

# Luxembourg : la structuration d'investissements via le nouveau Fonds d'Investissement Alternatif Réserve (FIAR)

Par Oliver R. HOOR et Jérémie SCHAEFFER, Atoz \*

Le 14 juillet 2016, le Parlement luxembourgeois a adopté la loi sur le Fonds d'Investissement Alternatif Réserve (FIAR), un nouveau véhicule qui révolutionne le paysage luxembourgeois des fonds d'investissement. Le FIAR jouit des mérites du Fonds d'Investissement Spécialisé (FIS) ou de la Société d'Investissement en Capital à Risque (SICAR), sans toutefois être soumis à l'approbation de l'autorité de surveillance du secteur financier de Luxembourg (la Commission de Surveillance du Secteur Financier, CSSF). Cet article expose les principales caractéristiques juridiques et réglementaires du FIAR et analyse son régime fiscal au Luxembourg.

## I. Introduction

Le terme «Fonds d'Investissement Alternatif» (FIA) fait référence essentiellement aux fonds d'investissement qui ne sont pas couverts par la directive européenne sur les Organismes de Placement Collectif en Valeurs Mobilières (OPCVM), et comprend, en particulier, les fonds immobiliers, les fonds *private equity*, les fonds de capital-risque, les fonds de dette et les fonds spéculatifs.

Le Luxembourg est la juridiction de premier rang pour la structuration d'investissements alternatifs en Europe. La raison de ce succès tient notamment au large éventail de véhicules luxembourgeois, régulés ou non, et à la diversité et à la qualité des solutions qu'ils offrent aux investisseurs. En outre, l'industrie des fonds luxembourgeois fournit un fort appui opérationnel aux promoteurs de fonds, entretenu par un dense réseau de prestataires de services fortement expérimentés dans la structuration et la gestion d'investissements alternatifs de dimension internationale.

L'introduction du FIAR répond à la demande des gestionnaires et investisseurs de FIA de voir institué un véhicule reprenant les principaux attraits structurels et fiscaux d'un fonds réglementé, mais qui serait exempté de l'autorisation préalable et de la surveillance prudentielle de la CSSF. L'économie de cette surveillance s'adosse sur l'intervention d'un gestionnaire de FIA (un GFIA), au sens de la directive sur les Gestionnaires de Fonds d'Investissement Alternatifs (la Directive GFIA), et se traduit par un délai de mise sur le marché du produit extrêmement réduit, de l'ordre de quelques jours seulement contre plusieurs mois pour un fonds réglementé.

## II. Considérations légales et réglementaires

### 1. Remarques liminaires

Le FIAR est un nouveau régime de fonds adapté à la structuration d'investissements alternatifs. Le régime FIAR est disponible aux FIA au sens de la loi du 12 juillet 2013 qui a transposé la Directive GFIA en droit luxembourgeois<sup>(1)</sup>. Le FIAR offre une grande flexibilité quant aux formes juridiques pouvant être adoptées afin de répondre au mieux aux besoins des investisseurs. L'éventail des actifs éligibles est également extrêmement large, permettant la mise en œuvre de toute stratégie d'investissement alternative. Le FIAR est réservé aux investisseurs avertis qui peuvent évaluer les risques associés à un investissement dans les fonds.

### 2. La nomination d'un GFIA dûment autorisé

Les FIAR sont tenus de nommer un GFIA dûment autorisé comme gestionnaire externe. Le GFIA peut être établi soit au Luxembourg, soit dans un pays tiers, dès que le passeport de gestion y sera disponible conformément à la Directive GFIA.

### 3. Les formes juridiques disponibles

Un large panel de solutions s'offre aux promoteurs de FIAR afin de répondre le plus finement possible à leur stratégie sociétale et organisationnelle. Ainsi, le FIAR peut être établi en tant que :

- (i) Fonds Commun de Placement, FCP<sup>(2)</sup> ; Un FCP est une copropriété d'actifs gérée par une société de gestion pour le compte des copropriétaires. Les investisseurs dans le FCP souscrivent aux parts du FCP, lesquelles représentent une partie de l'actif net du FIAR. La responsabilité des porteurs de parts est limitée au montant de leurs apports.
- (ii) Société d'Investissement à Capital Variable (SICAV)<sup>(3)</sup> ou Société d'Investissement à Capital

Fixe, (SICAF)<sup>(4)</sup>, qui peut prendre une des formes juridiques suivantes :

- Société Anonyme (S.A.) ;
- Société en Commandite par Actions (S.C.A.) ;
- Société à responsabilité limitée (S.à r.l.) ;
- Société en Commandite Simple (S.C.S.) ;
- Société en Commandite Spéciale (S.C.Sp)<sup>(5)</sup> ; ou
- Société Coopérative sous forme de Société Anonyme (SCoSA).

Un FIAR établi sous la forme juridique d'une SICAV bénéficie de règles flexibles quant à la distribution du profit et l'émission ou le rachat d'actions. La distribution de dividendes (dividendes annuels ou intérimaires) n'est soumise à aucune restriction légale autre que celles déterminées dans les documents constitutifs du FIAR, sous réserve toutefois du respect du capital minimum de 1.250.000 euros.

Quelle que soit la forme juridique retenue, un FIAR peut être établi comme une structure à compartiments multiples avec plusieurs sous-fonds cloisonnés, comprenant chacun un portefeuille distinct d'actif et de passif<sup>(6)</sup>. Les caractéristiques de chaque sous-fonds (par exemple, la politique de placement, les distributions) peuvent être définies librement dans la documentation du fonds et varier d'un compartiment à un autre.

### 4. Investisseurs éligibles

Le FIAR est réservé à des investisseurs avertis, lesquels peuvent être des investisseurs institutionnels, des investisseurs professionnels ou tout autre investisseur qui a confirmé par écrit son adhésion au statut d'«investisseur averti» et qui :

- (i) investit un montant minimum de 125.000 euros dans le FIAR, ou
- (ii) dispose d'une évaluation émise par une banque de l'Union européenne, une entreprise d'investissement ou une société de gestion, certifiant qu'il possède l'expertise, l'expérience et les connaissances nécessaires pour comprendre adéquatement les investissements réalisés dans les fonds<sup>(7)</sup>.

Cela ouvre aux investisseurs sophistiqués, y compris aux particuliers fortunés, l'accès au FIAR.

### 5. Actifs éligibles et exigences de diversification

Le spectre d'investissement potentiel du FIAR est extrêmement large. Les FIAR sont autorisés à investir dans tout type d'actifs et de poursuivre toute stratégie d'investissement sans aucune restriction. Par conséquent, le FIAR peut être utilisé pour la structuration de fonds de *private equity*, de fonds immobiliers, de fonds d'infrastructure, de fonds spéculatifs, de fonds de capital-risque, de fonds de dette ou de fonds obligataires.

Bien qu'il n'y ait pas de restrictions d'investissement ou de levier détaillées, les FIAR sont soumis au principe de diversification des risques. A cet égard, et malgré une référence expresse de la loi, la circulaire de la CSSF concernant l'application du principe de diversification des risques par un FIS devrait constituer une source d'interprétation utile.

Toutefois, lorsque le FIAR restreint sa politique d'investissement dans ses documents constitutifs à des investissements en capital à risque (suivant l'exemple de la SICAR), l'exigence de répartition des risques ne sera pas applicable<sup>(8)</sup>. Bien qu'il n'existe pas de définition précise du capital-risque, l'interprétation du capital-risque est relativement large, et repose principalement sur la notion de développement.

Si les fonds d'amorçage et les fonds de *private equity* se qualifieront assez naturellement, il pourra en

aller de même pour d'autres stratégies d'investissement, fonds de dette, fonds d'infrastructure ou même fonds immobiliers, pour autant que les critères déterminés par la CSSF soient respectés.

## III. Considérations fiscales

### 1. Remarques liminaires

La loi régissant le FIAR prévoit un certain nombre de dispositions fiscales particulières applicables aux FIAR qui sont soumis à un régime fiscal double. Le régime fiscal général est similaire à celui d'un FIS, alors que les FIAR investissant exclusivement en capital à risque peuvent opter pour le régime fiscal des SICAR. Un FIAR établi comme un fonds à compartiments multiples avec plusieurs compartiments doit choisir un seul et même régime fiscal pour tous ses compartiments.

### 2. Impôt sur le revenu des collectivités et impôt commercial communal

#### 2.1. Le régime FIS

Les FIAR sont généralement soumis au même régime fiscal que les FIS. Les FIAR établis sous la forme de FCP ou de sociétés en commandite (SCS / SCSp) sont fiscalement transparents et donc ne sont pas soumis à l'impôt sur le revenu des collectivités au Luxembourg. Alors que les SCS ou SCSp peuvent être assujetties à l'impôt commercial communal, la loi régissant les FIAR ne soumet pas les FIAR à l'impôt commercial communal.

Les FIAR établis sous forme de société de capitaux (SICAV, SICAF) sont en principe soumis à l'impôt sur le revenu des collectivités et à l'impôt commercial communal et sont expressément exemptés de ces impôts. Le FIAR est cependant soumis à une taxe d'abonnement annuelle négligeable de 0,01%<sup>(9)</sup>. La taxe est due chaque trimestre et elle est basée sur la valeur de l'actif net total du fonds au dernier jour de chaque trimestre civil.

Afin d'éviter la double imposition, les fonds qui détiennent exclusivement des parts d'autres fonds d'investissement luxembourgeois sont exonérés de la taxe d'abonnement<sup>(10)</sup>. En outre, certains fonds de pension sont par exemple exonérés de la taxe d'abonnement annuelle<sup>(11)</sup>.

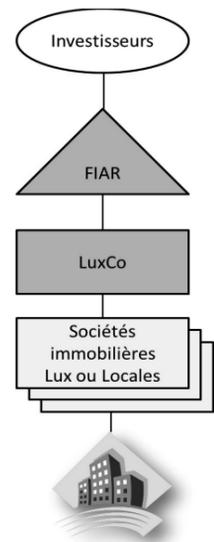
#### Etude de cas : le fonds immobilier

Le Luxembourg est le premier domicile européen des véhicules investissant dans l'immobilier à l'échelle internationale. Quand un FIAR est mis en place comme fonds immobilier, le FIAR va généralement structurer ses investissements via une société luxembourgeoise pleinement imposable (la LuxCo), laquelle est financée par un mélange de capital et de dette.

LuxCo investit généralement dans de l'immobilier étranger par l'intermédiaire de sociétés immobilières locales ou luxembourgeoises (Lux ou Local PropCos), lesquelles peuvent être détenues par des sociétés holding intermédiaires. Les sociétés immobilières sont généralement financées par un mélange de capital et de dette, conformément à la législation fiscale nationale des juridictions dans lesquelles les immeubles sont situés. Compte tenu des problèmes typiques de trésorerie piégée («trapped cash») au niveau des sociétés immobilières où l'argent ne peut pas être rapatrié sous forme de distribution de dividende (en l'absence de réserves distribuables en raison de l'amortissement de l'immeuble), le financement par la dette de la société immobilière est essentiel pour organiser des rapatriements de trésorerie réguliers tout au long de la durée de vie du fonds.

Dans un certain nombre de juridictions cibles, il peut être envisagé d'investir via des REIT (*Real Estate Investment Trusts*), des fiducies de placement immobilier qui bénéficient généralement d'un régime fiscal favorable à condition qu'une grande partie de leurs revenus soit distribuée aux investisseurs (ces distributions sont généralement soumises à retenue à la source). Dans certains cas, les investissements directement effectués par le FIAR dans l'immobilier étranger peuvent bénéficier d'une exonération fiscale à l'étranger.

Le diagramme ci-dessous reflète une structure générique d'un FIAR investissant dans l'immobilier :



### 2.2. Le régime SICAR

Lorsqu'un FIAR limite ses investissements au capital-risque et le précise dans sa documentation constitutive, le FIAR est soumis au régime fiscal de la SICAR. Le traitement fiscal dépend alors de la forme juridique adoptée<sup>(12)</sup>. Contrairement aux FIAR soumis au régime du FIS, les FIAR soumis au régime fiscal de la SICAR ne sont pas soumis à la taxe d'abonnement<sup>(13)</sup>.

Les FIAR établis sous forme de société de capitaux et ayant adopté le régime SICAR sont soumis à l'impôt sur le revenu des collectivités et à l'impôt commercial communal à un taux global de 29,22% (taux applicable dans la commune de Luxembourg)<sup>(14)</sup>. Toutefois, les revenus provenant de valeurs mobilières<sup>(15)</sup>, y compris les revenus provenant de la cession, la contribution ou de la liquidation des actifs détenus par le FIAR sont exonérés de l'impôt luxembourgeois sur le revenu des collectivités et de l'impôt commercial communal<sup>(16)</sup>.

Les autres revenus du FIAR qui ne dérivent pas des investissements en capital à risque sont imposables (par exemple les revenus d'intérêt dérivés du dépôt). À titre d'exception, les revenus générés sur les fonds à investir dans le capital à risque (dans un délai de 12 mois maximum) sont exonérés<sup>(17)</sup>. Les moins-values réalisées lors de la cession des valeurs mobilières, les pertes qui ne sont pas réalisées, mais qui sont comptabilisées lors de la réduction de valeur de ces actifs, ainsi que d'autres frais engagés en relation avec des revenus exonérés d'impôt ne peuvent pas être déduits du revenu imposable du FIAR.

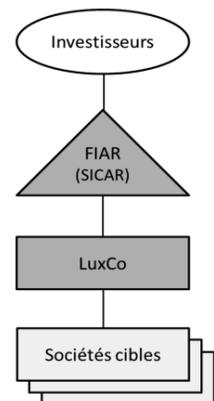
Les FIAR établis sous la forme d'une SCS ou d'une SCSp sont fiscalement transparents et ne sont de ce fait pas soumis à l'impôt sur le revenu des collectivités au Luxembourg. En outre, ces FIAR sont considérés comme n'ayant pas d'activité commerciale. Par conséquent, ils ne sont pas soumis à l'impôt commercial communal.

#### Etude de cas : le fonds private equity

Les FIAR qui adoptent le régime SICAR peuvent, par exemple, être utilisés pour des investissements dans le *private equity*. Dans ce cas de figure, les investissements dans les entreprises cibles seront structurés soit directement à partir du FIAR dans les sociétés cibles soit à travers une ou plusieurs sociétés intermédiaires luxembourgeoises (LuxCo) et locales.

LuxCo et les sociétés cibles seront généralement financées par un mélange de capital et de dette. En outre, les investissements *private equity* sont généralement financés par de l'endettement extérieur.

Le diagramme ci-dessous reflète une structure générique d'un FIAR investissant en capital à risque :



Suite en page de droite

Suite page de gauche

### 3. Impôt sur la fortune

Les entreprises luxembourgeoises sont généralement soumises à un impôt annuel sur la fortune égal à 0,5% de leur valeur unitaire (à savoir la valeur de l'actif net de l'entreprise, sous réserve de certains ajustements). Alors que les FIAR qui adoptent la forme juridique d'un FCP ou d'une société en commandite<sup>(1)</sup> ne sont pas soumis à l'impôt luxembourgeois sur la fortune, les FIAR constitués sous forme sociétaire<sup>(2)</sup> sont explicitement exonérés de l'impôt sur la fortune<sup>(3)</sup>.

Néanmoins, les FIAR constitués sous forme de sociétés de capitaux et soumis au régime SICAR sont passibles d'un impôt sur la fortune annuel minimum d'un montant de 3.210 euros (qui sera porté à 4.815 euros en 2017) si la somme des immobilisations financières, des créances sur entreprises liées, des valeurs mobilières et des avoirs en banque du FIAR dépasse 90% du total du bilan et le seuil de 350.000 euros. Si le FIAR ne répond pas à ces exigences, l'impôt sur la fortune minimum varie entre 535 euros et 32.100 euros, selon le niveau du total du bilan.

### 4. Retenues à la source

En vertu de la législation fiscale luxembourgeoise, les paiements d'intérêts ne sont pas soumis à retenue à la source. En revanche, les paiements de dividendes de sociétés luxembourgeoises sont soumis à une retenue de 15% (sauf s'il existe une exonération en vertu de la législation interne ou si un taux réduit de retenue à la source est applicable en vertu d'une convention fiscale). Cependant, la Loi FIAR exonère explicitement les FIAR constitués sous forme de société de capitaux de la retenue à la source sur les dividendes<sup>(4)</sup>. En outre, les paiements effectués par les FIAR établis sous la forme juridique d'un FCP ou d'une société en commandite simple ou spéciale ne sont pas soumis à la retenue à la source luxembourgeoise.

### 5. Aspects fiscaux internationaux

Lorsque le FIAR investit à l'étranger, il faut déterminer si le FIAR entre dans le champ d'application des conventions fiscales conclues par le Luxembourg. Les FIAR établis sous la forme d'un FCP ou une SCS ou SCSp sont généralement exclus des avantages de la convention fiscale en raison de leur transparence fiscale<sup>(5)</sup>.

Au cas où le FIAR a adopté la forme d'une société de capitaux, il faut faire une distinction entre les FIAR qui sont soumis au régime fiscal d'un FIS et ceux qui sont soumis au régime fiscal d'une SICAR. Dans le premier cas, 49 des 76 conventions fiscales conclues par le Luxembourg sont applicables aux SICAV / SICAF.

Les FIAR qui sont imposés comme des SICAR devraient, au moins d'un point de vue luxembourgeois, bénéficier de la directive européenne mère-filiale<sup>(6)</sup> ainsi que des conventions fiscales conclues par le Luxembourg, dans la mesure où ils sont des sociétés pleinement imposables. Cependant, il peut être envisagé de structurer les investissements via une société luxembourgeoise pleinement imposable qui bénéficie du vaste réseau de conventions fiscales conclues par le Luxembourg<sup>(7)</sup> et de la directive européenne mère-filiale.

### 6. Imposition des investisseurs non-résidents d'un FIAR

Les investisseurs non-résidents dans les entreprises luxembourgeoises sont soumis à imposition sur les plus-values s'ils transfèrent une participation importante de plus de 10% dans les six mois suivant l'acquisition des actions (sauf si une convention fiscale exclut le droit d'imposition du Luxembourg). Les investisseurs non-résidents dans un FIAR ayant la forme d'une société de capitaux ne sont soumis à aucune imposition sur leurs plus-values. De même, les plus-values réalisées lors de la sortie d'un compartiment et l'entrée dans un

autre compartiment dans le même FIAR ne donnent lieu à aucune imposition au Luxembourg.

### 7. Taxe sur la Valeur Ajoutée (TVA)

Le taux de TVA standard applicable au Luxembourg est de 17%, le plus bas en Europe. Toutefois, les services de gestion fournis à un FIAR bénéficient d'une exonération de la TVA. La notion de «services de gestion» est interprétée au sens large et comprend des services de gestion de portefeuille, des services de conseil en investissement et certains services administratifs. Les services exonérés peuvent être fournis par une société de gestion au FIAR (par exemple, par l'associé commandité si le FIAR prend la forme juridique d'une société en commandite simple ou spéciale) ou, sous certaines conditions, par un gestionnaire indépendant ou par un conseiller.

### IV. Conclusion

Le FIAR luxembourgeois constitue un nouveau véhicule extrêmement attractif dans l'industrie des fonds alternatifs. Alors qu'il offre les avantages structurels (compartiments, capital variable) et fiscaux (régime général d'un FIS, possible élection pour le régime SICAR) traditionnellement réservés aux fonds réglementés, il échappe à la lourdeur qui caractérise ces derniers et offre ainsi une solution inédite aux promoteurs de fonds, en leur garantissant une rapidité de mise sur le marché de leur produit optimale. Nul doute qu'en offrant ainsi le meilleur de deux mondes jusque-là étanches, le FIAR est assuré de devenir le véhicule de référence pour la structuration d'investissements alternatifs.

\* Oliver R. HOOR est associé au sein du département Corporate & International Tax, Head of Transfer Pricing et Head of German Desk et Jérémie SCHAEFFER est associé au sein du département Corporate Implementation et Head of Corporate Implementation chez ATOZ Tax Advisers (Taxand Luxembourg).

Pour contacter les auteurs:  
oliver.hoor@atoz.lu  
jeremie.schaeffer@atoz.lu  
www.atoz.lu

## Underestimated: tailoring factsheets to cross-border markets

By Pierre-Thibault AVELINE DE ROSSIGNOL, Senior Regulatory Advisor, FundGlobeam

**E**ach country has its own specific local requirements on marketing material – both EU and non-EU jurisdictions<sup>(1)</sup>. Funds are required to comply with the national marketing material rules of each cross-border jurisdiction where they are distributed.

For asset managers, complying with local marketing material rules of each jurisdiction means:

- Jurisdiction-specific versions of marketing material;
- A significant regulatory and compliance risk for asset managers;
- Potentially significant costs of compliance.

### What's in scope?

Any marketing material used by the fund, the asset manager, a distributor or a third party must comply with the specific local requirements. Marketing material includes, for example, factsheets, advertisements, websites and may include materials provided to investors and potential investors at events. The local rules apply independently of the marketing medium used – paper, email, radio, TV, billboard, etc.

Marketing material made available to retail investors is always in scope and for many jurisdictions,



marketing material for professional investors is also in scope.

### Key challenges to make factsheets compliant

National marketing material rules applicable to fund factsheets cover for example:

- Minimum content to be disclosed;
- Past performance disclosure;
- Simulated and future performance disclosure, where permitted;
- Risk indicators and risk disclosures;
- Warnings statements;
- Layout of text and graphs;
- The website.

Some illustrative examples may be:

- Cumulative past performance cannot be presented in Germany;
- Specific warning statements must be included in Sweden and Ireland;
- In Italy, an award to a fund/sub-fund may not be disclosed where the management team has changed.

Specific rules apply to marketing material of specific types of funds such as high volatility funds, feeder funds and structured funds.

### Key challenges

The local consumer protection regime, the financial promotion regime and the specific rules for

- 1) Article 1<sup>er</sup> de la loi du 23 juillet 2016 sur les Fonds d'Investissement Alternatifs Réservés (la Loi FIAR).
- 2) La référence des FIAR établis sous la forme d'un FCP est aux FCP-FIAR.
- 3) Le capital social d'une SICAV est augmenté ou réduit de manière automatique, résultant des souscriptions ou rachats nouvellement intervenus, sans devoir passer par des formalités légales.
- 4) La référence des FIAR établis en tant que SICAV/SICAF est aux SICAV-FIAR ou SICAF-FIAR.
- 5) La caractéristique principale de la société en commandite spéciale est l'absence de personnalité juridique. La société en commandite de droit anglo-saxon (ELP), qui a toujours été privilégiée pour les investissements private equity, a été la source d'inspiration de la SCSp.
- 6) Selon le principe de «cloisonnement», les actifs d'un compartiment sont disponibles exclusivement pour satisfaire les droits des investisseurs relatifs à ce même compartiment.
- 7) Article 2 de la Loi FIAR.
- 8) Article 48 (1) a) de la Loi FIAR.
- 9) Article 46 (1) de la Loi FIAR.
- 10) Article 46 (2) a) de la Loi FIAR.
- 11) Article 46 (2) b) – d) de la Loi FIAR.
- 12) Les FIAR qui adoptent le régime SICAR ne peuvent pas être établis sous la forme de FCP.
- 13) Article 48 de la Loi FIAR.
- 14) Le taux d'impôt sur le revenu des collectivités au Luxembourg sera réduit de 21% à 19% (en 2017) et à 18% (en 2018), résultant dans des taux d'imposition globale de 27,08% (en 2017) et 26,01% (en 2018).
- 15) La notion de «valeurs mobilières» est très large et inclut les actions, les parts et autres titres de participation, des instruments d'emprunt ordinaires tels que les obligations, billets à ordre et autres valeurs mobilières ainsi que des titres de créance convertibles.
- 16) Article 48 (1) de la Loi FIAR.
- 17) Article 48 (3) de la Loi FIAR.
- 18) SCS ou SCSp.
- 19) S.A., S.C.A., S à r.l. ou SCoSA.
- 20) Article 45 (1) de la Loi FIAR.
- 21) Article 45 (2) de la Loi FIAR.
- 22) Dans le cas d'un FIAR établi sous la forme d'un FCP, le porteur de parts dans le FCP peut appliquer le traité fiscal conclu entre l'Etat de résidence du porteur de parts et le pays où se trouvent les investissements du FCP. De même, dans le cas d'un FIAR établi sous la forme d'une SCS ou SCSp, les associés du FIAR peuvent appliquer le traité fiscal conclu entre l'Etat de résidence de l'associé et le pays où se trouvent les investissements du fonds.
- 23) Directive 2011/86/UE du Conseil du 30 novembre 2011 concernant le régime fiscal commun applicable aux sociétés mères et filiales d'Etats membres différents.
- 24) Les conventions fiscales peuvent restreindre ou même exclure les droits d'imposition des autres Etats contractants lorsque les dividendes ou les plus-values sont dérivés des actions d'une société résidant dans cet Etat.

investment products taken together typically range from 20 to 100 pages. The texts are written in the local language and often not translated into English. Furthermore, local regulations are subject to change, so asset managers need to ensure that they are kept up to date.

To implement these rules, asset managers need to understand the local marketing material rules and distinguish the common requirements from specific local requirements. Many texts need to be interpreted.

Marketing material must then be tailored to meet the specific local rules. This could mean, for instance, that past performance, risk or cost information must be presented in different manners in certain distribution markets.

We recommend to review compliance with local marketing material rules. The local competent authorities of certain Member States, such as Belgium, required factsheets to be submitted for approval prior being made available to investors while others required marketing material to be submitted but do not approve them.

Finally, marketing material must be kept up-to-date. Factsheets must therefore be reviewed on a regular basis.

1) In the European Economic Area, certain basis requirements are laid down in European Union Directives which are transposed into national legislation in addition to the local marketing rules

## The revenant commodities

By Jean-Philippe OLIVIER, Head of Investment Specialists, THEAM BNP Paribas

**I**n the film *The Revenant*, the character played by actor Leonardo DiCaprio survives some gruesome moments. One of these is an attack by a 'great bear'. The movie relates the story of Hugh Glass, an American frontiersman, fur trapper and trader, hunter and explorer, in 1823. Indeed, 'traders' had a tougher time back then than they do nowadays (or did they?...). Whether this grizzly scene (and the rest of the movie) is a true story or not doesn't really matter.

### Surviving a bear attack is also a common theme on financial markets

For the past five years, commodity markets have been in decline – a 'bear' market. With a fall of more than 66% (BCOM ex agriculture & livestock TR Index from 25 April 2011 to 20 January 2016), we could describe this period as a 'great bear', not least if we consider that early this year we saw oil prices at a 12-year low – close to USD 27 per barrel on 2

February. There have been some clear reasons for this plunge, such as the global economic meltdown and China's economic slow-down. But some other less obvious reasons have also emerged: the shift to alternative energy sources, overcapacity resulting from mining projects developed during the rally of 2006-2008, and the increase in the number and capacity of US oil wells.

The commodities market has also seen a purge of the professionals who manage and play it: banks have closed or strongly reduced their commodities investment activities and book sizes since 2011. Specialist commodities hedge funds have also closed. Many investors have accepted the difficulty of timing the agricultural commodities markets, where the weather factor is anything but predictable. In short, few people have wanted to keep commodities in their portfolios.

### Nonetheless, there was a rally in commodities during the first half of 2016

It was a rally that took most traders and fund managers by surprise. Apart from the fact that very low prices generally tend to rebound at some point, the fundamentals of each commodity did not support

such a dramatic rise in the price of most commodities. Indeed, there is a saying in the commodity market that prices have to remain low for a certain period of time before they can rise again.

The longer they remain low, the more the physical market's 'invisible hand' can adjust its capacities and the better prices will gradually adjust higher. This is how cycles work. Whatever the case, the result is that the above-mentioned index rebounded by some 30% from the bottom up until 10 October 2016. Gold has jumped about 23% year to date, at the time of writing. The rally has brought commodities back into investor conversations, with many saying "I told you it had to rebound". And there have been many requests for gold investment products, once again.

### So hopefully the theme of my introduction linking to commodities may now be a little clearer

At some point after a bear attack – assuming the trader lives to tell the tale! – his comeback can be impressive: he not only survived, and but is again prospering. So is this the right moment to re-introduce commodities in one's portfolio? Are we on the way to a more normalised commodity market?

Market timing is always tricky, and such diversification assets should always remain just that – invested in for diversification purposes. Even so, now seems to be a good moment to look again at this market and to consider attractive entry points using a more strategic approach.

### Our tendency would be to be neutral on commodities for the next three to 12 months

We would need the oil forward curve to flatten, with eventually a good old backwardation situation, to be fully convinced of being able to benefit from an attractive carry. Industrial metals' fundamentals don't show any real signs of improvement. And precious metals could be hit by interest-rate increases and a stronger US dollar. However, we believe the nature of commodities as an asset allocation hedge still makes sense as a diversification element.

So the real relationship between my introduction story and the commodity market is the film's title: 'The Revenant' (a returner from the dead). At some point, due to their cyclical behaviour, commodity prices could once again rise much higher than they are now. Although 'When' is of course the billion dollar question.