

Retour vers les investissements illiquides

Les investisseurs avaient certifié de ne jamais y revenir après la crise de 2008.



NICOLAS ROTH
Co-responsable de la gestion alternative
Banque REYL & Cie

La demande pour les actifs réels ainsi que pour des stratégies peu liquides rencontre un intérêt croissant depuis plusieurs mois. Que ce soit la dette privée, les investissements immobiliers ou encore le private equity, bon nombre d'investisseurs sont prêts à faire le pas de déployer du capital dans des structures offrant une liquidité restreinte. Au-delà des promesses de rendements élevés et l'absence de volatilité, quelles raisons poussent les investisseurs à s'y intéresser et quels sont les risques ? Plusieurs raisons structurelles peuvent expliquer pourquoi l'offre en investissements illiquides est solide aujourd'hui. Premièrement, l'augmentation de la pression réglementaire qui a suivi l'éclatement de la crise de 2008. Déterminé à minimiser le risque d'une nouvelle crise, le régulateur a mis en place toute une série de mesure afin que les bilans des banques soient nettoyés de toutes créances douteuses. A travers une augmentation du coût sur le bilan du maintien de ces positions risquées, le régulateur a appliqué une certaine pression sur les banques afin qu'elles vendent ces actifs. Les fonds d'investissement spécialisés,

**DETTE PRIVÉE
AINSI QUE PRIVATE
EQUITY ET
IMMOBILIER SONT
DE VRAIES
ALTERNATIVES À
UN PORTEFEUILLE
TRADITIONNEL.**

capables d'absorber ces actifs, ont développé une véritable expertise, assurant à la fois un marché secondaire efficient pour les banques ainsi que des rendements attractifs pour les investisseurs. Le fait que les banques ne participent plus autant au financement des PME à travers le crédit privé est un autre facteur expliquant l'augmentation de l'offre en investissements illiquides. Les entreprises se voient obligées de rechercher d'autres sources de financement que les canaux traditionnels des banques et s'adressent donc aux fonds de dette privée. Enfin, dans le domaine immobilier, les banques tentent de se désengager d'un certain nombre de leurs investissements avec pour contrepartie des fonds immobiliers.

LA RECHERCHE de rendements dans un monde à taux d'intérêt proche de zéro a poussé les investisseurs à chercher d'autres sources de rendement. En effet, les rendements espérés sur les obligations ne sont pas attractifs par rapport au risque encourus. Quant aux marchés actions, les violentes rotations sectorielles observées ces dernières années ont le potentiel de détruire plusieurs mois de performance en quelques jours. Pour ce qui est de la poche d'investissements alternatifs, la performance est jugée en deçà des attentes. Face à ce constat, les investisseurs ont ouvert leur univers d'investissement à des stratégies plus sophistiquées et plus performantes, notamment celles à caractère peu liquide. La diversification, le côté tangible des investissements ainsi que les promesses de rendements élevés sont des avantages indéniables des investissements peu liquides. Côté diversification, l'accès à des investissements sur les marchés privés offre aux investisseurs une diversification qu'il est quasi impossible d'obtenir sur les marchés publics. La participation au financement

d'entreprises ou encore l'investissement dans un fonds immobilier détenant des immeubles commerciaux en Europe apporte une dimension réelle, à mettre en comparaison d'investissements bien souvent éloignés de la réalité économique. Finalement, sur le long terme, les performances des bons gestionnaires de dette privée ou de private equity apportent une base stable à des portefeuilles diversifiés.

LES RISQUES restent bien présents et nécessitent une réelle due diligence afin d'être appréhendés correctement. Les mesures traditionnelles de gestion du risque ne pouvant être appliquées, l'analyse doit se concentrer sur les structures dans lesquelles les investissements sont effectués ainsi que les méthodes d'évaluation utilisées par les gérants. L'adéquation entre la liquidité des investissements et celle offerte aux investisseurs est probablement un des facteurs les plus importants de la gestion du risque afin d'éviter d'investir dans des produits hybrides offrant une certaine liquidité aux investisseurs alors que le portefeuille est composé d'investissements illiquides. En cas de stress ou de crise, ces produits pourraient se voir dans l'impossibilité de rembourser leurs clients, situation similaire à celle des hedge funds en 2008.

POUR DES INVESTISSEURS patients dont le besoin de liquidité sont moindres, les investissements illiquides que représentent la dette privée, le private equity ou encore l'immobilier sont de vraies alternatives à un portefeuille traditionnel. En revanche, il est à noter que ces investissements ne se sont pas encore démocratisés. Les minimums requis pour investir sont souvent élevés; ce type d'investissement s'adresse donc plutôt aux investisseurs de type institutionnels ayant une masse sous gestion suffisante. ■



DR. THIERRY AMY, avocat
Associé de BianchiSchwald Sàrl
Genève-Zurich-Lausanne-Berne

EN DROIT

Circulaire «Transmission directe»: mise en œuvre ardue

La Circulaire 2017/6 de la FINMA concrétise les critères selon lesquels les assujettis peuvent transmettre des informations non publiques à des autorités et services étrangers.

Le 16 décembre 2016, la FINMA a publié la Circulaire 2017/6 dite «Transmission directe», dans le but de concrétiser les critères en fonction desquels les assujettis à la surveillance prudentielle de la FINMA peuvent transmettre des informations non publiques à des autorités et services étrangers, afin de se conformer à leurs obligations réglementaires et légales sur le plan international. Entrée en vigueur le 1er janvier 2017, cette circulaire vise à clarifier la teneur de l'art. 42c LFINMA, introduit au moment des travaux législatifs liés à la Loi fédérale sur l'Infrastructure des Marchés Financiers (LIMF). Cette disposition a pour vocation d'introduire une base légale claire à la transmission d'informations non accessibles au public (de nature prudentielle ou non) à l'étranger par les assujettis eux-mêmes, sans passer par la voie de l'entraide administrative internationale (art. 42 LFINMA), dans la mesure où une telle transmission est requise en vertu de la loi suisse ou étrangère et doit permettre aux assujettis concernés de pouvoir poursuivre leurs opérations en tout légalité.

Bien que poursuivant un but louable et salué par tous les acteurs du marché, ainsi que par leurs associations professionnelles, très vite il est apparu que l'art. 42c LFINMA soulevait d'importantes questions non seulement quant à sa portée, mais également quant à savoir comment cette forme de transmission «directe» s'articulait par rapport à l'entraide administrative internationale en matière prudentielle prévue à l'article 42 LFINMA. C'est ainsi que de nombreuses personnes intéressées ont participé à la procédure d'audition relative à cette Circulaire. Dans ce cadre, l'Association Suisse des Banquiers

(ASB), ainsi qu'UBS se sont plus particulièrement inquiétées de la portée exacte de l'art. 42c LFINMA en lien avec l'article 271 du Code pénal (CP), qui, rappelons-le, réprime les actes exécutés sans droit pour un Etat étranger, en particulier quant à savoir si cette disposition légale (érigée en véritable fait justificatif pénal) ne devait s'appliquer que dans les cas où l'art. 271 CP devait également trouver application ou s'il s'agissait d'une norme à portée plus large, ce qui aurait comme conséquence qu'elle réglerait dorénavant tous les cas de transmission directe de données non publiques vers l'étranger, même ceux qui jusqu'ici avaient lieu sans base légale spécifique et qui ne soulevaient aucune difficulté. La FINMA a tranché en faveur de cette seconde hypothèse.

De même, la question de la portée exacte de l'art. 42c al. 2 LFINMA, qui autorise les assujettis à transmettre à des autorités étrangères ou aux services mandatés par celles-ci des informations qui ne sont pas publiques et qui se rapportent à des opérations réalisées par des clients et des assujettis, s'est posée. Dans ce contexte, la définition des termes «opérations réalisées par des clients», ainsi que l'identification des entités étrangères pouvant bénéficier d'une telle transmission ont fait débat.

Enfin, la procédure à suivre par les assujettis afin de respecter leur devoir de déclaration auprès de la FINMA, ainsi que les conditions auxquelles la FINMA pouvait réserver la voie de l'assistance administrative ont fait l'objet de nombreuses interrogations. De manière générale, il apparaît que cette nouvelle circulaire émise par la FINMA rencontrera en

pratique d'évidentes difficultés de mise en œuvre, d'autant plus qu'elle a pour but de venir règlementer la pratique des assujettis en matière de transmission d'informations à l'étranger tant auprès d'autorités officielles et/ou étatiques qu'auprès d'organismes privés très divers, tels que notamment des organismes d'autorégulation, des bourses, des banques dépositaires ou des contreparties centrales.

Tous ces flux d'informations, qui n'étaient jusqu'alors le plus souvent pas règlementés, car ne portant atteinte ni à des intérêts de clients ou de tiers, ni à la souveraineté suisse, devront dorénavant faire l'objet d'une analyse au cas par cas pour déterminer s'ils sont susceptibles de constituer un fait important au sens de l'art. 29 al. 2 LFINMA - dont la définition exacte n'est au demeurant à ce jour pas clairement arrêtée - nécessitant de respecter la procédure de déclaration auprès de la FINMA. Au moment d'émettre sa nouvelle Circulaire, la FINMA semble être parvenue au même constat, dans la mesure où elle a jugé utile d'émettre un rapport final de synthèse suite aux auditions effectuées, dans le cadre duquel elle apporte un certain nombre de précisions sur l'interprétation à donner à la Circulaire 2017/6.

Dans tous les cas, cette Circulaire devrait ces prochains mois occuper intensément les services juridiques des établissements assujettis, qui se sont vu impartir un délai au 30 juin 2017 pour régler dans une directive interne le processus nécessaire au respect de l'art. 42c LFINMA pas terminé. Mais il est prématuré de conclure à la «grande rotation» qui bouleverserait le paysage d'investissement. ■