

# Le cadre réglementaire

**La réglementation française** offre aux sociétés de gestion des véhicules intéressants pour la gestion alternative mais il n'existe pas encore, comme dans certains pays, de réglementation spécifiquement adaptée au développement de ces nouveaux produits financiers.



FABRICE BUSSIÈRE  
Responsable  
des affaires juridiques

Barep, Groupe  
Société générale



COLIN MILLAR  
Avocat à la Cour  
Simmons & Simmons

**S** I LE MARCHÉ DE LA GESTION d'actifs français pour le compte de tiers représente le second marché d'Europe en termes d'encours, il reste encore peu familier avec les fonds relevant de la gamme de gestion dite «alternative». Ce style de gestion, récent en France et importé des Etats-Unis où il est apparu en 1949, n'est pas défini par la réglementation française. Schématiquement, correspond à une gestion alternative celle permettant de «décorrélérer» la valeur d'un fonds des variations des marchés financiers. Cette gestion tend ainsi à fournir aux porteurs du fonds une performance régulière, et ce, quelle que soit l'évolution des marchés (à la hausse ou à la baisse). Si les performances d'un fonds actions dépendent naturellement des variations des marchés actions, ou celles d'un fonds obligataire de l'évolution des taux, le fonds dit «alternatif» essaie, par définition, de s'affranchir des volatilités inhérentes aux marchés financiers. Aussi, la gestion alternative est une gestion non «benchmarkée», dont la performance ne s'apprécie pas au regard d'un indice de marché.

## QUATRE STRATÉGIES PRINCIPALES

Pour l'essentiel, on associe quatre types de stratégies à ce mode de gestion.

- La première correspond à la gestion dite «systématique». Cette technique, reposant sur des modèles économiques et statistiques faisant apparaître des tendances de marché, donne au gestionnaire des signaux d'achat et de vente d'ins-

truments financiers (fonds dits «*trend followers*»), qu'il peut suivre ou non.

- La seconde stratégie correspond aux fonds dits «*global macro*». Par cette méthode, le gestionnaire intervient sur tous les marchés financiers (actions, dettes, changes, matières premières et dérivés), sa décision d'investissement reposant sur une analyse macro-économique. Ces deux dernières stratégies sont souvent qualifiées de «bidirectionnelles» et anticipent une tendance de marché.

- La troisième catégorie de gestion est celle dite du «*long/short equity*», selon laquelle le gérant va s'employer à prendre des positions sur les marchés actions, et notamment va vendre à découvert des titres surévalués, qu'il aura préalablement empruntés. L'expertise du gestionnaire va reposer en l'espèce sur sa capacité de sélection des titres qu'il va acquérir ou céder. Enfin, il convient de mentionner les stratégies dites de «*relative value*» selon lesquelles le gérant va exploiter des anomalies, ou des situations particulières sur les marchés.

Ces quatre techniques ne sont naturellement pas exhaustives et peuvent évoluer. Elles nécessitent, du point de vue juridique, de disposer de fonds pouvant utiliser, de manière souple, des produits dérivés et de bénéficier de ratios d'investissements dérogatoires (notamment quant à la capacité d'emprunt/prêt de titres).

“La gestion alternative est une gestion non “benchmarkée”, dont la performance ne s'apprécie pas au regard d'un indice de marché.”

Rangés systématiquement, souvent à tort, dans la famille des «*hedges funds*», les fonds relevant d'une gamme de gestion alternative sont soumis à une réglementation précise. Si la réglementation française permet de mettre en place de véritables stratégies de gestion alternative, il n'en demeure pas moins que les fonds alternatifs sont souvent domiciliés dans d'autres juridictions.

#### LES OPCVM À PROCÉDURE ALLÉGÉE

Les sociétés spécialisées dans la gestion alternative recourent, pour l'essentiel, à deux types de véhicule sous le droit français. Le premier est l'Opcvm bénéficiant d'une procédure allégée. Apparu avec la loi du 2 juillet 1998, ce véhicule juridique offre une grande souplesse au gestionnaire. Tout d'abord, sa constitution est facilitée : la société de gestion n'a pas à obtenir préalablement à sa commercialisation l'agrément de la Cob, mais doit seulement le déclarer à la Cob, et ce postérieurement à sa création. Par ailleurs, les ratios d'investissement applicables à ce type d'Opcvm sont plus souples que ceux applicables aux Opcvm agréés par la Cob : un fonds à procédure allégée est en droit de prêter des titres à hauteur de 100 % de ses actifs (contre 15 % pour un fonds à vocation générale) et emprunter des titres pour un montant équivalent à 30 % de son actif (contre 10 % pour les fonds classiques). En outre, il peut investir à hauteur de 50 % de son actif dans des titres non cotés (contre un ratio de 10 % pour un fonds agréé). Cependant, il convient de relever que cette catégorie d'Opcvm est réservée à des investisseurs dits «qualifiés», tels que définis par le décret n° 98-880 du 1<sup>er</sup> octobre 1998, et à toute personne, morale ou physique, investissant initialement dans l'Opcvm 500 000 EUR.

#### LE FCIMT, LE FONDS DE «FUTURES» FRANÇAIS

Outre les fonds à procédure allégée, il est courant de recourir, en gestion alternative, à des Fonds communs d'intervention sur les marchés à terme (FCIMT). Équivalent du fonds de *futures* américain, le FCIMT est soumis à une

réglementation spécifique. Le FCIMT doit avoir en permanence 50 % de son actif en liquidités (TCN, produits monétaires...), étant précisé que ces liquidités ne doivent pas servir comme dépôt de garantie auprès des chambres de compensation. Le reste de l'actif peut être investi sur les principaux marchés à terme mondiaux (Eurex, CboT, Liffe, Matif...). Les porteurs des FCIMT ont donc l'assurance que le gestionnaire interviendra sur des marchés réglementés, fonctionnant dans des conditions satisfaisantes, sous le contrôle d'une autorité

### France : l'évolution nécessaire

**S**i la place de Paris entend développer une réelle expertise en gestion alternative, et éviter une délocalisation de cette industrie en dehors de France, les sociétés de gestion françaises doivent absolument disposer d'un véhicule adapté à ce nouveau type de gestion. Il convient de souligner que le projet de loi DDOEF, en cours de discussion, prévoit à cet effet la création d'Opcvm «réservés aux

investisseurs qualifiés» ou fonds dits «contractuels». Cet Opcvm, qui serait réservé à des investisseurs «qualifiés» au sens de la réglementation applicable, verrait sa stratégie financière déterminée contractuellement par le règlement ou le statut du fonds, sans pour autant respecter les ratios d'investissement imposés aux autres Opcvm relevant du contrôle de la Cob. L'adoption du DDOEF est prévue pour la fin de

l'année. Par ailleurs, à l'image de la réaction des gestionnaires américains suite à la quasi-faillite du fonds «*Long term capital management*» (LTCM), les acteurs français préparent la rédaction d'un Code de bonne conduite, sous l'égide de l'AFG-ASFFI, destiné à apporter toutes les garanties nécessaires aux porteurs comme aux autorités de tutelle, quant à la conduite de cette activité en France.

de tutelle, et offrant une bonne liquidité. Si le FCIMT constitue une structure juridique intéressante, notamment pour mettre en place des stratégies dites «systématiques», il est regrettable en revanche que son développement soit freiné par une réglementation stricte interdisant toutes activités de démarchage et de publicité relatives à ce produit.

#### UNION EUROPÉENNE : DES SITUATIONS CONTRASTÉES

Si la réglementation française offre des véhicules innovants, tels que l'Opcvm bénéficiant d'une procédure al...

légée, il n'en demeure pas moins que certains pays ont favorisé le développement de la gestion alternative en adoptant des réglementations spécifiques.

Pour s'en convaincre, il suffit d'examiner la réglementation irlandaise qui propose une structure innovante : le «*qualifying investor fund*». Introduit dans la réglementation irlandaise en 1996, cette structure offre une grande souplesse au gestionnaire quant au choix de la stratégie financière. En effet, ce type de fonds ne connaît pas de restriction quant à la politique et à l'objectif d'investissement, ni dans le levier utilisé. Ces fonds peuvent en outre recourir aux services d'un «*prime broker*», qui assure, pour le compte du fonds, toutes les transactions sur les marchés financiers (réglementés ou OTC). Ainsi, au lieu de nouer une multitude de relations avec différents *brokers*, le fonds n'aura qu'une seule et unique relation avec ce *broker* «principal». Ces fonds demeurent toutefois retraits à

certaines catégories de porteurs. En effet, la souscription est réservée aux «*qualifying investor*» au sens de la réglementation irlandaise, c'est-à-dire toute personne morale, gérant pour son compte propre ou pour le compte de tiers, 25 millions d'EUR, ou toute personne physique ayant un patrimoine d'une valeur minimum de 1 250 000

EUR. En outre, le minimum de souscription est de 250 000 EUR. Les conditions d'accès à ces fonds les destinent naturellement à une clientèle avertie des risques encourus à l'occasion de la souscription dans le fonds.

Il convient par ailleurs de souligner que l'Espagne a récemment adopté une nouvelle réglementation de nature, en principe, à favoriser la gestion alternative. En effet, suite à une demande de la Commission européenne et du ministère des finances espagnol, la Loi de finance pour 2000 a introduit un nouveau dispositif permettant désormais à la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), l'homologue de la Cob, en Espagne, d'agréer les fonds coordonnés ou non étrangers. Cette évolution n'a toutefois eu que peu d'impact en ce qui

concerne la gestion alternative. Les fonds alternatifs étrangers doivent en effet, aux termes de l'Ordonnance ministérielle du 10 juillet 1997 et de la Circulaire du 22 septembre 1998, offrir aux investisseurs espagnols le même niveau de protection que celui offert par les fonds espagnols. La réglementation espagnole ne permettant pas aux fonds d'utiliser des techniques de gestion alternative (produits dérivés, ventes à découvert...), l'évolution récente de la position du CNMV reste très limitée dans ses conséquences sur la commercialisation de fonds utilisant les techniques de gestion alternative.

### LA RÉGLEMENTATION ITALIENNE ÉVOLUE

Récemment, l'Italie a connu également une évolution de sa législation en matière de produits de gestion collective. Le Décret-loi du 24 février 1998, puis le Décret du ministre des finances du 24 mai 1999, ont en effet homogénéisé les différents textes applicables aux organismes de gestion collective. Ce nouveau corps réglementaire a vu l'avènement de fonds dits «fermés» (*reservati*) autorisés à investir leurs actifs dans des produits dérivés et autres produits de gestion alternative. De même, l'Italie a doté son industrie d'un véhicule recourant aux techniques de gestion alternative à même de concurrencer les produits irlandais (fonds dits «*speculativi*»). Toutefois, cette évolution ne s'est pas encore traduite par une plus grande ouverture de la gestion alternative, la réglementation italienne ayant mis en place une lourde procédure d'agrément devant le ministère des finances, sur consultation de la Consob (l'équivalent transalpin de la Cob) et de la Banque d'Italie (nécessité pour le fonds alternatif d'avoir un établissement permanent en Italie, accord entre l'autorité de tutelle du fonds alternatif et Consob...).

D'autres pays, comme l'Allemagne, permettent l'introduction de produits de gestion alternative au travers du «*repacaging*» de produits étrangers via des émissions d'obligations ou de certificats indexés et ayant comme sous-jacent des fonds alternatifs. Fiscalement, la commercialisation de ces produits indexés demeure plus aisée que celle des produits sous-jacents. ■

**“La réglementation irlandaise propose une structure innovante : le “qualifying investor fund” qui offre une grande souplesse au gestionnaire quant au choix de la stratégie financière.”**