en ce qui concerne la matière de ladite directive, le législateur luxembourgeois ne s'est pas particulièrement mis en avant via sa transposition tant la Directive laissait peu de marge de manœuvre aux Etats membres dans leur transposition. Il a toutefois essayé de se démarquer en créant un nouveau statut PSF, statut qui permettrait d'accroître la concurrence du marché et donner plus de flexibilité aux gestionnaires de FIA dans leur choix du dépositaire.

Dans un troisième temps, nous avons abordé principalement les modifications du droit commercial luxembourgeois et le cadre fiscal du Grand-duché.

En ce qui concerne le droit commercial, le législateur luxembourgeois a clairement fait un grand pas dans l'attractivité du pays en créant la SCSp et en revoyant le régime de la SCS. En agissant de la sorte, il a effacé ce qui constituait pour le Luxembourg un frein dans sa concurrence avec les places anglo-saxonnes, principales rivales en matière de FIA. La pratique révélait que les investisseurs et les promoteurs de ces fonds réclamaient ce type de véhicules (plus particulièrement des structures du type SCSp) pour structurer les investissements. Ainsi, en répondant à la demande du marché, le Luxembourg a fortement contribué à l'amélioration de son attractivité.

Du point de vue fiscal, la différence majeure entre les régimes nationaux analysés consiste en la mise en place au Luxembourg d'un régime fiscal avantageux pour les *carried interests*. Cet élément nous paraît fort intéressant, tout particulièrement lorsqu'il est couplé à la mise en place au Royaume-Uni d'un renforcement du régime fiscal en la matière afin d'augmenter l'imposition effective de ces rémunérations. Ceci constitue une raison de plus pour laquelle le régime luxembourgeois des *carried interests* nous semble être très avantageux pour attirer des gestionnaires qualifiés et expérimentés, mais cela pose également des questions de constitutionnalité et d'égalité face à l'impôt pour lesquelles il nous paraît difficile d'apporter des justifications légales valables.

Dans un dernier chapitre, nous nous sommes concentrés sur les facteurs réglementaires qui peuvent expliquer l'attractivité du Luxembourg. Nous pensons que c'est ici que le Grand-duché a énormément à faire valoir, tant il paraît armé sur le plan de la qualité de la main-d'œuvre et des infrastructures dont il dispose, mais également tant la flexibilité du législateur en matière de finance face aux fluctuations du contexte économique est importante pour les acteurs du marché des FIA. Nous pensons surtout que son expérience générale en matière de fonds d'investissement fait la différence face à ses

concurrents lorsque vient le moment pour un FIA ou pour un gestionnaire de choisir où s'établir.

En ayant égard à l'ensemble de ces développements, nous pensons effectivement que le Luxembourg constitue une place de choix pour les FIA et leurs gestionnaires, tant le législateur et les autorités financières se donnent les moyens d'attirer ces acteurs et de développer l'industrie des fonds d'investissement. Aussi, nous avons pu constater qu'un effort *marketing* d'envergure s'est développé au Luxembourg afin de promouvoir la place financière luxembourgeoise. Selon nous, ceci s'explique en grande partie par le fait que le Grand-duché reste très dépendant du secteur financier et se doit donc de s'assurer de la pérennité de ce secteur.

Un contact informel avec la FSMA nous a confirmé que la Belgique n'entend pas attirer tout particulièrement les FIA et leurs gestionnaires, ce pourquoi elle n'a pas développé un système légal plus attractif pour ceux-ci. Nous avons pu toutefois constater que le législateur belge a cherché à « préserver » ses anciennes SICAFI du régime de la Loi OPCA par la création de la société immobilière réglementée.

Le Royaume-Uni, également connu pour être une place financière de choix pour ces acteurs, ne s'est pas doté d'instrument légal particulier pour développer son attractivité. C'est pourquoi nous considérons que le Luxembourg a réformé son régime de manière plus intéressante et s'est donné de nouveaux moyens pour rester un leader en matière de fonds.

Un nouveau défi se présente au Luxembourg avec le dépôt par le Ministre des Finances du nouveau projet de loi de transposition⁴²⁰ de la directive 91/2014/UE⁴²¹. Le dépôt de ce projet dans un laps de temps extrêmement court prouve une nouvelle fois que le Luxembourg entend conforter sa place leader du marché. Relevons que ce projet de loi entend notamment (i) modifier les dispositions de la Loi luxembourgeoise AIFM qui concernent le contrôle des données comptables et (ii) permettre « à un gestionnaire de fonds d'investissement alternatifs autorisé à fournir certains services d'investissement »

422.

⁴²⁰ Projet de loi du [date] - portant transposition de la directive 2014/91/UE du Parlement européen et du Conseil du 23 juillet 2014 modifiant la directive 2009/65/CE portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM), pour ce qui est des fonctions de dépositaire, des politiques de rémunération et des sanctions - portant modification de : - la loi modifiée du 17 décembre 2010 concernant les organismes de placement collectif - la loi du 12 juillet 2013 relative aux gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs, http://www.chd.lu/wps/PA_RoleEtenduEuro/FTSByteServletImpl/?path=/export/exped/sexpdata/Mag/167/491/146960.pdf, (consulté le 15 août 2015), Chambre des Députés, sess. ord. 2014-2015, n° 6845/00.

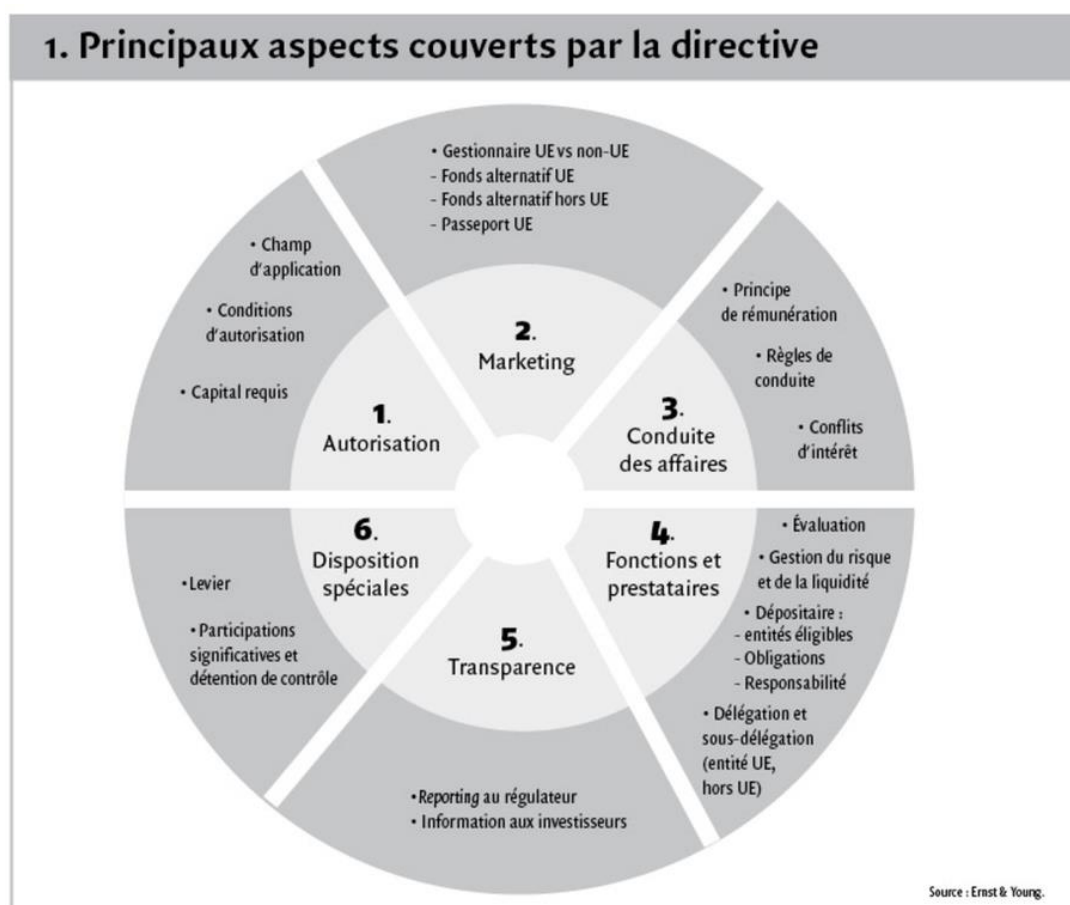
⁴²¹ Dir. (CE) n° 91/2014 du Parlement européen et du Conseil du 23 juillet 2014 modifiant la directive 2009/65/CE portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM), pour ce qui est des fonctions de dépositaire, des politiques de rémunération et des sanctions, *J.O.U.E.*, L 257, du 28 août 2014, p. 186.

⁴²² Exposé des motifs, http://www.chd.lu/wps/PA_RoleEtenduEuro/FTSByteServletImpl/?path=/export/exped/sexpdata/Mag/167/491/146960.pdf, (consulté le 15 août 2015), Chambre des Députés, sess. ord. 2014-2015, n° 6845/00, p. 4.

L'analyse de ce nouveau projet de loi pourrait également révéler que le Luxembourg essaye à nouveau de consolider sa place de leader sur le marché des fonds d'investissement. La question se pose de savoir par quels moyens il pourrait le faire, tant les directives européennes en matière financière laissent de moins en moins de place aux législateurs nationaux pour agir en la matière.

Annexes

Annexe I : Principaux aspects couverts par la Directive AIFM



Source : Ernst & Young

Annexe II : Interview de Maître S. RABIA

Maître Samia RABIA, Avocat à la Cour, inscrite au barreau de Luxembourg, est à la tête du département « Fonds d'investissement » de l'étude luxembourgeoise d'avocats Wildgen et est également spécialisée en droit des sociétés.

1. La transposition de la Directive AIFM impose une augmentation des contraintes et donc des coûts. Cela a-t-il une répercussion particulière pour l'industrie?

La directive AIFM et par conséquent, la loi AIFM du 12 juillet 2013 (la « **Loi** ») visent à harmoniser et à renforcer les exigences applicables aux gestionnaires de fonds alternatifs et des dépositaires de ces fonds alternatifs.

La Loi permet aux gestionnaires de fonds alternatifs de :

- gérer (« passeport de gestion ») et
- commercialiser (« passeport de commercialisation ») leurs fonds dans tous les États membres de l'Union européenne.

La directive AIFM et sa transposition sont calqués sur le modèle des directives dites « OPCVM » (UCITS). Ce qui présuppose l'application pour l'industrie des fonds alternatifs d'un haut niveau de réglementation en vue de bénéficier d'un passeport afin de gérer et/ou de commercialiser les fonds sous gestion.

Cette nouvelle réglementation a bien évidemment un coût très élevé.

Pour beaucoup d'associations telles que l' « ALFI » et « Luxembourg For Finance », il est encore un peu tôt pour dresser un bilan de la mise en place de la directive AIFM et donc d'analyser quelles sont les répercussions précises pour l'industrie. Une analyse pertinente correcte pourrait être raisonnablement faite dans les 3- 5 années à venir.

Néanmoins les chiffres récents de l'EFAMA (*European Fund and Asset Management Association*) sont loin d'être négatifs. En effet, au 31 mars 2015 le patrimoine global net pour le Luxembourg s'élevait à 2.955,9 milliards d'Euros, conférant au Luxembourg une part de marché de 35,7%, très loin devant l'Irlande (17,7%) et le Royaume-Uni (13,9%).

2. Quels sont les avantages / inconvénients de la SCSp par rapport au limited partnership de droit anglo-saxon?

Les deux types de structure sociétaires que sont la société en commandite spéciale luxembourgeoise (le « SCSp ») et le *limited partnership* anglo-saxon (le « LP »), sont très similaires. La presse financière les qualifie même de frères jumeaux.

Le législateur luxembourgeois a clairement fait un effort pour alléger les exigences en matière de comptabilité pour la SCSp.

Les comptes doivent bien évidemment refléter une image fidèle de la situation de la société, mais il n’y pas d’exigences au niveau du contrôle des comptes. Au niveau de l’approbation des comptes, la SCSp dispose d’une autonomie contractuelle privilégiée : les statuts peuvent prévoir qu’il n’y ait pas besoin d’assemblée générale pour approuver les comptes.

Par comparaison, le LP anglo-saxon, est soumis à plus d’exigences, tel que l’établissement d’un rapport d’un auditeur.

La Loi sur les sociétés commerciales du 10 août 1915 (la « LSC ») gouvernant la SCSp prend aussi en compte le besoin de confidentialité dans l’industrie de sorte que les noms des associés commanditaires dans une SCSp ne doivent pas être publiés.

Par comparaison, au Royaume-Uni, le nom des *limited partners* et le montant du capital contribué doivent être enregistrés auprès du *Companies House*.

De plus, contrairement au LP anglo-saxon, la SCSp permet les apports en industrie, c’est à dire l’apport d’une activité professionnelle (connaissance technique, expérience, savoir-faire).

La LSC apporte aussi une clarté au niveau du rôle des associés commanditaires dans la SCSp. Il est interdit pour l’associé commanditaire de s’immiscer dans la gestion externe de la SCSp sauf à devenir responsable de manière indéfinie et solidaire des engagements à l’égard des tiers.

Néanmoins, l’associé commanditaire peut accomplir des actes qui ne sont pas des actes de gestion (par exemple : exercice des prérogatives d’associé avis, conseils donnés à la SCSp, actes de contrôle et de surveillance).

Au Royaume-Uni, le rôle du *limited partner* et surtout, la mesure dans laquelle ces *limited partners* peuvent participer à la prise de décision, n’est pas défini de manière précise.

3. Quels sont les arguments qui jouent le plus en faveur du Luxembourg pour les FIA et leur gestion?

Une juridiction stable

Avant la crise de 2008, les fonds *offshore* se sont fortement développés, car ces derniers pouvaient être lancés très rapidement, n'étaient pas chers, et pouvaient adopter une politique d'investissement flexible.

La crise financière a permis aux investisseurs européens de se rendre compte de l'opacité de ces fonds. Ils ont donc eu tendance à les éviter progressivement. La protection des investisseurs est maintenant devenue un élément essentiel pour qui veut promouvoir son fonds en Europe.

Depuis 2009, de nombreuses mesures ont été prises pour développer un cadre réglementaire attractif en Europe pour domicilier des fonds. Avec la Loi qui fait suite à la directive AIFM, l'objectif fut d'harmoniser la réglementation applicable aux FIA et de créer une norme européenne.

Les acteurs de l'industrie des fonds bénéficient, de par la Loi, de passeport de gestion et/ou commercialisation européen qui leur ouvre un marché potentiel de 450 millions de personnes (sans nécessité de passer par des régimes contraignants et non uniformes de *Private placement*). En obtenant une autorisation au Luxembourg (ou tout autre pays de l'Union), les gestionnaires et distributeurs ont accès aux 28 pays européens.

Une juridiction flexible et pragmatique avec un grand nombre de produits d'investissements (SIF, SICAR,...)

Un environnement fiscal avantageux

Une grande expérience et expertise unanimement reconnue liée aux Ucits et transposée aux FIA dans l'industrie des fonds (voir UCITS)

Une main d'œuvre internationale qualifiée plurilingue

4. Quid du régime des « *carried interests* » ? Constitue-t-il un avantage de poids pour le Luxembourg? Existe-t-il un régime comparable dans les places financières concurrentes (UK, Belgique)?

Le régime dit des *carried interest* (intéressement aux plus-values) concerne la part des bénéfices du FIA qui revient au gestionnaire à titre de compensation pour la gestion du FIA. Le système imaginé est peu maniable et distingue, *grosso modo*, entre les droits non incorporés à un titre et dont les revenus sont imposables normalement et ceux qui sont incorporés dans un titre et ne sont imposables qu'en cas de plus-value dite de spéculation, c'est-à-dire une plus-value réalisée endéans les six mois.

De plus, les gestionnaires de FIA qui migreraient au Luxembourg bénéficieraient sous conditions d'un taux d'imposition spécifique (1/4 du taux résultant du barème progressif par tranche normalement applicable).

A notre connaissance, ce régime n'a pas eu un succès suffisant pour le qualifier « d'avantage de poids » pour le Luxembourg. La France dispose d'un régime légal visant en particulier les *carried interest* mais c'est l'exception plutôt que la règle. Cela dit, dans tous les pays les contribuables et leurs conseils ont bien évidemment développé des stratégies fiscales, sur la base de règles générales, visant à diminuer la fiscalité sur ce type de revenus et certaines de ces stratégies sont devenues standardisées. Il est intéressant de noter par exemple, que le fisc anglais (HMRC) a conclu un *memorandum of understanding* sur ces pratiques avec une association représentative du secteur.

5. Quid du régime de fiscalité directe des FIA?

Il n'y a pas un mais plusieurs régimes de fiscalité directe des FIAs. Il faut en effet garder à l'esprit que la loi a considéré comme FIAs différents véhicules préexistants et qui étaient déjà soumis à leur régime fiscal propre, auquel la loi FIA n'a apporté que des modifications mineures. Ainsi, un FIA-SIF (Fond d'investissement spécialisé) est soumis au régime fiscal des SIFs et n'est donc pas assujéti aux impôts directs, alors qu'un FIA-SICAR (Société d'investissement en capital risque) est transparent si il s'agit d'une société de personne (SCS, SCSP couramment) ou opaque si il s'agit d'une société de capitaux (S.A. ou S.C.A. couramment), c'est-à-dire dans ce dernier cas assujéti aux impôt sur le revenu mais avec un régime avantageux dérogatoire au droit commun et propre aux SICAR.

On peut même très bien imaginer, bien que ce soit rare en pratique, un FIA qui ne soit soumis à aucun autre régime réglementaire et qui serait alors pleinement imposable comme toute société luxembourgeoise de type SOPARFI.

6. Qu'est-ce que la transparence fiscale pour une société? Quid du régime de transparence fiscale pour les SCSp?

La transparence fiscale consiste à faire abstraction, pour les besoins fiscaux, d'une entité. Cela signifie que l'entité en question ne sera pas considérée comme un contribuable. D'un autre côté, ses actionnaires seront imposés directement sur leur part de bénéfice, que celui-ci soit distribué ou non, comme si l'entité transparente n'existait pas. La plupart des juridictions connaissent un tel système, avec bien entendu des spécificités locales (par exemple concernant les critères permettant d'établir le caractère opaque ou

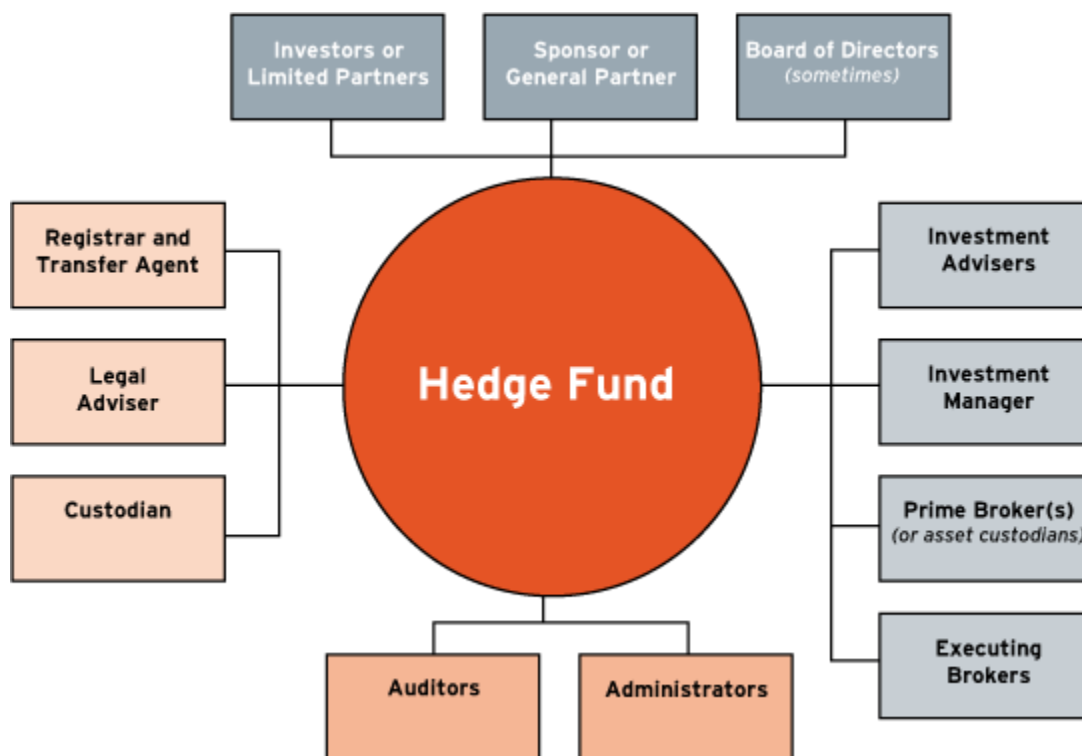
transparent d'une entité). Certaines difficultés et opportunités proviennent du fait que, suivant l'impôt et la juridiction considérée, l'appréciation de la transparence pourra être différente.

Le traitement de la SCSp (et d'ailleurs de la SCS, entre autres) comme entité transparente fonctionne exactement de cette manière en matière d'impôt sur le revenu des collectivités. Il faut cependant tenir compte de l'originalité luxembourgeoise qui veut que, à côté de l'impôt sur le revenu des collectivités, il existe également l'impôt commercial communal. La SCSp commune (qui n'est ni un SIF ni une SICAR) sera assujettie à l'impôt commercial communal si :

- elle exerce une activité commerciale, étant entendu que l'administration a confirmé que ce ne sera normalement pas le cas d'un FIA par exemple ; ou si
- l'associé commandité détient au moins 5% des parts d'intérêt.

Il est donc possible qu'une société soit opaque pour les besoins d'un impôt et transparente pour les besoins d'un autre impôt.

Annexe III : Schéma du fonctionnement d'un hedge fund



Source : <http://www.hedgefundfacts.org/hedge/about-hedge-funds/structure/>

Bibliographie

Législation

Législation européenne

- Tr. sur le fonctionnement de l'U.E., *J.O.U.E.*, C 326, du 26 octobre 2012, p. 47.
- Dir. (CE) n° 39/2004 du Parlement européen et du Conseil du 21 avril 2004 concernant les marchés d'instruments financiers, modifiant les directives 85/611/CEE et 93/6/CEE du Conseil et la directive 2000/12/CE du Parlement européen et du Conseil et abrogeant la directive 93/22/CEE du Conseil, *J.O.U.E.*, L 145, du 30 avril 2004, p. 1.
- Dir. (CE) n° 43/2006 du Parlement européen et du Conseil du 17 mai 2006 concernant les contrôles légaux des comptes annuels et des comptes consolidés et modifiant les directives 78/660/CEE et 83/349/CEE du Conseil, et abrogeant la directive 84/253/CEE du Conseil, *J.O.U.E.*, L 157, du 9 juin 2006, p. 87.
- Dir. (CE) n° 48/2006 du Parlement européen et du Conseil du 14 juin 2006 concernant l'accès à l'activité des établissements de crédit et son exercice, *J.O.U.E.*, L 177, du 30 juin 2006, p. 1.
- Dir. (CE) n° 49/2006 du Parlement européen et du Conseil du 14 juin 2006 sur l'adéquation des fonds propres des entreprises d'investissement et des établissements de crédit, *J.O.U.E.*, L 177, du 30 juin 2006, p. 201.
- Dir. (CE) n° 112/2006 du Conseil du 28 novembre 2006 relative au système commun de taxe sur la valeur ajoutée, *J.O.U.E.*, L 347, du 11 décembre 2006, p. 1.
- Dir. (CE) n° 65/2009 du Parlement européen et du Conseil du 13 juillet 2009 portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM), *J.O.U.E.*, L 302, du 17 novembre 2009, p. 32.
- Dir. (CE) n° 61/2011 du Parlement européen et du Conseil du 8 juin 2011, relative aux gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs et modifiant les directives 2003/41/CE et 2009/65/CE ainsi que les règlements (CE) n° 1060/2009 et (UE) n° 1095/2010, *J.O.U.E.*, L 174, du 1^{er} juillet 2011, p. 1.
- Dir. (CE) n° 36/2013 du Parlement européen et du Conseil du 26 juin 2013 concernant l'accès à l'activité des établissements de crédit et la surveillance prudentielle des établissements de crédit et des entreprises d'investissement, modifiant la directive 2002/87/CE et abrogeant les directives 2006/48/CE et 2006/49/CE, *J.O.U.E.*, L 176, du 27 juin 2013, p. 338.
- Dir. (CE) n° 91/2014 du Parlement européen et du Conseil du 23 juillet 2014 modifiant la directive 2009/65/CE portant coordination des dispositions

législatives, réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM), pour ce qui est des fonctions de dépositaire, des politiques de rémunération et des sanctions, *J.O.U.E.*, L 257, du 28 août 2014, p. 186.

- Règl. (UE) n° 1092/2010 du Parlement européen et du Conseil du 24 novembre 2010 relatif à la surveillance macroprudentielle du système financier dans l'Union européenne et instituant un Comité européen du risque systémique, *J.O.U.E.*, L 331, du 15 décembre 2010, p. 1.
- Règl. délégué (UE) n° 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, *J.O.U.E.*, L 83, du 22 mars 2013, p. 1.
- Règl. 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, *J.O.U.E.*, L 132, du 16 mai 2013, p. 3.
- Règl. 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, *J.O.U.E.*, L 132, du 16 mai 2013, p. 1.
- Règl. (UE) n° 575/2013 du Parlement européen et du Conseil du 26 juin 2013 concernant les exigences prudentielles applicables aux établissements de crédit et aux entreprises d'investissement et modifiant le règlement (UE) n° 648/2012, *J.O.U.E.*, L 176, du 27 juin 2013, p. 1.
- Règl. 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, *J.O.U.E.*, L 183, du 24 juin 2014, p. 18.

Législations nationales

▪ Belgique

- C.I.R./92, art. 2, §1, a) et b) ; art. 17, §1, 1° ; 18 ; 23, §1^{er} ; 179.
- C. soc., art. 2, §2.

- L. 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, *M.B.*, 19 octobre 2012, p. 63652.
- Loi du 19 avril 2014 relative aux organismes de placement collectif alternatifs et à leurs gestionnaires, *M.B.*, 17 juin 2014, p. 45353.
- L. du 12 mai 2014 relative aux sociétés immobilières réglementées, *M.B.*, 30 juin 2014, p. 48469.
- A.R. du 12 novembre 2012 relatif à certains organismes de placement collectif publics, *M.B.*, 30 novembre 2012, p. 76604.
- Exposé des motifs, *Doc. Parl.*, Ch. repr., sess. ord. 2013-2014, n° 53-3432/001, p. 5.
- Commentaire des articles, *Doc. Parl.*, Ch. repr., sess. ord. 2013-2014, n° 53-3432/001, p. 33.
- Résumé, *Doc. Parl.*, Ch. repr., sess. ord. 2013-2014, n° 53-3497/001, p. 3.
- Exposé des motifs, *Doc. Parl.*, Ch. repr., sess. ord. 2013-2014, n° 53-3497/001, p. 5.

▪ *Etats-Unis*

- Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, <http://www.gpo.gov/fdsys/pkg/PLAW-111publ203/content-detail.html>, (consulté le 25 octobre 2014).
- Delaware Code, <http://delcode.delaware.gov/>, (consulté le 5 février 2015).
- The Limited Partnerships (Jersey) Law 1994, http://www.jerseylaw.je/Law/display.aspx?url=lawsinforce%2fconsolidated%2f13%2f13.500_LimitedPartnershipsLaw1994_RevisedEdition_1January2014.htm#ID362, (consulté le 5 février 2015).
- The Limited Partnerships (Guernsey) Law 1995, <http://www.guernseylegalresources.gg/CHttpHandler.ashx?id=71072&p=0>, (consulté le 5 février 2015).
- Incorporated Limited Partnerships (Jersey) Law 2011, <http://www.jerseylaw.je/Law/display.aspx?url=lawsinforce%5Chtm%5CLawFiles%5C2011%2FL-05-2011.htm>, (consulté le 5 février 2015).
- Seperate limited partnership (Jersey) Law 2011, <http://www.jerseylaw.je/Law/display.aspx?url=lawsinforce%5Chtm%5CLawFiles%5C2011%2FL-06-2011.htm>, (consulté le 5 février 2015).

▪ *Luxembourg*

- Const. Luxembourgeoise, http://www.legilux.public.lu/leg/textescoordonnes/recueils/Constitution/constitution_gdl.pdf, (consulté le 24 février 2015).
- L. du 10 août 1915 concernant les sociétés commerciales, *Mémorial A*, 30 octobre 1915, n° 90, p. 925.
- L. modifiée du 1er décembre 1936 concernant l'impôt commercial communal, *M.B.*, 2 janvier 1936, n° 901, p. 9001.
- L. du 4 décembre 1967 concernant l'impôt sur le revenu, *Mémorial A*, 6 décembre 1967, n° 79, p. 1228.
- L. du 12 février 1979 concernant la taxe sur la valeur ajoutée (TVA), *Mémorial A*, 19 février 1979, n° 11, p. 186.
- L. du 24 février 1984 sur le régime des langues, *Mémorial A*, 27 février 1984, n°16, p. 196.
- L. du 15 juin 2004 relative à la Société d'investissement en capital à risque (SICAR) et portant modification de - la loi modifiée du 4 décembre 1967 relative à l'impôt sur le revenu - la loi modifiée du 16 octobre 1934 concernant l'impôt sur la fortune - la loi modifiée du 1er décembre 1936 concernant l'impôt commercial communal - la loi modifiée du 12 février 1979 concernant la taxe sur la valeur ajoutée - la loi modifiée du 20 décembre 2002 concernant les organismes de placement collectif, *Mémorial A*, 22 juin 2004, n° 95, p. 1568.
- L. du 13 février 2007 relative aux fonds d'investissement spécialisés et portant – modification de la loi modifiée du 20 décembre 2002 relative aux organismes de placement collectif, – modification de la loi modifiée du 12 février 1979 concernant la taxe sur la valeur ajoutée, *Mémorial A*, 13 février 2007, n° 13, p. 368.
- L. du 17 décembre 2010 concernant les organismes de placement collectif et - portant transposition de la directive 2009/65/CE du Parlement européen et du Conseil du 13 juillet 2009 portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM) (refonte); - portant modification: - de la loi modifiée du 20 décembre 2002 concernant les organismes de placement collectif; - de la loi modifiée du 13 février 2007 relative aux fonds d'investissement spécialisés; - de l'article 156 de la loi modifiée du 4 décembre 1967 concernant l'impôt sur le revenu, *Mémorial A*, 24 décembre 2010, n° 239, p. 3928.
- L. du 12 juillet 2013 relative aux gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs et – portant transposition de la directive 2011/61/UE du Parlement

européen et du Conseil du 8 juin 2011 sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs et modifiant les directives 2003/41/CE et 2009/65/CE ainsi que les règlements (CE) n° 1060/2009 et (UE) n° 1095/2010; – portant modification: – de la loi modifiée du 17 décembre 2010 concernant les organismes de placement collectif; – de la loi modifiée du 13 février 2007 relative aux fonds d'investissement spécialisés; – de la loi modifiée du 15 juin 2004 relative à la société d'investissement en capital à risque (SICAR); – de la loi modifiée du 13 juillet 2005 relative aux institutions de retraite professionnelle sous forme de société d'épargne-pension à capital variable (sepcav) et d'association d'épargne pension (assep); – de la loi du 13 juillet 2005 concernant les activités et la surveillance des institutions de retraite professionnelle; – de la loi modifiée du 5 avril 1993 relative au secteur financier; – de la loi modifiée du 12 novembre 2004 relative à la lutte contre le blanchiment et contre le financement du terrorisme; – de la loi modifiée du 23 décembre 1998 portant création d'une commission de surveillance du secteur financier; – de la loi modifiée du 10 août 1915 concernant les sociétés commerciales; – de la loi modifiée du 19 décembre 2002 concernant le registre de commerce et des sociétés ainsi que la comptabilité et les comptes annuels des entreprises; – du Code de commerce; – de la loi modifiée du 4 décembre 1967 concernant l'impôt sur le revenu; – de la loi modifiée du 1er décembre 1936 concernant l'impôt commercial; – de la loi modifiée d'adaptation fiscale du 16 octobre 1934; – de la loi modifiée du 16 octobre 1934 sur l'évaluation des biens et valeurs; – de la loi modifiée du 12 février 1979 concernant la taxe sur la valeur ajoutée, *Mémorial A*, 15 juillet 2013, n° 119, p. 1856.

- Exposé des motifs, http://www.chd.lu/wps/PA_Archive/MergeServlet?lot=J-2011-O-0874, (consulté le 10 avril 2015), Chambre des Députés, sess. ord. 2011-2012, n° 6471/00, p. 3.
- Commentaire des articles, http://www.chd.lu/wps/PA_Archive/MergeServlet?lot=J-2011-O-0874, (consulté le 10 avril 2015), Chambre des Députés, sess. ord. 2011-2012, n° 6471/00, p. 103.
- Avis de la Chambre de Commerce, http://www.chd.lu/wps/PA_Archive/MergeServlet?lot=J-2012-O-0450, (consulté le 10 avril 2015), Chambre des Députés, sess. ord. 2012-2013, n° 6471/01.
- Rapport de la Commission des Finances et du Budget, http://www.chd.lu/wps/PA_Archive/MergeServlet?lot=J-2012-O-0798, (consulté le 10 avril 2015), Chambre des Députés, sess. ord. 2012-2013, n° 6471/07.

- Projet de loi du [date] - portant transposition de la directive 2014/91/UE du Parlement européen et du Conseil du 23 juillet 2014 modifiant la directive 2009/65/CE portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM), pour ce qui est des fonctions de dépositaire, des politiques de rémunération et des sanctions - portant modification de : - la loi modifiée du 17 décembre 2010 concernant les organismes de placement collectif - la loi du 12 juillet 2013 relative aux gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs, http://www.chd.lu/wps/PA_RoleEtenduEuro/FTSByteServingServletImpl/?path=/export/exped/sexpdata/Mag/167/491/146960.pdf, (consulté le 15 août 2015), Chambre des Députés, sess. ord. 2014-2015, n° 6845/00.
- Exposé des motifs, http://www.chd.lu/wps/PA_RoleEtenduEuro/FTSByteServingServletImpl/?path=/export/exped/sexpdata/Mag/167/491/146960.pdf, (consulté le 15 août 2015), Chambre des Députés, sess. ord. 2014-2015, n° 6845/00, p. 1.

▪ *Royaume-Uni*

- Financial Conduct Authority Handbook, <http://www.fshandbook.info/FS/html/FCA> (consulté le 2 mars 2015).
- Collective Investment Schemes (COLL), <https://fshandbook.info/FS/html/FCA/COLL>, (consulté le 15 mars 2015).
- Investment Funds Sourcebook (FUND), <http://www.fshandbook.info/FS/html/FCA/FUND> (consulté le 2 mars 2015).
- Principles of Business (PRIN), <https://fshandbook.info/FS/html/FCA/PRIN>, (consulté le 3 mars 2015).
- The Interim Prudential Sourcebook for Investment Businesses Contents (IPRU-INV), http://media.fshandbook.info/Handbook/IPRU-INV_Full_20150401_20151231.pdf, (consulté le 3 mars 2015).
- The Perimeter Guidance Manual (PERG), <https://fshandbook.info/FS/html/handbook/PERG>, (consulté le 2 mars 2015).
- Partnership Act 1890, <http://www.legislation.gov.uk/ukpga/Vict/53-54/39/contents>, (consulté le 5 février 2015).
- Limited Partnership Act 1907, <http://www.legislation.gov.uk/ukpga/Edw7/7/24/contents>, (consulté le 5 février 2015).

- Income and Corporation Taxes Act 1988, <http://www.legislation.gov.uk/ukpga/1988/1/contents/enacted>, (consulté le 29 mai 2015).
- The VAT Act 1994, <http://www.legislation.gov.uk/ukpga/1994/23/schedule/9>, (consulté le 12 août 2015).
- Financial Services and Markets Act 2000, <http://www.legislation.gov.uk/ukpga/2000/8/contents>, (consulté le 19 septembre 2014).
- The Financial Services and Markets Act 2000 (Regulated Activities) Order 2001, <http://www.legislation.gov.uk/uksi/2001/544/contents/made>, (consulté le 2 mars 2015).
- The Alternative Investment Fund Managers Regulations 2013, http://www.legislation.gov.uk/uksi/2013/1773/pdfs/uksi_20131773_en.pdf (consulté le 13 septembre 2014).
- The Alternative Investment Fund Managers (Amendment) Regulations 2013, http://www.legislation.gov.uk/uksi/2013/1797/pdfs/uksi_20131797_en.pdf (consulté le 13 septembre 2014).

Jurisprudence

- C.J.C.E., 4 mai 2006 (Abbey National plc et Inscape Investment Fund c. Commissioners of Customs & Excise), C-169/04, *J.O.U.E.*, C 165, du 15 juillet 2006, p. 4.

Doctrine

Monographies

- CAPOCCI D., *The complete guide to hedge funds & hedge funds strategies*, Basingstoke, Palgrave Macmillan, 2013.
- DECKMYN S., VANDE VELDE W., « Belgium », in *Private equity – Jurisdictional comparisons*, 1^{ère} éd., Londres, The European Lawyer, 2010, pp. 31- 47.
- DUSEMON G., HÉMERY V., MOULLA M., « Luxembourg », in *Alternative Investment Funds in Europe. Law and Practice*, Oxford, Oxford University Press, 2014, pp. 313-377.
- KREMER C., LEBBE I., *Organismes de placement collectif et véhicules d'investissement apparentés en droit luxembourgeois*, 3^e éd., Bruxelles, Larcier, 2014.

- LANDIER-JUGLAR A., BOMPAIRE F., *Gestion collective. Gérant et dépositaire face à la maîtrise des risques*, Paris, RB Edition, 2014.
- MISCHO P., « La mise en place d'un fonds de private equity sous forme de société en commandite : aspects fiscaux », in *Les commandites en droit luxembourgeois*, Bruxelles, Larcier, 2013, pp. 31-62.
- PANICHI K., « Les Commandites : la liberté contractuelle et les mécanismes de sanction », in *Les commandites en Droit Luxembourgeois*, Bruxelles, Larcier, 2013, pp. 63-78.
- PIERON A., *L'impôt des non-résidents*, 2^e éd., Bruxelles, Larcier, 2010.
- ROCH A., *Les hedge funds activistes : acteurs politiques de la mondialisation financière*, Paris, La Bourdonnaye, 2013.
- ROUCH D., « United Kingdom », in *Alternative Investment Funds in Europe. Law and Practice*, Oxford, Oxford University Press, 2014, pp. 123-167.
- SCHLEIMER P., « Réflexions sur le régime patrimonial de la société en commandite spéciale », in *Les commandites en droit luxembourgeois*, Bruxelles, Larcier, 2013, pp. 9-30.
- SIMONART V., TILQUIN T., *La réglementation des SICAFI*, Bruxelles, Larcier, 2013.
- STEICHEN A., *Précis de droit des sociétés*, 3^e éd., Luxembourg, Editions Saint-Paul, 2011, p. 107.

Périodiques

- BEISSEL P., « La Directive AIFM : un changement de paradigme dans le monde des fonds alternatifs européens », *ACE Comptabilité, fiscalité, audit, droit des affaires au Luxembourg*, 2013, n° 3, pp. 17-37.
- BERNARD F., « La société en commandite spéciale ou l'avenir de l'industrie des fonds alternatifs au Luxembourg », *DAOR.*, 2014, n° 110, pp. 184-205.
- BEYTAN H., DELCOURT R., HUANG PH., « Depositary rules in the Alternative Investment Fund Managers Directive », *Luxembourg Fund Review*, 2011, n° 18, pp. 5-7.
- BOONE D., TROTSKA A., « Le renouveau de la commandite : commandite simple et commandite spéciale », *JurisNews - Droit des sociétés*, 2012, n° 8, pp. 199-202.
- BUTTIGIEG C.-P., « Negotiating and Implementing the AIFMD: The Malta Experience », *The Accountant, Spring*, 2014, pp. 34-39.
- CORBISIER I., « La société en commandite spéciale : finalités et caractéristiques », *J.T.L.*, octobre 2013, n° 29, pp. 117-126.
- DEKLERCK L., VAN CAUBERGH P.-O., « La société immobilière réglementée », *R.G.F.*, 2015, n° 3, pp. 14-24.

- DESSY E., « La directive sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs (AIFM) », *D.B.F.*, 2011, IV-V, pp. 219-238.
- DESSY E., « La commercialisation d'organismes de placement collectif alternatifs en Belgique », *D.B.F.*, 2014, IV, pp. 202-222.
- DUGUAY N., DAVID A., « Transposition de la directive AIFM », *Bulletin Joly Bourse*, 2013, n° 8, pp. 369-373.
- DURAND R., « La directive AIFM et son impact sur les fonds de *private equity* », *Rev. Dr. banc. fin.*, mai 2014, n° 3, pp. 14-17.
- ELIET G., « Dans la compétition mondiale, la directive AIFM doit être regardée comme un atout », *Bulletin Joly Bourse*, 2014, n°1, pp. 30-33.
- FERREY A., « Loi de transposition de la directive AIFM au Luxembourg », *Rev. Trim. Dr. Fin.*, 2013, n° spécial, pp. 23-26.
- FRANÇOIS B., « Présentation de la directive AIFM et de l'ordonnance française du 25 juillet 2013 transposant celle-ci », *Rev. Trim. Dr. Fin.*, 2013, n° spécial, pp. 3-17.
- GAUZES J.-P., « La Directive AIFM », *Rev. Trim. Dr. Fin.*, 2013, n° spécial, pp. 18-19.
- HILL C., « Fund management update », *Compliance Officer Bulletin*, 2014, n° 115, pp. 1-33.
- JANIN S., « Les enjeux de la transposition de la directive AIFM pour la gestion française », *Rev. Trim. Dr. Fin.*, 2013, n° spécial, pp. 20-22.
- KINSCH A., GERBER P., FERREY A., « Directive AIFM : Défis et opportunités pour l'industrie du *private equity* », *Banque et stratégie*, février 2011, n° 289, pp. 14-17.
- LACHGAR K., « De la directive OPCVM I à la transposition de la directive AIFM : exégèse de l'évolution de l'activité de dépositaire en Europe », *Bulletin Joly Bourse*, 2014, n° 1, pp. 39-44.
- MASSIN I., « Gestion des 'fonds de placement alternatifs' : (à nouveau) exemptée », *Fiscologue*, 10 avril 2015, n° 1426, p. 9.
- MARJOSOLA H., « Regulating financial markets under uncertainty: the EU approach », *E.L.Rev.*, 2014, vol. 39, pp. 338-361.
- MARTOUGIN C., « The Alternative Investment Fund Managers Directive (AIFMD) », *Euredia*, 2011, n° 3, pp. 345-365.
- MERVILLE A.-D., « La responsabilité du dépositaire », *Rev. Trim. Dr. Fin.*, 2013, n° spécial, pp. 71-77.
- PAILLER P., « Passeport et commercialisation des fonds », *Rev. Trim. Dr. Fin.*, 2013, n° spécial, pp. 48-51.

- PRÜM A., « La directive AIFM : nouveau paradigme pour la responsabilité des dépositaires ? », *Rev. Dr. banc. fin.*, janvier 2011, n° 1, pp. 3-5.
- RIASSETTO I., DUGUAY N., « AIFM, OPCVM, MIF : quel paramètre d'activités pour l'agrément des sociétés de gestion de portefeuille ? », *Bulletin Joly Bourse*, 2014, n° 1, pp. 45-54.
- RIASSETTO I., « Dépositaires – Quelles différences entre la directive OPCVM V et la directive AIFM ? », *Rev. Dr. banc. fin.*, juillet 2014, n° 4, pp. 49-51.
- RIASSETTO I., « La délégation des fonctions dans la directive AIFM », *Rev. Trim. Drt. Fin.*, 2013, n° spécial, pp. 60-68.
- RONTCHEVSKY N., « Les exigences de transparence », *Rev. Trim. Drt. Fin.*, 2013, n° spécial, pp. 58-60.
- TORCK S., « La notion de fond d'investissement alternatif (FIA) », *Rev. Trim. Drt. Fin.*, 2013, n° spécial, pp. 40-42.
- VAN DYCK T., SCHAEKEN WILLEMAERS G., « Impact en Belgique des nouvelles règles européennes en private equity », *Décideurs : Stratégie Finance Droit*, septembre 2011, pp. 70-71.
- VIEILLEFOND E., « Les enjeux pour l'Autorité des marchés financiers », *Rev. Trim. Drt. Fin.*, 2013, n° spécial, pp. 36-39.
- ZEPEDA R., « To EU, or not to EU : that is the AIFMD question », *Journal Of International Banking Law and Regulation*, 2014, vol. 29, pp. 82-102.

Divers

Documentation européenne

- Commission européenne, « Livre blanc sur l'amélioration du cadre régissant le marché unique des fonds d'investissement », Bruxelles, 15 novembre 2006, <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/FR/TXT/PDF/?uri=CELEX:52006DC0686&from=FR>, (consulté le 10 septembre 2014).
- Commission européenne, « Commission staff working document accompanying the Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on Alternative Investment Fund Managers and amending Directives 2004/39/EC and 2009/.../EC - Impact assessment », Bruxelles, 30 avril 2009, http://ec.europa.eu/internal_market/investment/docs/alternative_investments/fund_managers_impact_assessment.pdf, (consulté le 10 septembre 2014).
- EFAMA, « Asset Management in Europe Facts and Figures », juin 2013, <http://www.efama.org/Publications/Statistics/Asset%20Management%20Report/Asset%20Management%20Report%202013.pdf>, (consulté le 16 juillet 2015).

- ESMA/2013/611, « Orientations relatives aux notions essentielles contenues dans la directive sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs », Bruxelles, 13 août 2013, http://www.esma.europa.eu/system/files/esma_2013_00600000_fr_cor1.pdf, (consulté le 12 octobre 2014).
- ESMA, « ESMA in short », <http://www.esma.europa.eu/page/esma-short>, (consulté le 12 octobre 2014).
- ESMA, « ESMA's opinion and advice to the European Parliament, the Council and the Commission on the AIFMD passport », <http://www.esma.europa.eu/system/files/esma-2015-1233.pdf>, (consulté le 9 août 2015).
- Eurostat, « Labour productivity per person employed », <http://ec.europa.eu/eurostat/tgm/table.do?tab=table&init=1&language=en&pcod=e=tec00116&plugin=1>, (consulté le 16 juillet 2015).
- Memorandum 10/572, « Directive on Alternative Investment Fund Managers (« AIFMD ») : Frequently Asked Questions », Bruxelles, 11 novembre 2010, <http://europa.eu/rapid/press-release MEMO-10-572 en.htm>, (consulté le 10 septembre 2014).
- Memorandum 10/573, « Déclaration de la Commission européenne à l'occasion du vote en plénière du Parlement européen de la directive sur les gestionnaires de fonds alternatifs d'investissement », Bruxelles, 11 novembre 2010, <http://europa.eu/rapid/press-release MEMO-10-573 fr.htm?locale=fr>, (consulté le 10 septembre 2014).
- Report of the alternative investment expert group, « Developing European Private Equity », Bruxelles, juillet 2006, http://ec.europa.eu/internal_market/investment/docs/other_docs/reports/equity_en.pdf, (consulté le 10 septembre 2014).
- Report of the alternative investment expert group, « Managing, Servicing and Marketing Hedge Funds in Europe », Bruxelles, juillet 2006, http://ec.europa.eu/finance/investment/docs/other_docs/reports/hedgefunds_en.pdf, (consulté le 10 septembre 2014).
- Speech/08/505, MCCREEVY C., « The Private Equity Fund Industry within the European Economic Model », Bruxelles, 8 octobre 2008, <http://europa.eu/rapid/press-release SPEECH-08-505 en.htm>, (consulté le 11 septembre 2014).
- Working Document of the Commission Services (DG Internal Market), « Consultation Paper on Hedge Funds », Bruxelles, 18 décembre 2008, http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/docs/hedgefunds/consultation_paper_en.pdf, (consulté le 10 septembre 2014).

Documentation anglaise

- HM Revenue & Customs, « Investment managers: capital gains tax treatment of carried interest », https://www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/443518/Capital_gains_tax_treatment_of_carried_interest.pdf, (consulté le 7 août 2015).
- HM Revenue & Customs, « VAT Notice 701/49 : finance - Management of investments and portfolios, funds, 'wrapper' products and related services », <https://www.gov.uk/government/publications/vat-notice-70149-finance/vat-notice-70149-finance#management-of-investments-and-portfolios-funds-wrapper-products-and-related-services>, (consulté le 12 août 2015).
- HM Treasury, « Transposition of the Alternative Investment Fund Managers Directive », janvier 2013, https://www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/193488/consult_transposition_of_the_alternative_investment_fund_managers_directive_220113.pdf, (consulté le 15 octobre 2014).

Documentation belge

- Annexe Communication FSMA 2014_03-1, « Loi du 19 avril 2014 relative aux organismes de placement collectif alternatifs et à leurs gestionnaires : questions et réponses relatives à l'entrée en vigueur de la loi OPCA », Bruxelles, 23 juin 2014, <http://www.fsma.be/fr/Supervision/finprod/icb/circmedprak/AIFM.aspx>, (consulté le 10 octobre 2014).
- Communication FSMA_2014_03, « Entrée en vigueur de la loi du 19 avril 2014 relative aux organismes de placement collectifs alternatifs et à leurs gestionnaires », Bruxelles, 23 juin 2014, <http://www.fsma.be/fr/News.aspx>, (consulté le 10 octobre 2014).
- Circulaire FSMA_2014_09, « Les obligations des gestionnaires d'organismes de placement collectif alternatifs en matière de comptes rendus à l'égard de la FSMA », Bruxelles, 1^{er} septembre 2014, <http://www.fsma.be/fr/Supervision/finprod/icb/circmedprak/AIFM.aspx>, (consulté le 4 mai 2015).
- Décision TVA n° E.T.127.885 dd. 30.03.2015, <http://ccff02.minfin.fgov.be/KMWeb/document.do?method=view&id=5dff12e1-0c5d-40a6-ab39-569aedd13a2&documentLanguage=FR#findHighlighted>, (consulté le 29 juillet 2015).

Documentation luxembourgeoise

- Chambre de Commerce Luxembourg, « Vivre et travailler au Luxembourg », http://www.cc.lu/fileadmin/user_upload/cc.lu/Publications/VivreTravailler_FR_2009.pdf, (consulté le 16 juillet 2015).
- Chambre de Commerce Luxembourg et PWC, « Luxembourg : where else ? », http://www.cc.lu/fileadmin/user_upload/cc.lu/Publications/Luxembourg_whereElse_2011.pdf, (consulté le 16 juillet 2015).
- CSSF, « Press Release 13/32: Practical guidance in relation to the registration or authorization under the AIFM Law of AIFMs established in Luxembourg », Luxembourg, 18 July 2013, http://www.cssf.lu/fileadmin/files/Publications/Communiqués/Communiqués_2013/PR_1332_AIFM_guidance.pdf, (consulté le 23 avril 2015).
- C.S.S.F., « Frequently Asked Questions concerning the Luxembourg Law of 12 July 2013 on alternative investment fund managers as well as the Commission Delegated Regulation (EU) n° 231/2013 of 19 December 2012 supplementing Directive 2011/61/EU of the European Parliament and of the Council with regard to exemptions, general operating conditions, depositaries, leverage transparency and supervision », version 9, Luxembourg, 10 août 2015, http://www.cssf.lu/fileadmin/files/AIFM/FAQ_AIFMD.pdf, (consulté le 14 août 2015).
- CSSF, « Nombre d'OPC », <http://www.cssf.lu/surveillance/vgi/opc/statistiques/statistiques-mensuelles/nombre-opc/>, (consulté le 30 juillet 2015).
- CSSF, « Actifs nets des OPC », <http://www.cssf.lu/surveillance/vgi/opc/statistiques/statistiques-mensuelles/actifs-nets-des-opc/>, (consulté le 30 juillet 2015).
- <http://www.luxembourgforbusiness.lu/fr/investir/les-secteurs/sieges-sociaux>, (consulté le 4 août 2015).
- L.I.M.S.A. et Deloitte, « Le secteur de la Domiciliation au Luxembourg », Automne 2013, <http://www.limsa.lu/uploads/pdf/1433420394TTE13.pdf>, (consulté le 23 octobre 2014).
- PWC, « Luxembourg Limited Partnership », <https://www.pwc.lu/en/private-equity/docs/pwc-private-equity-lux-limited-partnership.pdf>, (consulté le 15 février 2015).
- RCSL, « Statistiques de dépôt », <https://www.rcsl.lu>, (consulté le 9 août 2015).

Autres

- AIMA, « Glossary », <http://www.aima.org/en/education/glossary.cfm/letter/H/term/>, (consulté le 10 septembre 2014).
- ALFI, « UCITS », <http://www.alfi.lu/setting-luxembourg/ucits>, (consulté le 16 juillet 2015).
- Fitch Ratings, « Fitch Affirms Luxembourg at 'AAA' ; Outlook Stable », <https://www.fitchratings.com/site/fitch-home/pressrelease?id=987767>, (consulté le 30 juillet 2015).
- Moody's, « Government of Luxembourg credit rating », <https://www.moody's.com/credit-ratings/Luxembourg-Government-of-credit-rating-455785>, (consulté le 30 juillet 2015).
- Moody's, « Luxembourg's credit profile remains strong, despite economic uncertainties related to ongoing regulatory and tax changes », 1^{er} juin 2015, https://www.moody's.com/research/Moodys-Luxembourgs-credit-profile-remains-strong-despite-economic-uncertainties-related--PR_326751, (consulté le 30 juillet 2015).
- PWC, « Paying Taxes 2015 », <http://www.pwc.com/gx/en/paying-taxes/pdf/pwc-paying-taxes-2015-low-resolution.pdf>, (consulté le 04 août 2015).
- Standard and Poor's Ratings Agency, « Luxembourg 'AAA/A-1+' Ratings Affirmed ; Outlook Stable », http://www.standardandpoors.com/en_US/web/guest/article/-/view/type/HTML/id/1391244, (consulté le 30 juillet 2015).

Place Montesquieu, 2 bte L2.07.01, 1348 Louvain-la-Neuve, Belgique www.uclouvain.be/drt