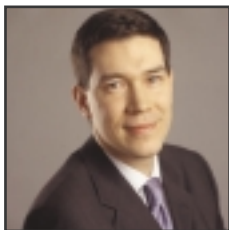


La réglementation française doit être adaptée

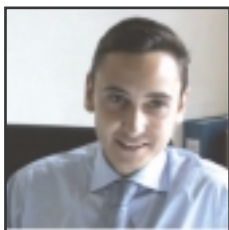
Malgré la montée en puissance du rôle du prime broker en gestion alternative, un vide réglementaire persiste autour de cette profession. Pour éviter toute ambiguïté, les autorités de tutelle et les acteurs de la gestion d'actifs devront réfléchir à une réglementation plus adaptée.



FABRICE BUSSIÈRE

Direction des affaires juridiques

SGAM



STÉPHANE PUEL

Avocat

Cabinet Gide Loyrette Nouel

LA CROISSANCE QUASI-ININTERROMPUE des marchés financiers à la fin des années 1990 a soutenu de façon importante les investissements des véhicules d'épargne collective dans les valeurs mobilières cotées. Dans le contexte de marché plus difficile de ces dernières années, l'intérêt des investisseurs s'est naturellement porté vers des stratégies de gestion dites « alternatives », qui favorisent une certaine décorrélation entre les performances des fonds gérés et les marchés financiers. La progression de la gestion alternative a été importante ces dernières années, le nombre de fonds alternatifs ayant été multiplié par plus de cinq entre 1988 et 2003 et leur nombre est aujourd'hui estimé à plus de 7 000. Plus que le nombre de fonds, les encours sous gestion ont également progressé de façon spectaculaire, pour atteindre plus de 650 milliards de dollars fin 2002, soit près de vingt fois plus qu'en 1988¹.

En France, l'essor de la gestion alternative est récent, principalement sous la forme de multigestion (OPCVM de fonds de gestion alternative). En effet, à la différence d'autres juridictions, l'utilisation d'instruments financiers de gré à gré (dérivés et acquisitions ou cessions temporaires de titres) par les OPCVM

français a toujours été strictement encadrée, limitant d'autant le développement des fonds alternatifs. Ce n'est que face à la demande croissante des investisseurs et à la nécessité d'une offre plus structurée, afin de maintenir le niveau de compétitivité de la place de Paris, que les autorités de tutelle et les professionnels ont engagé ces dernières années une réflexion sur ce thème.

Cette réflexion a abouti en premier lieu à l'adoption en 2003 d'un relevé de décisions Cob sur la multigestion alternative², dont certaines dispositions ont été intégrées lors de la dernière modification du décret n° 89-623 du 6 septembre 1989³, et qui a indéniablement constitué un premier pas de l'intégration de la gestion alternative dans l'univers réglementaire français. Une seconde étape a été récemment franchie avec la reconnaissance par la loi de sécurité financière du 1^{er} août 2003 d'OPCVM bénéficiant de règles d'investissement assouplies. Ainsi, la création des OPCVM à règles d'investissement allégées à effet de levier et des OPCVM contractuels devrait fortement favoriser la création de fonds de gestion alternative *on shores*, autorisant ainsi une réelle concurrence avec les fonds *off shores* qui constituent le réceptacle traditionnel de la gestion alternative.

1 Source: F. Haas, N. Amenc, M. Vaissié, Les défis de la gestion alternative, Revue de stabilité financière, n° 3, nov. 2003, p. 103.

2 La multigestion alternative, relevé de décisions, Bull. Cob avril 2003, n° 378, p. 11.

3 Cf. décret n° 89-623 du 6 septembre 1989, modifié par le décret n° 2003-1103 du 21 novembre 2003.

Pour autant, ces innovations essentielles doivent également être accompagnées d'une réflexion plus globale sur la place des acteurs concourant au développement de cette gestion, et notamment le *prime broker*. En effet, ce dernier est le partenaire traditionnel de toute société de gestion alternative. À l'origine, les premières sociétés de gestion alternative disposaient souvent de moyens techniques et humains réduits. Ces petites « boutiques » avaient, faute de surface financière, peu accès aux services financiers des grands établissements. C'est la raison pour laquelle, dès le début des années quatre-vingt, des établissements financiers anglo-saxons ont structuré une offre de services visant à fournir aux gérants des services différents, tels que l'exécution des transactions sur les marchés réglementés ou de gré à gré, le financement des transactions initiées par le gérant, la centralisation des comptes ouverts au nom du fonds (production de confirmations d'opérations, gestion des OST...), le contrôle des risques ainsi que des services de commercialisation et de marketing (service dit de *capital introduction*). L'offre de services multiples par un même prestataire permet aux fonds de gestion alternative de bénéficier de frais de transaction et de services réduits par rapport à un recours à des prestataires multiples et présente l'avantage pour la société de gestion de n'avoir recours qu'à un seul intermédiaire, le *prime broker*, pour régir l'ensemble de ces services.

Toutefois, le *prime broker* est un acteur encore inconnu dans le paysage réglementaire français. Sa reconnaissance suppose préalablement de répondre à trois interrogations.

LE RÔLE DU DÉPOSITAIRE D'OPCVM

Longtemps, les *prime brokers* ont été exclusivement des établissements anglo-saxons, à l'exclusion des établissements français. La raison se trouve dans la place réservée par le droit français au dépositaire. Le Code monétaire et financier impose que les actifs des OPCVM français soient conservés par un dépositaire unique dont le siège social se situe en France⁴. Certes, l'instruction Cob de novembre 1993 sur les missions et moyens du dépositaire prévoit que le dé-

positaire français peut déléguer la conservation des actifs des OPCVM, y compris à l'étranger, mais sous certaines conditions uniquement (en termes de contrôle notamment). Il n'en demeure pas moins que le dépositaire français reste en tout état de cause responsable vis-à-vis des porteurs et de l'OPCVM.

La gestion alternative fonctionne selon une philosophie différente. Par définition, tout ou partie des actifs d'un fonds de gestion alternative va devoir être transféré au *prime broker*, en garantie du financement qu'il accorde au fonds et des opérations qu'il exécute pour son compte. Les grands établissements français ne disposant pas jusqu'à récemment de services de *prime brokerage*, une telle responsabilité a pu constituer pour les dépositaires français un frein important à de possibles délégations de leurs tâches à des *prime brokers* externes à leur groupe. Cette limite revêt d'autant plus d'importance en gestion alternative qui met en place des stratégies complexes, voire spéculatives et risquées.

Par ailleurs, les conventions de *prime brokerage* stipulent que le *prime broker* bénéficie de garanties de la part de l'OPCVM, notamment sous la forme d'un transfert de propriété sur tout ou partie des instruments financiers qui sont conservés par lui. Ce dernier peut dès lors utiliser les titres pour son propre compte (y compris pour se couvrir des positions prises en qualité de contrepartie du fonds) et ne s'engage vis-à-vis du fonds qu'à lui fournir des titres identiques ou équivalents. En droit français, le Code monétaire et financier⁵ et l'instruction Cob de novembre 1993 prévoient que les conservateurs d'instruments financiers peuvent, par exception au principe général de ségrégation

“ Les innovations essentielles de la gestion alternative doivent être accompagnées d'une réflexion sur la place des acteurs concourant à son développement, notamment le *prime broker*. ”

⁴ Article L. 214-16 du Code monétaire et financier pour les Sicav, article L. 214-26 pour les FCP.
⁵ Article L. 533-7 du Code monétaire et financier.

des avoirs des clients, utiliser pour leur propre compte les instruments financiers dont ils ont la garde « avec le consentement explicite de l'investisseur ». Reste à déterminer la forme et la portée de ce consentement, notamment en termes de transfert de propriété des titres au profit du *prime broker*. Il convient en pratique de s'assurer que ces dispositions n'ont pas pour conséquence de priver le *prime broker* d'utiliser à son entière discrétion les instruments financiers conservés, et ce, avec un simple accord général consenti par l'OPCVM dans la convention de *prime brokerage*.

LES CATÉGORIES D'OPCVM CONCERNÉES

La réglementation française impose également aux OPCVM de diversifier leurs contreparties lors de la conclusion de transactions de gré à gré. Le décret du 6 septembre 1989 limite le risque de contrepartie des OPCVM « traditionnels » sur une même contrepartie pour ces opérations à 10 % de l'actif du fonds. Cette disposition trouve son fondement dans la nécessité de limiter les risques auxquels un OPCVM peut être exposé sur une même entité au titre de ses opérations de hors bilan. Or, par définition, le principe du re-

“Le *prime broker* est un acteur encore inconnu dans le paysage réglementaire français.”

cours à un *prime broker* s'inscrit dans une démarche inverse, puisqu'elle a pour objet de concentrer sur une même entité l'ensemble des opérations effectuées par l'OPCVM. Il convient toutefois de souligner que ce ratio de contrepartie n'a pas vocation à s'appliquer à tous les OPCVM. En effet, les OPCVM à règles d'investissement allégées à effet de levier ainsi que les OPCVM contractuels, tels que créés par la Loi de sécurité financière, ne sont pas tenus de respecter ce ratio. En conséquence, ces deux seules catégories d'OPCVM pourraient recourir à un

prime broker pour leur gestion. Cette contrainte a néanmoins peu de portée en pratique, dans la mesure où seules ces deux catégories d'OPCVM peuvent réglementairement mettre en place de véritables gestions alternatives. Ces fonds ne peuvent néanmoins être souscrits que par des investisseurs qualifiés ou avertis (définis dans le futur règlement général de l'AMF), ce qui a pour effet d'écartier le possible recours à un *prime broker* pour des fonds qui seraient destinés au grand public.

LA MAÎTRISE DES RISQUES

Du fait du financement par le *prime broker* des positions prises par le fonds alternatif et l'autorisation des ventes à découvert (*short selling*), le mécanisme de *prime brokerage* est traditionnellement accompagné de garanties pour couvrir l'éventuelle défaillance de l'une des parties au montage.

Les conventions prévoient ainsi usuellement une clause de compensation applicable en cas de défaillance de l'OPCVM ou du *prime broker*, permettant à la partie non-défaillante de résilier l'ensemble des opérations conclues avec la partie défaillante et de dégager un solde unique de résiliation qui devra être payé par une partie à l'autre. En droit français, la validité de la compensation sur instruments financiers (ou *close out netting*) n'est notamment possible que pour « les dettes et les créances afférentes à toutes opérations sur instruments financiers » et lorsque les opérations en cause sont régies par une convention « respectant les principes généraux de conventions-cadres de place, nationales ou internationales »⁶.

Ces conditions légales soulèvent deux difficultés particulières pour le *prime broker*. D'une part, les conventions de *prime brokerage* prévoient la réalisation de transactions dont le sous-jacent ne constitue pas nécessairement un instrument financier au sens de l'article L. 211-1 du Code monétaire et financier (service de change *spot* par exemple). D'autre part, il convient de vérifier que ces conventions respectent les principes généraux d'une convention-cadre de place nationale ou internationale. Cette analyse ne peut être effectuée qu'au cas par cas. Néanmoins si, à l'heure actuel-

le, cette question demeure ouverte, elle peut être résolue sur un plan pratique de deux manières. Tout d'abord, les opérations de gré à gré conclues entre l'OPCVM et le *prime broker* font le plus souvent l'objet d'une convention-cadre (FBF ou ISDA pour les produits dérivés, PSA-ISMA ou OSLA pour les cessions temporaires) qui répond aux critères exigés par le Code monétaire et financier pour bénéficier des dispositions sur la compensation. En outre, il est possible de prévoir dans ces conventions-cadres des cas de défaut particuliers et complémentaires, identiques à ceux usuellement prévus dans une convention de *prime brokerage*. Enfin, parce que la réglementation autorise désormais les parties à différentes conventions-cadres à les lier entre elles de sorte que les soldes résultant de la compensation de chacune d'entre elles puissent à leur tour faire l'objet d'une compensation globale (*global netting*)⁷. Cette situation n'est toutefois pas identique à celle d'une compensation globale de tous les flux issus de la convention de *prime brokerage*. En effet, la facilité documentaire issue de la convention globale se trouve atténuée par ces principes et, en outre, certaines opérations (financement de positions, change au comptant, etc.) ne peuvent pas, par principe, faire l'objet d'une convention-cadre, et restent donc exclues du bénéfice du *close-out netting*.

Il convient toutefois de noter que la transposition de la directive dite *collateral*⁸ en droit français devrait avoir pour effet de clarifier cette question, en assouplissant les conditions du *close out* et du *global netting* et en permettant la résiliation anticipée des conventions et la compensation des « obligations financières » y afférentes, et non seulement aux « opérations sur instruments financiers ». La réforme de la résiliation-compensation devrait ainsi permettre d'englober l'ensemble des prestations effectuées par un *prime broker*, et non se limiter aux seules opérations sur instruments financiers.

De la même façon, les modalités de cession de créances effectuées à titre de garantie par l'OPCVM au *prime broker* soulèvent certaines difficultés pratiques au regard de la réglementation française. Le Code monétaire et financier⁹ pré-

voit ainsi que les remises en pleine propriété d'instruments financiers à titre de garantie peuvent être opposables aux tiers sans formalité, même lorsque l'une des parties fait l'objet d'une procédure de redressement ou de liquidation judiciaire, et bénéficient de la faculté de

“Une réflexion entre les autorités de tutelle et les professionnels de la gestion d'actifs est nécessaire afin de dissiper toute ambiguïté quant au recours à un *prime broker*.”

compensation développée ci-dessus. Mais seules les garanties couvrant des obligations résultant d'une ou de plusieurs conventions-cadres bénéficient de cette faculté. Pour les raisons indiquées ci-dessus, seul le *collateral* fourni par l'OPCVM au *prime broker* dans le cadre des conventions-cadres existantes (ISDA, FBF) bénéficiera de cette faculté, et non l'ensemble des garanties prévues dans la convention de *prime brokerage*. En pratique, ceci oblige le *prime broker* à prévoir l'octroi de garanties au sein de chaque convention-cadre afin de leur donner plein effet, et éviter de la sorte qu'elles soient gouvernées par la convention de *prime brokerage*. Il nous apparaît opportun de clarifier la situation en introduisant par exemple une convention-type de *prime brokerage*.

En définitive, si le recours par un OPCVM à un *prime broker* ne semble pas, dans son principe, prohibé par la réglementation française, il n'en demeure pas moins que le concept de *prime brokerage* et les stipulations contractuelles qui y sont généralement associées ne sont pas appréhendés de façon totalement satisfaisante par la réglementation financière actuelle. C'est la raison pour laquelle il conviendrait que les questions mentionnées ci-dessus fassent rapidement l'objet d'une réflexion de place entre les autorités de tutelle et les professionnels de la gestion d'actifs afin de dissiper, si nécessaire, toute ambiguïté quant aux modalités de recours à un *prime broker*. ■

6 Article L. 431-7 du Code monétaire et financier.

7 Article L. 431-7 al. 2 du Code monétaire et financier.

8 Directive 2002/47/CE du 6 juin 2002 concernant les contrats de garantie financière.

9 Article L. 431-7 al. 5 du Code monétaire et financier.