

D'une odeur de soufre... à un air de liberté

La gestion alternative connaît un succès croissant auprès des investisseurs institutionnels. Toutefois, le cadre réglementaire français actuel les conduit souvent à recourir à des produits étrangers alors même que l'industrie française de la gestion est particulièrement compétente dans les univers financiers complexes. L'AFG-ASFFI a donc mis en place un groupe de réflexion chargé d'identifier les adaptations nécessaires pour que la gestion alternative se développe dans un cadre sécurisé et transparent.



ALAIN LECLAIR
Président de l'AFG-ASFFI



BÉNÉDICTE VINCENT
Directeur
des affaires internationales
AFG-ASFFI

LA GESTION DITE ALTERNATIVE aux placements traditionnels n'a pas bonne presse. Elle est souvent assimilée à des stratégies hautement spéculatives, complexes et peu transparentes intervenant sur l'ensemble des marchés à terme de la planète. Pourtant, depuis la faillite de certains *hedge funds* «*global macro*» dont la retentissante affaire LTCM durant l'été 1998, l'environnement de la gestion alternative a totalement changé. D'un marché à fort effet de levier, à faible transparence, nous sommes passés à un marché *hedge* dans le sens propre du terme, et de nombreuses stratégies se sont développées avec des objectifs de performance et des niveaux de risques contenus dans des limites très raisonnables. Les risques ne sont pas supprimés, mais ils sont maîtrisés au regard de l'expérience de gain. La gestion alternative se situe ainsi au cœur

des techniques de gestion de portefeuille en permettant aux gérants d'intervenir sur l'ensemble des variables de marché. Différentes études ont permis de démontrer que la gestion alternative offre un couple risque/rendement intéressant avec, en simplifiant à l'extrême, une performance proche de celle des actions pour une volatilité proche de celle des obligations.

L'ENGOUEMENT CROISSANT DES INVESTISSEURS

Ceci, dans un contexte de forte volatilité des marchés, explique probablement l'engouement croissant des investisseurs pour ce type de stratégie. En dix ans, les placements en gestion alternative ont été multipliés par 10 et représentent aujourd'hui près de 450 milliards de dollars d'encours dans le monde selon l'agence TASS/Tremont dont 32 milliards

“D’un marché à fort effet de levier et à faible transparence, la gestion alternative est passée à un marché *hedge* dans le sens propre du terme.”

en Europe. Au total, on dénombre près de 3 000 gestionnaires et 5 à 6 000 fonds spécialisés dans le monde. Pour la seule année 2000, selon certaines estimations, les nouveaux fonds de gestion alternative auraient ainsi levé \$7.3 milliards (soit le double de la collecte de 1999) et les encours des fonds existants progressent de \$7 milliards.

La transformation du paysage de la gestion alternative ces dernières années s’est également traduite par une évolution des stratégies utilisées (cf. *glossaire p. 45*). Les stratégies *long/short* et d’arbitrage représentent aujourd’hui l’essentiel de la collecte alors qu’il y a dix ans, avant le déclin des grands *hedge funds* américains, 70 % des actifs étaient placés dans des stratégies dites «macro», recourant massivement à l’effet de levier. Ceci est fortement lié à l’institutionnalisation des investisseurs (*encadré 1*).

DE NOUVEAUX BESOINS DE FORMATION ET D’INFORMATION

L’évolution du profil de la clientèle a entraîné de nouveaux besoins de formation et d’information. Aujourd’hui pour convaincre les institutionnels il faut être transparent, leur permettre d’analyser les mécanismes de la gestion alternative et d’en mesurer les risques. C’est dans cet esprit que l’AFG-ASFFI, a souhaité s’intéresser à la gestion alternative et a inscrit dans les travaux de Paris-Europace la nécessité de créer le cadre juridique utile pour cette approche. Un groupe de travail a ainsi été mis en place début 2001, avec l’aide de Bernard Dennery, en liaison avec l’AIMA (Alternative Investment Management Association). Ce groupe de travail, présidé par Jean-François Flot, directeur général de la société Olympia Capital Mana...

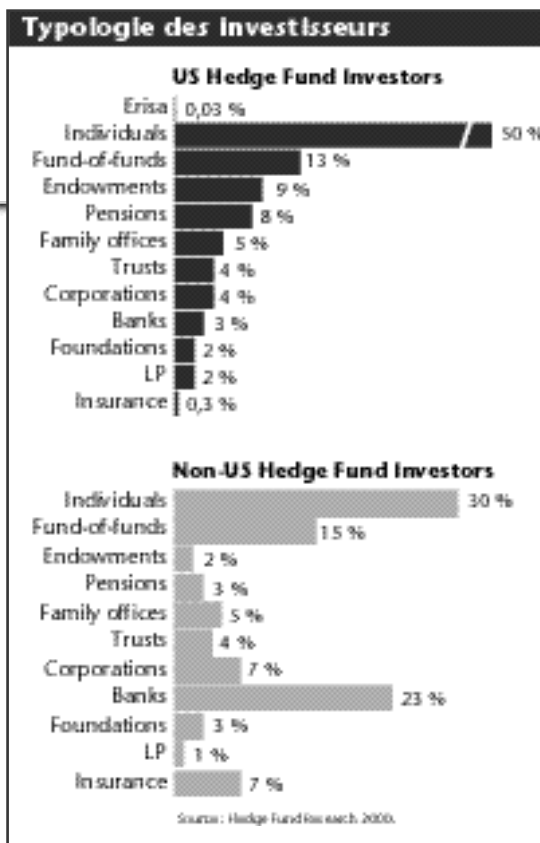
1. Une évolution du profil des investisseurs

Conçues à l'origine pour de très riches particuliers, les stratégies de gestion alternative ont connu un grand succès aux Etats-Unis au cours des années 1980. Depuis la fin des années 1990, elles gagnent peu à peu leurs lettres de noblesse auprès des entreprises et des institutionnels

européens. Ainsi, selon Hedge Fund Research, en 1990, la quasi-totalité des clients étaient des particuliers alors qu'ils ne représentent plus, aujourd'hui,

que 50 % des investisseurs aux Etats-Unis et 30% dans le reste du monde. Leur poids continue de se réduire au profit des institutionnels, encouragés par l'entrée

dans l'arène de Calpers ou Nestlé, des fonds de fonds, des banques et des entreprises. En Europe, les institutions seraient 47 % à vouloir regarder de plus près les fonds alternatifs, selon le cabinet Ludgate Communications, tandis que 34 % avouent cependant craindre leur manque de transparence.



afin de permettre une meilleure compréhension par les investisseurs des avantages et des risques associés aux différentes stratégies proposées ;

- élaborer un code de bonne conduite destiné à clarifier la portée des dispositions d'application générale des codes de déontologie de l'AFG-ASFFI dans un contexte de gestion alternative. Ce code, qui devrait être finalisé et présenté d'ici à la fin de l'année, mettra notamment l'accent sur les zones de vigilance sur lesquelles il est nécessaire d'attirer l'attention des sociétés de gestion alternative et des investisseurs au niveau du processus de gestion,

du traitement des opérations, de la gestion des risques et des relations avec la clientèle.

gement, s'est fixé les objectifs suivants :

- identifier les évolutions réglementaires nécessaires afin de permettre à la gestion alternative de se développer en France dans un cadre sécurisé et transparent ;

- engager une réflexion sur les schémas de commercialisation des produits de gestion alternative avec notamment une étude approfondie sur le type d'investisseur auquel ces produits pourraient s'adresser et les modalités de commercialisation, dans la perspective de l'évolution de la réglementation française et européenne sur ce sujet ;

- sensibiliser les acteurs et le marché à la gestion alternative, et engager une communication sur ce type de gestion

L'ESSENTIEL DES ENCOURS EUROPÉENS EST GÉRÉ DEPUIS L'ANGLETERRE

Si le marché européen de la gestion alternative attire des flux de capitaux de plus en plus importants, l'essentiel des encours européens est géré depuis l'Angleterre (82 %) à partir de fonds domiciliés dans des places offshore (Dublin, Guernesey, Caraïbes, Luxembourg, etc.). Selon Eurohedge, la France ne gèrerait que 2,3 % des encours européens (encadré 2). En dépit du problème d'image de la gestion alternative et des besoins d'information et de transparence des in-

2. L'approche des régulateurs

■ Une tâche complexe

Réglementer la gestion alternative est une tâche extrêmement complexe pour de nombreuses raisons : les véhicules d'investissement utilisés peuvent prendre des formes très variées (*Opcvm*, *limited partnership*, valeur mobilière cotée ou non) et sont domiciliés dans des juridictions différentes multipliant ainsi les réglementations applicables. Ces véhicules utilisent généralement des instruments financiers complexes et peuvent en outre être domiciliés dans un pays, administrés dans un autre et gérés dans un troisième. A cela s'ajoutent les problématiques liées à la commercialisation de ces produits dans de nombreuses juridictions aux cadres réglementaires non harmonisés. Enfin, il convient également de tenir compte de la réglementation applicable à l'investisseur final (particulier ou institutionnel) et de sa situation fiscale.

■ Un faible interventionnisme

On comprend dès lors pourquoi l'interventionnisme des régulateurs a été jusqu'à présent relativement faible, les produits de gestion alternative étant considérés comme des produits relativement fermés, réservés à une clientèle «qualifiée» n'ayant pas besoin du même niveau de protection que la clientèle grand public. L'absence relative de réglementation directe et des coûts qui y sont associés a sans doute favorisé le développement de la gestion alternative.

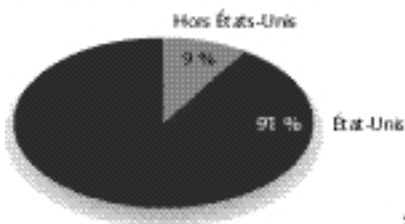
Si la faillite de LTCM a attiré l'attention sur les risques systémiques que certaines stratégies pouvaient engendrer, peu de régulateurs ont à ce jour songé à mettre en place une réglementation spécifique tant au niveau des produits qu'en matière de distribution. Certains pays, disposant d'un cadre réglementaire général relativement souple pour les produits réservés à la clientèle qualifiée et au placement privé, sont ainsi devenus des terres d'accueil privilégiées tant pour la domiciliation des fonds (Etats-Unis, Bermudes, Caïmans, Irlande, Luxembourg) que pour le placement de ces fonds (Etats-Unis, Suisse, Angleterre).

■ L'exemple italien

Plus récemment, l'Italie a rejoint le courant alternatif en introduisant une réglementation spécifique aux *hedge funds* avec deux types de *hedge funds*, *speculativi* et *riservati*, avec un seuil d'investissement de 1 million d'euros et un nombre d'investisseurs limité à 100 (Décret 228 du 24 mai 1999 et réglementation de la banque d'Italie de septembre 1999).

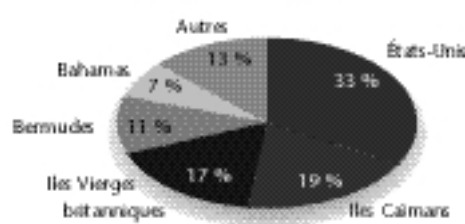
Les fonds commercialisés aux investisseurs italiens doivent être domiciliés en Italie pour pouvoir bénéficier d'un traitement fiscal privilégié. Ils doivent également être gérés par une société de gestion de *hedge funds* italienne spécifique (SGR *Speculativa*). Ces mesures devraient permettre à l'Italie de conserver voire de rapatrier en partie les capitaux italiens investis en gestion alternative.

Domiciliation des gérants



Source : Iain Stewart (1999).

Domiciliation des fonds



vestisseurs, la demande des investisseurs français est pourtant bien au rendez-vous. Selon l'étude Ludgate, 40 % des investisseurs institutionnels français seraient intéressés par la gestion alternative.

Toutefois, le cadre réglementaire français actuel, qu'il s'agisse de la réglementation des *Opcvm* ou de la réglementation propre aux institutionnels, li-

mite voire interdit la mise en œuvre d'un grand nombre de stratégies de gestion alternative. En effet, celle-ci requiert des règles d'investissement relativement souples permettant l'utilisation de produits dérivés, la possibilité de prêter et d'emprunter des titres, la vente à découvert, l'utilisation de l'effet de levier. Si le recours à ces techniques est autorisé par la réglementation *Opcvm*, les limites et ...

“Il apparaît urgent de moderniser le cadre réglementaire français relatif à la gestion alternative.”

seuils fixés par la réglementation sont trop restrictifs dans ce domaine. Bien que certaines stratégies peu offensives ou limitées dans leur champ d'investissement puissent se développer au travers de FCIMT, de fonds de fonds ou de fonds à procédure allégée, il n'existe pas encore en France de véhicule d'investissement adapté à une pleine et entière utilisation des stratégies de gestion alternative, alors que nous sommes à l'évidence dans un champ de compétences reconnu internationalement à la France dans le domaine des techniques de finance de marché.

LES POSITIONS DE L'AFG-ASFFI

On peut certes comprendre, sans nécessairement l'approuver, la réticence du régulateur à élargir l'accès de la gestion alternative à l'ensemble des investisseurs. Mais il apparaît urgent de moderniser le cadre réglementaire français dans ce domaine, non seulement afin d'éviter la délocalisation des capitaux à l'étranger dans un contexte parfois insuffisamment sécurisé ; mais également afin de permettre à la France de conserver son expertise reconnue en matière d'innovation « produits » et d'utilisation des produits dérivés qui ont notamment contribué à faire de la France le deuxième « producteur » de gestion collective dans le monde.

Aujourd'hui les attentes des professionnels sont claires : permettre à la gestion alternative de se développer dans une liberté encadrée offrant une sécurité suffisante aux investisseurs et aux acteurs de marché et permettant à la place de Paris de devenir compétitive dans ce domaine. Cela passe, selon nous, notamment par :

- La mise en place d'un cadre réglementaire plus souple pour les investisseurs qualifiés permettant à l'innovation financière de se développer à l'instar des modèles irlandais et luxembourgeois. L'introduction probable des fonds contractuels par le prochain DDOEF pourrait ainsi constituer un premier pas dans cette direction (encadré 3).

- Soulignons cependant que certaines dispositions de l'actuel projet de loi DDOEF visant à interdire la vente à découvert à tout Opcvm afin d'aligner la réglementation française sur la directive Opcvm constitueraient si elles devaient être adoptées en l'état, un obstacle majeur au développement de la gestion alternative en France.

- Un effort en matière d'éducation est nécessaire, ainsi qu'un encadrement des conditions d'exercice et d'activité par le biais d'un code de bonne conduite, afin d'offrir des garanties de sécurité et de transparence aux investisseurs. Les travaux du groupe de travail de l'AFG-ASFFI devraient permettre de faire avancer la réflexion dans ce domaine.

- Une ouverture progressive de la réglementation des institutionnels français est souhaitable (caisses de retraite et compagnies d'assurance) afin de répondre aux besoins de diversification et de gestion des risques de cette clientèle.

- Ce processus devra bien sûr s'accompagner d'une adaptation des infrastructures notamment au niveau des dépositaires et des administrateurs.

La mise en place d'un cadre réglementaire moderne et innovant est donc indispensable, non seulement pour permettre à la place de Paris de lutter à armes égales avec la concurrence internationale, mais aussi pour promouvoir, en liaison avec les autorités de tutelle, l'intégrité du marché et la protection des investisseurs. ■

3. Des fonds « contractuels » pour la France

Si la France souhaite conserver son rang en matière d'innovation financière, il nous paraît essentiel de distinguer clairement la réglementation applicable aux investisseurs grand public de celle applicable aux investisseurs – personnes physiques et morales – avertis ou « qualifiés ». Bien que cette notion reste encore à clarifier, ces derniers, en vertu de leurs connaissances plus approfondies, devraient ainsi avoir accès à des produits plus complexes nécessitant un suivi des risques renforcé.

C'est ainsi que l'AFG-ASFFI a demandé aux autorités de considérer (cette

disposition figure dans le projet de loi DDOEF adopté le 30 mai 2001 en Conseil des ministres) la création de fonds « contractuels » à l'instar des fonds du titre II luxembourgeois ou des fonds *super-qualified* irlandais. Ces fonds « contractuels » seraient soumis à des règles d'investissement fixées librement entre le gérant et les investisseurs. Toutefois, en échange de cette relative liberté, ils seraient, en l'état actuel du texte, réservés à un maximum de 100 investisseurs avertis ayant la personnalité morale et prêts à investir 1 million d'euros, ce qui n'est pas satisfaisant car nettement trop restrictif.