

Quelle réforme pour les FCIMT ?

FABRICE BUSSIERE

Docteur en droit
Responsable des affaires juridiques
Barep
Groupe Société générale



Si la gestion alternative se développe rapidement en France, le FCIMT connaît pourtant une croissance modérée. En effet, depuis sa création, cet Opcvm fait l'objet d'une mesure d'interdiction de démarchage et de publicité, limitant ainsi sa promotion auprès de la clientèle. Or, l'examen des FCIMT laisse entrevoir une diversité de gestions qui appelle un assouplissement du régime de commercialisation.

Le Fonds commun d'intervention sur les marchés à terme (FCIMT) est le mal aimé de la gestion d'actifs pour le compte de tiers. A l'heure où la gestion alternative se développe rapidement en France¹ et fait, en outre, l'objet d'une réflexion de place entre les autorités de tutelle et les professionnels de la gestion², ce constat peut surprendre. Alors qu'ils furent créés il y a quinze ans par la loi n° 87-1158 du 31 décembre 1987 relative aux marchés à terme, le dernier rapport annuel de la Cob (année 2001) recensait seulement 28 FCIMT pour un encours global géré de 802 millions d'euros contre 726 millions d'euros l'année précédente. En 1999, 34 FCIMT existaient, gérant environ 1.1 milliard d'euros³. Ce maintien relatif des encours des FCIMT doit être apprécié sur une période où la gestion collective, dans son ensemble, a connu un très rapide développement⁴. Le nombre de FCIMT demeure également constant. Pour mémoire, en 1994, la Cob recensait 38 FCIMT⁵. Certes, il faut tempérer ce constat par le contexte économique des années 90 qui incitait les investisseurs à placer davantage leur épargne dans d'autres catégories d'Opcvm (actions et monétaires). En outre, le développement des FCIMT a été freiné jusqu'en 1992 par une fiscalité aberrante qui traitait le porteur personne physique comme intervenant directement sur les marchés à terme à titre d'opérateur habituel⁶ ! Il n'en demeure pas moins que le FCIMT n'a pas trouvé sa véritable place en France, à la différence du *commodity pool* américain (équivalent des FCIMT)⁷, alors que la demande en gestion alternative est de plus en plus soutenue en France⁸.

Une des explications à cette situation se loge, selon nous, non pas dans le fonctionnement du FCIMT, mais dans le principe d'interdiction de publicité et de démarchage dont fait l'objet cet Opcvm depuis sa création (art. L. 214-42 du code monétaire et financier). Si cette mesure sévère pouvait être comprise lors de la création des

FCIMT en 1988, il convient cependant de la relativiser, au regard de l'évolution réglementaire du droit financier ces dernières années. De surcroît, elle est pour le moins, pour certains FCIMT, anachronique. La mesure d'interdiction de publicité et de démarchage est souvent justifiée au regard des risques financiers que représente un FCIMT pour ses porteurs. Or, l'examen des caractéristiques des FCIMT tend à modérer cet argument traditionnel. En effet, les FCIMT recouvrent des méthodes de gestion diverses (I) qui appellent des régimes de commercialisation distincts (II).

I Le FCIMT recouvre des gestions multiples

Une définition large. Une seule disposition législative est consacrée aux FCIMT. Classé parmi les Opcvm à statut particulier⁹, le FCIMT est mentionné à l'article L. 214-42 du code monétaire et financier, aux termes duquel «le règlement d'un fonds constitué en vue d'intervenir sur les marchés à terme prévoit le montant des liquidités ou valeurs assimilées que doit détenir ce fonds»¹⁰. Cette définition légale est vague et traduit mal, selon nous, la diversité des gestions réalisées via les FCIMT présents sur la place de Paris. Cette approche quant à la définition de ce fonds est d'ailleurs singulière dans la réglementation française de la gestion collective. En effet, les autres Opcvm sont définis au regard de leur objectif de gestion, et non au vu de caractéristiques juridiques. Ainsi, par exemple, les Opcvm «monétaires euro» sont ceux gérés dans une fourchette de sensibilité de 0 à 0.5 et faisant référence à un indice du marché monétaire¹¹. Cette définition par l'objectif de gestion n'est pas celle retenue pour les FCIMT. En effet, au vu de l'article L. 214-42 du code

monétaire et financier, deux seuls éléments caractériseraient le FCIMT : son objet principal consistant à intervenir sur les marchés à terme (A) et l'application d'un ratio de liquidité propre à ce FCP (B).

A - L'intervention sur les marchés à terme

Selon l'article L. 214-42 du code monétaire et financier, le premier élément de définition du FCIMT réside dans l'objectif principal du fonds : intervenir sur les marchés à terme. Cette intervention sur les marchés à terme suscite deux interrogations principales, tenant à la nature de ces marchés (1) et à la proportion du portefeuille du FCIMT engagé sur lesdits marchés (2).

1. Nature des marchés à terme

Si, par nature, les FCIMT interviennent principalement sur les marchés à terme réglementés (a), il nous semble qu'ils sont également habilités à intervenir sur des marchés à terme de gré à gré ou OTC (pour *over-the-counter*) (b) ¹².

a) **Intervention sur les marchés réglementés.** Par essence, les FCIMT interviennent principalement sur les marchés à terme réglementés ¹³. Ces marchés sont énumérés par un arrêté du ministre chargé de l'économie en date du 6 septembre 1989 (art. 2), qui recense les principaux marchés à terme mondiaux (Eurex, Liffe, Monep, CBoT, CME, Matif, etc.). Cette liste, qui compte à l'heure actuelle 33 marchés, est mise à jour périodiquement. La reconnaissance de ces marchés par arrêté est importante car elle garantit au porteur du FCIMT que ce dernier intervient sur des marchés fonctionnant dans des conditions normales et offrant une liquidité satisfaisante pour les autorités françaises. La liquidité des FCIMT doit être d'ailleurs quotidienne ¹⁴. En outre, ces marchés réglementés, via leur chambre de compensation, offrent à leurs intervenants une garantie de bonne fin ¹⁵. Les FCIMT, à la différence des autres Opcvm, sont également autorisés à intervenir sur les contrats à terme de marchandises (blé, sucre, colza, maïs, etc.) ¹⁶, en application de l'article 2 de l'arrêté du 6 septembre 1989. Sans s'attarder sur les mécanismes propres aux marchés à terme ¹⁷, on soulignera seulement que ces marchés ont été créés, à l'origine, afin d'offrir des instruments de couverture (dits aussi de *hedging* ¹⁸) contre les variations d'un actif ¹⁹. Cette fonction de couverture est importante dans la gestion d'un FCIMT et permet de compenser des positions spéculatives prises par le fonds ²⁰. En effet, par le mécanisme des dépôts de garantie, ces différents marchés à terme offrent également aux gestionnaires de FCIMT la faculté d'être en levier ²¹. C'est d'ailleurs pourquoi, par dérogation au droit commun, les FCIMT sont les seuls fonds à pouvoir intervenir sur les marchés dérivés, sans limite particulière ²². Cette exception est une des caractéristiques fondamentales des fonds de futures. Le FCIMT, via ces instruments à terme, pourra prendre des positions sur l'évolution (à la hausse ou à la baisse) des taux d'intérêt, des devises, des indices ou des matières premières. Quelle que soit l'évolution des marchés, le gestionnaire sera en mesure de fournir à ses porteurs une performance positive. En cela, la gestion d'un FCIMT est «décorellée» des marchés financiers.

Diversité des gestions. C'est au regard de leurs interventions sur les marchés à terme que l'on distingue généralement les deux grandes familles de FCIMT. Les premiers sont les FCIMT «mono-produit» dont la stratégie va se limiter à un seul domaine (par ex. les matières premières), voire un seul type de contrat. Ainsi, certains FCIMT n'interviennent que sur les options CAC 40. Le FCIMT peut alors jouer la hausse ou la baisse de cet indice. Ces derniers FCIMT sont généralement les plus risqués pour les porteurs. Les seconds sont les FCIMT «diversifiés», intervenant sur les principaux marchés, quels que soient les instruments à terme traités. Ces FCIMT sont souvent qualifiés de fonds «*trend followers*» ou suiveurs de tendance. En effet, ces gestionnaires élaborent des systèmes statistiques leur donnant des signaux d'achat ou de vente d'instruments financiers. En d'autres termes, le gestionnaire, à l'aide de ce système informatique, essaie de capter une tendance de marché et de l'exploiter sur le marché. Ces FCP, par la diversité des marchés sur lesquels ils interviennent, sont par nature moins spéculatifs que les FCIMT «mono-produit». Ces FCIMT systématiques s'opposent aux FCIMT dits «discrétionnaires» pour lesquels le gérant prend des positions au regard de sa propre analyse des marchés. Un FCIMT peut également déléguer une partie de la gestion financière à une autre société, dont l'expertise est reconnue sur tel ou tel marché à terme ²³. Les FCIMT recouvrent ainsi une grande diversité de gestion et il nous semble pour le moins réducteur d'affirmer que tous les FCIMT sont, par définition, dangereux pour les porteurs. Tout dépend de la stratégie retenue par le gérant du FCIMT, telle que détaillée dans le prospectus d'information du fonds (cf. infra).

b) **Intervention sur les marchés de gré à gré.** Si les FCIMT ont pour objectif principal d'intervenir sur des marchés réglementés ²⁴, la question se pose de savoir s'ils sont également habilités à intervenir sur les marchés de gré à gré. La réponse nous semble affirmative ²⁵. Cette question n'est pas théorique, car les marchés OTC offrent aux gestionnaires, dans certaines situations, des produits à terme dans des conditions préférentielles par rapport à ceux négociés sur des marchés réglementés. Deux exemples peuvent illustrer les avantages des marchés de gré à gré. Tout d'abord, certains marchés à terme sont des marchés de gré à gré. C'est le cas du marché des changes qui est essentiellement un marché non réglementé, mais qui présente néanmoins toutes les garanties pour les intervenants quant à son fonctionnement et sa liquidité. Or, des FCIMT peuvent être amenés à prendre des positions sur ce marché à terme. Par ailleurs, certains contrats négociés sur des marchés à terme ne sont pas assez liquides pour des gestionnaires de FCIMT (ex. sur des matières premières). Les FCIMT gèrent en effet des portefeuilles importants en termes d'encours et leurs ordres sur des contrats peu liquides, dans certains cas, peuvent ne pas être exécutés correctement. C'est pourquoi s'est notamment développée la technique des «*Exchange for physical*», ou EFP, qui sont des contrats OTC reproduisant les caractéristiques des futures négociés sur les marchés à terme. Quels que soient les instruments à terme traités, les interventions des FCIMT sur les marchés OTC relèvent du droit commun (décret n° 89-624 du 6 septembre 1989 et Instruction Cob du 15 décembre 1998).

2. Niveau d'intervention sur les marchés à terme

Si les FCIMT doivent respecter en permanence un ratio de liquidité (cf. infra), pour limiter les risques inhérents aux marchés à terme, la réglementation ne détermine pas pour autant quel pourcentage du portefeuille du fonds doit être investi sur ces marchés à terme. Alors même les textes sont muets sur cette question, il nous semble nécessaire que la poche «dynamique» du portefeuille du FCIMT soit investie en majorité sur des marchés à terme. Il serait pour le moins étrange que cette partie du portefeuille soit composée, par exemple, en actions ou obligations d'une maturité supérieure à un an. Ce n'est naturellement pas la vocation d'un FCIMT. En pratique, il peut être en revanche délicat de distinguer dans certains cas les Opcvm monétaires «dynamiques» des FCIMT peu exposés sur des marchés à terme. En effet, les premiers vont dynamiser leurs performances sur les marchés à terme et les seconds disposeront d'une partie monétaire importante.

B - Existence d'un ratio de liquidité

La seconde caractéristique des FCIMT, au vu de la définition posée par le code monétaire et financier, réside dans l'existence d'un ratio de liquidité spécifique que le FCIMT doit respecter à tout moment. Ce ratio représente la part détenue par le fonds en liquidités ou «valeurs assimilées aux liquidités» que sont «lorsqu'ils ont moins d'un an d'échéance, les bons du Trésor, les titres de créances négociables ou les obligations ainsi que les actions ou parts d'organismes de placement collectif en valeurs mobilières dont l'actif est essentiellement composé de ces éléments» (art. 10 Décret n° 89-624 du 6 septembre 1989)²⁶. Ces liquidités ne peuvent pas être utilisées comme dépôt de garantie auprès des chambres de compensation des marchés à terme. L'existence de ce ratio permet de limiter l'effet de levier sur les marchés à terme (cf. supra) en obligeant le gestionnaire à investir une partie du portefeuille dans des actifs sans risque. Ce ratio est, depuis la réforme du décret n° 89-624 du 6 septembre 1989 intervenue suite au décret du 26 février 2002, de 40 % de l'actif du fonds²⁷. Auparavant, ce seuil était fixé à 50 %. Cette réforme a donc renforcé la capacité des FCIMT à prendre davantage de positions sur les marchés et accentuer en conséquence le levier. Cette réforme peut surprendre, car la plupart des gestionnaires des fonds de futures investissent entre 20 et 30 % du portefeuille en dépôt de garantie sur les marchés. En fait, elle répond à un besoin précis. Pour les FCIMT réalisant des opérations OTC (notamment sur le change et les taux d'intérêt), ce ratio pouvait se révéler difficile à respecter. En effet, ces opérations nécessitent, par définition, des remises en garantie (ou «collatéral») qui amputent d'autant le ratio de liquidité. A cet égard, l'abaissement du seuil des liquidités à 40 % était souhaitable. Le ratio de liquidité est le seul ratio spécifique applicable aux FCIMT. Le ratio «libre», ou «poubelle» (selon l'expression utilisée par la pratique), tel que défini à l'article 3 du décret n°89-623 du 6 septembre 1989, ne s'applique pas à ces Opcvm²⁸. La seule contrainte imposée au gestionnaire pour la gestion du ratio de liquidité est qu'il «ne peut employer plus de 10 % de son actif en titres d'un même émetteur», et ce, en application de l'article 11 du décret n° 89-623. Cependant, de manière dérogatoire, le FCIMT est autorisé, en vertu de cette même disposition, à détenir sans aucune limitation

les titres émis ou garantis par un Etat membre de l'OCDE. En outre, le ratio de détention maximum d'une même catégorie de valeurs mobilières d'un même émetteur est applicable aux FCIMT²⁹.

II Pour un assouplissement du régime de commercialisation des FCIMT

Si la définition des FCIMT posée à l'article L. 241-42 du code monétaire et financier regroupe des Opcvm très divers, cette même disposition pose le principe d'interdiction de démarchage et de publicité applicable à tout FCIMT (A). Cette mesure, même justifiée, n'en demeure pas moins d'une application trop générale. Il conviendrait de l'aménager selon la gestion mise en place par le gestionnaire du fonds (B). En effet, si le FCIMT n'est pas un Opcvm de nature à devenir un produit grand public, mais davantage un produit de diversification de portefeuille, un assouplissement de son régime de commercialisation permettrait assurément un plus grand développement de cette catégorie d'Opcvm.

A - Le principe d'interdiction de démarchage et de publicité

Si le principe d'interdiction est affirmé avec force par la réglementation française (1), il n'en demeure pas moins que cette mesure appelle des critiques (2).

1. Etendue du principe

L'article L. 241-42 du code monétaire et financier dispose que le FCIMT «ne peut faire l'objet d'aucune présentation par voie de publicité en vue d'inciter le public à la souscription de ses parts. Sont interdites les activités de démarchage telles qu'elles sont définies par les dispositions du chapitre II du Titre IV du Livre III, relatives au démarchage financier et à des opérations de placement et d'assurance, en vue des mêmes fins». Cette disposition est sanctionnée civilement et pénalement (art. L. 353-4 du code monétaire et financier). Le fondement traditionnel de ce principe d'interdiction réside dans le caractère risqué et spéculatif des marchés à terme sur lesquels interviennent les FCIMT³. Le caractère spéculatif de ces marchés a longtemps constitué un obstacle à leur pleine reconnaissance juridique³¹. Il est notable de relever que le FCIMT est le seul Opcvm soumis à une telle interdiction générale. Cette interdiction est déclinée selon divers cas de figures dans lesquels un FCIMT est présent. Lorsque le FCIMT prend la forme d'un Opcvm «maître», l'Opcvm «nourricier» se trouve également soumis à la mesure d'interdiction, et ce, en application de l'article L. 214-34 du code monétaire et financier. De même, la Cob a considéré par le passé qu'une société de gestion gérant un fonds de fonds dont le portefeuille était composé de FCIMT ne pouvait pas effectuer une action commerciale sur lesdits FCIMT³². Il n'en demeure pas moins que la société de gestion, lorsqu'elle établit ses rapports de gestion à destination de ses porteurs, doit mentionner les actifs figurant dans le portefeuille. La frontière entre l'information et la promotion peut alors être

délicate à délimiter. Enfin, en application de la Recommandation Cob n° 99-02³³, un site internet ne peut diffuser librement des informations sur les FCIMT. La portée de l'interdiction posée par le code monétaire et financier est donc large. On ajoutera que, compte tenu de cette mesure applicable au FCIMT, ce dernier ne répond pas aux conditions posées par la Directive européenne 85/611/CEE du 20 décembre 1985³⁴ pour être coordonné.

2 Appréciations critiques

Le fondement actuel du principe d'interdiction nous semble devoir être replacé dans son contexte actuel. Le caractère spéculatif des marchés à terme a justifié, lors du vote de la loi du 23 décembre 1988, l'adoption de cette mesure. Avec plus de dix ans d'existence, l'examen des performances des FCIMT tend à démontrer que tous ces FCP ne sont pas nécessairement aussi risqués pour les porteurs. Il convient de procéder, selon nous, à une distinction selon les FCP examinés. Si les FCIMT «mono-produit» présentent souvent des risques de perte substantielle pour les porteurs³⁵, les FCIMT «diversifiés» fournissent en revanche une performance positive, quel que soit le contexte de marché. Cet objectif de performance régulière positive est celui recherché principalement par les sociétés de gestion spécialisées en gestion alternative³⁶. La notion de «risque financier» est donc à nuancer selon les FCIMT. Cela est d'autant plus vrai que les FCIMT évoluent dans un contexte extrêmement concurrentiel, où les fonds les moins performants disparaissent rapidement. Chaque année, environ 20 % des FCIMT sont dissous³⁷. Ce taux élevé de «mortalité» s'explique facilement. Les frais informatiques et de valorisation³⁸ sont beaucoup plus élevés que pour les autres Opcvm. En outre, la gestion d'un FCIMT suppose d'atteindre rapidement une «taille critique» en termes d'encours. A défaut, la gestion sur les marchés à terme ne peut être menée de manière satisfaisante. Or, comme le rappelle constamment la Cob, la rémunération du gestionnaire, via les frais de gestion variables, ne peut «intégrer les performances relatives à la gestion des liquidités ou des valeurs assimilées»³⁹. Elle repose sur la partie dynamique du portefeuille investie sur les marchés. En d'autres termes, le gestionnaire est rémunéré si le FCIMT offre une performance positive à ses porteurs⁴⁰. En conséquence, si la stratégie du gérant sur ces marchés n'est pas performante, le FCIMT n'est pas viable.

Investissements sur les marchés à terme en direct.

Par ailleurs, il est intéressant de relever que l'exercice de transactions sur les marchés à terme en direct par un investisseur – personne physique – n'est soumis à aucune interdiction de même nature que celle affectant les FCIMT. En ce domaine, la réglementation récente de la Cob, afin de protéger l'investisseur, prévoit une information renforcée en sa faveur. Ainsi, en vertu du Règlement Cob n° 97-02⁴¹, celui-ci doit recevoir du prestataire de services d'investissement une note d'information décrivant le fonctionnement des marchés à terme et les engagements incombant aux donneurs d'ordres. Si le donneur d'ordre n'intervient pas sur ces marchés à terme à titre professionnel, aucun ordre ne peut être exécuté avant l'expiration d'un délai de sept jours suivant la remise de la note d'information. En outre, le client doit attester, de manière manus-

crité, avoir pris connaissance de la note d'information. Le Règlement Cob n° 99-04 ajoute que les produits proposés doivent être «adaptés aux publics sollicités»⁴². Le souscripteur de parts de FCIMT dispose également d'une information renforcée, quel qu'il soit (investisseur qualifié ou non). La société de gestion doit lui remettre, préalablement à toute souscription, un prospectus qui comporte «à la fois des éléments pédagogiques sur les marchés à terme, et informatifs sur les stratégies, les moyens et les techniques de maîtrise des risques du gestionnaire ainsi qu'un avertissement sur le caractère risqué des FCIMT»⁴³. La Cob attache une importance particulière au contenu de ce document d'information en exigeant notamment la description des marchés et techniques utilisées par le gestionnaire de FCIMT ainsi que le style de gestion de ce dernier⁴⁴. Le risque inhérent à la souscription d'un FCIMT est donc mis en exergue par le prospectus.

Sans promouvoir un produit contre un autre, chacun répondant à un besoin distinct, la comparaison entre ces deux modes d'intervention sur les marchés à terme – en direct ou via un FCIMT – est néanmoins instructive à deux égards. D'une part, si une information renforcée est logiquement requise dans les deux cas, on relèvera qu'un FCIMT est géré, par définition, par des spécialistes des marchés à terme⁴⁵, qui sont les mieux à même de contrôler le levier inhérent aux instruments à terme⁴⁶. La Cob exerce d'ailleurs un contrôle strict sur la structure des sociétés de gestion de FCIMT⁴⁷. Un particulier intervenant directement sur ces marchés ne dispose naturellement ni des mêmes compétences, ni des mêmes moyens techniques qu'un professionnel de la gestion⁴⁸. Le FCIMT gère également un portefeuille d'une taille suffisante lui permettant de diversifier ses positions sur les marchés et limiter, le cas échéant, une perte sur une partie de celui-ci. La diversification des risques est d'ailleurs un avantage important de tout Opcvm, quel qu'il soit. D'autre part, la perte d'un porteur d'un FCIMT est limitée à son capital investi initialement lors de la souscription⁴⁹. Le porteur connaît son risque maximum de perte⁵⁰. Ce point est important lorsqu'on sait qu'un particulier intervenant en direct, par exemple, sur le Monep peut souffrir de pertes très supérieures à sa mise initiale (notamment en cas de vente de *call*). Cette rapide comparaison souligne les avantages procurés par la souscription dans un FCIMT.

B - Quels aménagements possibles ?

La mesure d'interdiction de démarchage et de publicité sur les FCIMT est générale, sans dérogation possible. De surcroît, l'interprétation de ce principe demeure souvent délicate en pratique⁵¹. En d'autres termes, un FCIMT se trouve assimilé, au regard des contraintes de commercialisation, à un fonds de *futures* étranger non coordonné⁵². La mesure nous semble pour le moins sévère et mériterait d'être assouplie. Il nous semble en effet envisageable d'adapter cette mesure selon le niveau de levier du FCIMT (1) et l'information des porteurs du FCIMT (2).

1. Distinction selon le levier du FCIMT

Si le caractère spéculatif du FCIMT fonde le principe d'interdiction de démarchage et de publicité⁵³, la limitation du levier devrait, selon nous, autoriser a contrario la com-

mercialisation de ces fonds. En effet, par définition, les FCIMT peuvent investir sur les marchés à terme à hauteur de 60 % de leur actif (cf. supra). Rares sont cependant les FCIMT qui utilisent au maximum cette possibilité réglementaire. En effet, la majorité des FCIMT consacrent environ 20 à 30 % de leur portefeuille sur les marchés à terme. Le reste des actifs est constitué de liquidités. C'est pourquoi, à partir de ce niveau d'engagement sur les marchés à terme, il est concevable de distinguer deux catégories de FCIMT. Les premiers seraient constitués par les fonds pouvant librement consacrer 60 % du portefeuille en dépôts de garantie sur les marchés à terme. Pour ces FCIMT, le principe d'interdiction et de publicité et de démarchage demeurerait. Les seconds seraient les FCIMT limitant volontairement leurs interventions sur les marchés à terme, à un niveau de 25 à 30 % de l'actif géré sous forme de dépôts de garantie. Pour ces derniers, le risque de perte pour le porteur est – par définition – moins important. Cette contrainte de gestion figurerait dans le prospectus de telle façon que le porteur connaisse, dès la souscription, le niveau de risque auquel il s'engage. Il reviendrait au dépositaire du fonds de s'assurer que cette contrainte est respectée en permanence.

2. Renforcer l'information du porteur

La protection du porteur d'un FCIMT contre un risque financier qu'il ignorait ou maîtrisait mal est fondamentale. Il doit s'engager en pleine connaissance de cause lors de la souscription. En revanche, si ce risque est parfaitement identifié et quantifié par la société de gestion, le porteur informé doit pouvoir accéder aux informations sur les FCIMT sans restriction particulière. En d'autres termes, si le principe d'interdiction de démarchage et de publicité est légitime quant à son objectif – la protection du porteur contre un risque lié au fonctionnement d'un produit spéculatif – elle n'en demeure pas moins inadaptée. En effet, la protection du porteur d'un FCIMT suppose également, et préalablement à la souscription, qu'il connaisse les autres produits de même nature offerts sur la place de Paris. Le choix d'un FCIMT, comme tout produit, commande une comparaison. Or, cette recherche d'information est entravée actuellement dans la mesure où les gestionnaires ne peuvent communiquer librement sur ces Opcvm, sauf à appliquer à la lettre les cas de dérogations à une activité de

démarchage et de publicité. C'est pourquoi une information renforcée, via le prospectus d'information, pourrait être envisagée, fournissant par exemple la performance du fonds depuis sa création, le risque de perte maximum, etc.⁵⁴. Ce prospectus pourrait, par ailleurs, être revêtu d'une mention manuscrite du porteur attestant qu'il a pris connaissance des risques inhérents à ces Opcvm, et qu'il les accepte. C'est la solution retenue par le Règlement Cob 97-09 lorsqu'un particulier intervient directement sur les marchés à terme (cf. supra). Une information renforcée constitue une alternative à l'interdiction de démarchage et de publicité. Une autre alternative pourrait consister à distinguer deux catégories de FCIMT : les FCIMT agréés et les FCIMT à procédure allégée réservés aux investisseurs qualifiés ou à ceux pouvant investir un montant minimum⁵⁵. Seuls ces derniers, bénéficiant de ratios plus souples (ratio de liquidité de 40 % par exemple), seraient interdits de démarchage et de publicité. C'est la solution retenue pour les FCPR⁵⁶. La réglementation actuelle offre en conséquence de nombreux exemples illustrant parfaitement le fait que la protection des porteurs passe essentiellement par une information claire, comprise et acceptée par le porteur.

* * *

Si le développement de la gestion alternative sur la place de Paris nécessite des réformes de fond – déjà adoptées ou demandées par les professionnels (modification récente du décret n° 89-624 du 6 septembre 1989⁵⁷, adoption prochaine d'un recueil de bonnes pratiques professionnelles sous l'égide de l'AFG-ASFFI⁵⁸, création de fonds dits «contractuels»⁵⁹) – l'aménagement du principe d'interdiction de démarchage et de publicité nous semble une mesure à envisager. Une meilleure connaissance des différentes gestions réalisées via les FCIMT contribuerait sans doute à faciliter une réforme en ce sens⁶⁰. Cette dernière permettrait aux investisseurs français d'investir, en toute connaissance de cause, dans ces Opcvm. Elle éviterait également une délocalisation de ce type de gestion vers d'autres places financières européennes⁶¹. A l'heure où la réforme du démarchage est à nouveau envisagée, cet assouplissement du régime de commercialisation serait donc la seule mesure de nature à permettre un développement important et durable des FCIMT en France. ■

1 Cf. F. Bussière, «Les aspects juridiques de la gestion alternative», *Banque & Droit*, mai-juin 2001, p. 3.

2 Cf. Rapport annuel de la Cob pour 2001, p. 120.

3 Rapport annuel Cob 1999, p. 133.

4 Cf. le dernier rapport annuel de l'AFG-ASFFI pour 2001 sur la croissance de chaque catégorie d'Opcvm.

5 Rapport annuel Cob 1994, p. 269.

6 Cet régime fiscal a pris fin avec la loi de finance rectificative pour 1992.

7 Sur la notion de «commodity pool» américain, cf. F. Bussière et J. Trépanier, «L'offre de services de gestion d'actifs aux Etats-Unis», *Banque & Droit* novembre-décembre 2000, p. 21.

8 Il convient de relever que les produits de gestion alternative ne comportent pas uniquement des fonds de futures. D'autres stratégies de gestion relèvent également de ce style de gestion. Pour une énumération des gestions relevant de cette gamme de produits, on se reportera utilement au Rapport annuel de l'AFG-ASFFI 2001, p. 11 et s. Adde *Banque Magazine* septembre 2001, Dossier gestion alternative, p. 45.

9 Catégorie d'Opcvm qui n'obéit pas au droit commun de la gestion collective, qui recouvre notamment, outre les FCIMT, les FCPE et les FCPR.

10 Lorsque le FCIMT prend la forme d'un FCP à compartiments, il doit alors respecter les conditions prévues à l'article L. 214-33 du code monétaire et financier.

11 Instruction Cob du 15 décembre 1998, prise en application du Règlement Cob n° 89-02, Annexe II. La classification Cob est pourtant considérée par les professionnels comme peu instructive pour les porteurs, cf. Les entretiens de la Cob 2001, *Quelle protection pour les clients de la gestion ?*, *Table ronde* n° 1.

12 Sur l'intérêt de dissocier les marchés réglementés des marchés OTC, cf. M.-A. Frison-Roche et M. Nussembaum, «Détermination juridique et financière des marchés financiers de gré à gré», *RJDA* 1997/8-9, p. 679.

13 Quand bien même l'art. L. 214-42 du code monétaire et financier soit peu précis dans sa rédaction, la Cob reconnaît très clairement l'obligation pour les FCIMT d'intervenir sur les marchés réglementés, cf. *Bull. Cob* décembre 1993, n° 275, p. 46.

14 Article 35 du *Règlement Cob* n° 89-02.

15 Il est intéressant de relever que, sous l'ancienne réglementation (loi du 31 décembre 1987, art. 31-1), l'exigence d'une garantie de bonne fin était une condition légale requise pour qu'un FCIMT puisse intervenir sur un marché à terme ; sur la notion de garantie de bonne fin, cf. J.-C. Marin et

- M.-C. de Nayer, La garantie de bonne fin due par la chambre de compensation sur les marchés à terme, *Rev. dr. banc.* janvier-février 1991, p. 15 ; C. Merkin et B. de Saint-Mars, La garantie de bonne fin de la chambre de compensation du marché des valeurs mobilières, *Rev. dr. banc.* mars-avril 1994, p. 70 ; Th. Bonneau et F. Drummond, Droit des marchés financiers, *Economica* 2001, n° 921 et s.
- 16 H. Hovasse, Le droit des marchés à terme de marchandises, *Economica*, 1987.
- 17 E. Macko, Les concepts fondamentaux d'un marché à terme d'instruments financiers, *Banque* 1985, p. 1034 ; Guide pratique du Matif et du Monep à l'usage des Opcvm, publié par *Parisbourse et l'AFG-ASFFI*, 3^e éd. 2001. Sur les différentes catégories de contrats négociés sur ces marchés, cf. notamment P. Stéphane, Le cours de bourse : les cours du Matif, in *Etudes sur le cours de bourse*, préf. J.-F. Théodore, *Economica*, p. 51.
- 18 Sur ces techniques, cf. E. Macko, Les concepts fondamentaux d'un marché à terme d'instruments financiers, op.cit.
- 19 J.-P. Danthine et N.-S. Tuchschild, Couverture optimale et équilibre sur les marchés à terme, *Encyclopédie des marchés financiers*, *Economica*, T. 1, 1997, préf. Y. Simon, p. 261. Sur l'histoire des marchés à terme, cf. M.-C. de Nayer, *Le Matif : analyse juridique*, éd. Dalloz, *Connaissance du droit*, 1991.
- 20 Il est intéressant de souligner qu'une récente jurisprudence analyse, à tort selon nous, les contrats à terme comme des instruments de nature spéculative : CA Paris 14 juin 2001, *Dr. Sociétés* mai 2002, p. 35, obs. crit. Th. Bonneau ; *Banque & Droit* novembre-décembre 2001, p. 28. H. de Vauplane et J.-J. Daigre.
- 21 Selon la Cob (Rapport 2001, p. 120), «le levier peut être défini de façon générale comme le rapport entre l'exposition nette du fonds (par l'investissement des apports des souscripteurs, par les engagements par emprunt d'espèces ou de titres en pensions et par les expositions nettes sur contrats à terme) et son actif net. Son calcul précis n'est en revanche pas normalisé».
- 22 En principe, à l'exception des Opcvm à procédure allégée (engagement au maximum à hauteur de 200 % de leur actif), les Opcvm ne peuvent engager plus d'une fois leur actif sur les marchés à terme réglementés ou OTC en application de l'article 2 du Décret n° 89-624 du 6 septembre 1989. Sur la réforme du décret : F. Bussière et E. Jardel, La réforme du Décret Opcvm n° 89-624 du 6 septembre 1989, *Banque & Droit* mai-juin 2002, p. 3.
- 23 Fonds également qualifiés de «multi-CTA». Les *Commodity Trading Advisors* (CTA) sont, au regard du *Commodity Law* américain, des gestionnaires qui reçoivent du gérant administratif (le «*Commodity Pool Operator*» ou «CPO») une délégation de gestion financière sur les marchés à terme.
- 24 En ce sens, *Rapport annuel Cob* 1990, p. 220.
- 25 En effet, le décret n° 89-624 du 6 septembre 1989, qui définit les conditions de validité des opérations dérivées conclues par les Opcvm, n'exclut pas les FCIMT de son champ d'application. Il prévoit seulement (art. 2-1) une dérogation en faveur des FCIMT relative à la limite d'engagement sur les marchés dérivés. Comp. P. Bézard, *Rep. Dalloz Sociétés*, V° Fonds commun de placement, n° 390.
- 26 Il s'agit d'un ratio de liquidités nettes s'appréciant après déduction des espèces empruntées par le FCIMT (*Rapport Cob* 1994, p. 270).
- 27 F. Bussière et E. Jardel, La réforme du Décret Opcvm n° 89-624 du 6 septembre 1989, op.cit.
- 28 L'article 1^{er} du décret n° 89-623 exclut expressément les FCIMT du champ d'application de l'article 3 du même décret.
- 29 Article 12 du décret n° 89-623 du 6 septembre 1989.
- 30 Les organismes de placement collectif en valeurs mobilières (Opcvm), ANSA, R. Roblot, 2^e éd. par M. Germain, n° 68 ; P. Bézard, *Rep. Dalloz Sociétés*, V° Fonds commun de placement, n° 402. Certains auteurs (cf. P. Didier, *Droit commercial*, T 3, La monnaie, Les valeurs mobilières, Les effets de commerce, PUF 1999, p. 208), attribuent essentiellement cette interdiction aux risques inhérents aux marchés à terme sur marchandises.
- 31 H. de Vauplane et J.-P. Bornet, *Droit des marchés financiers*, *Litéc* 3^e éd. 2001, n° 640 et s. ; Th. Bonneau et F. Drummond, *Droit des marchés financiers*, *Economica* 2001, n° 45 et s.
- 32 *Rapport Cob* 1992, p. 222.
- 33 Relative à la promotion ou la vente de produits de placement collectif ou de services de gestion sous mandat via Internet. L'article 2 in fine dispose que «en tout état de cause, une information librement consultable par les résidents français ne doit porter que sur des produits de placement collectif dont le régime n'interdit pas le démarchage ou la publicité en France».
- 34 En effet, ne relèvent pas de la Directive Opcvm les «Opcvm qui recueillent des capitaux sans promouvoir la vente de leurs parts auprès du public dans la Communauté ou dans toute partie de celle-ci» (art. 2-1). En outre, l'article 21-3 nouveau de la directive dispose en effet qu'un «Opcvm veille à ce que le risque global lié aux dérivés n'excède pas la valeur nette totale de son portefeuille». Or, un FCIMT peut engager plus d'une fois son actif sur les marchés dérivés.
- 35 Ainsi, la Cob a agréé des FCIMT dont la particularité est d'intervenir sur un seul type de contrat, comme les options sur indice CAC 40 (*Rapport Cob* 1991, p. 221). Ces fonds vont très fortement amplifier une hausse ou baisse de cet indice et présentent, en conséquence, un caractère spéculatif marqué.
- 36 F. Bussière, *Les aspects juridiques de la gestion alternative*, op.cit.
- 37 Pour 2001, sur 28 FCIMT, six ont été dissous (*Rapport Cob* 2001). Ce taux de mortalité est constant. Ainsi, pour l'année 1995, sur 37 fonds agréés, 8 ont été dissous (*Rapport Cob* 1995, p. 175).
- 38 Et ce d'autant plus que les FCIMT doivent être valorisés quotidiennement (art. 35 du Règlement Cob n° 89-02).
- 39 *Rapport Cob* 1998, p. 133. Pour les FCIMT qui délèguent la gestion à d'autres gestionnaires (fonds dits «multi-CTA»), la Cob considère que «dans l'hypothèse où tout ou partie de la rémunération de la gestion est fondée sur la performance de chacun des gestionnaires, la Commission exige que la performance prise en compte pour le calcul de cette rémunération soit une performance globale appréciée au niveau du fonds» (*Rapport Cob* 1991, p. 222). En d'autres termes, si un des gestionnaires du FCIMT gère positivement une partie de l'actif dont il a la charge, sa rémunération ne dépendra pas de sa propre gestion, mais de la performance globale du fonds. La Cob a «ainsi écarté tout intérêt individuel des différents gestionnaires d'un fonds» (*Bulletin Cob*, n° 275, décembre 1993, p. 48).
- 40 C'est la spécificité de la notion de «performance fees» que l'on retrouve très souvent dans les notices des FCIMT. Par exemple, le gestionnaire percevra une rémunération correspondant à 20 % de la performance réalisée au delà d'un indice (ex. EONIA). L'existence de ce «*hurdle*» incite en conséquence le gérant à retenir une gestion active du portefeuille.
- 41 Relatif à l'établissement et à la diffusion d'une note d'information concernant les marchés réglementés d'instruments financiers à terme ; cf. sur ce texte, H. de Vauplane, *Banque & Droit* janvier-février 1998, p. 32. Si cette note n'est pas remise au donneur d'ordre, la doctrine considère que c'est un cas de nullité de l'opération (en ce sens : H. de Vauplane et J.-P. Bornet, *Droit des marchés financiers*, n° 649). Pour un exemple de note d'information, V. celle établie par Parisbourse et agréée par la Cob pour le Monep : www.monep.com
- 42 Règlement sur la commercialisation en France d'instruments financiers négociés sur un marché étranger reconnu ou sur un marché réglementé de l'espace économique européen.
- 43 *Bull. Cob* décembre 1993, n° 275, p. 46.
- 44 *Rapport Cob* 1994, p. 270.
- 45 Les gérants de FCIMT sont par ailleurs astreints à des examens professionnels. C'est le cas notamment de la réglementation américaine (le *Commodity Exchange Act*) qui oblige, dans certains cas, les gérants de fonds de futures à réussir un examen professionnel : le «series 3», cf. F. Bussière et J. Trépanier, *L'offre de services de gestion d'actifs aux Etats-Unis*, op.cit.
- 46 Cette maîtrise des marchés a conduit, par le passé, la Cob à agréer un FCIMT bénéficiant d'une garantie. L'autorité de tutelle avait cependant estimé que «la technique de gestion du fonds doit permettre d'assurer une évolution de la valeur de la part compatible avec les termes du contrat de garantie» (*Rapport Cob* 1994, p. 270).
- 47 Si les FCIMT relèvent, pour la procédure d'agrément, du régime de droit commun, la Cob s'assure néanmoins que la société de gestion fournira une description des procédures de contrôle et de routage d'ordres (*Rapport Cob* 1991, p. 221). Dans la liste des sociétés de gestion agréées, la Cob distingue d'ailleurs les sociétés de gestion des FCIMT des autres sociétés.
- 48 Cf. l'argumentation très claire développée en ce sens par A. Gauvin, *Plaidoyer pour une vraie gestion alternative*, AGEFI 3 janvier 2002, p. 23.
- 49 V. article L. 214-23 code monétaire et financier – CA 26 mars 1999, *Banque & Droit* mai-juin 2001, p. 41, F. Bussière.
- 50 Dans le projet de loi DDOEF, adopté par le conseil des ministres le 30 mai 2001, réformant notamment le régime de démarchage, il était proposé que les produits ne pouvant faire l'objet de démarchage étaient «les produits dont le risque maximum n'est pas connu au moment de la souscription ou pour lesquels le risque de perte est supérieur au montant de l'apport financier initial». Les FCIMT ne rentraient pas en conséquence dans cette catégorie, quand bien même le même projet de loi maintenait l'interdiction formulée à l'article L. 214-42 du code monétaire et financier. Si le FCIMT n'est pas qualifié de produit spéculatif, on cherche, en vain, le fondement du maintien de cette interdiction.
- 51 Selon la Cob (*Rapport* 1992, p. 213), «la difficulté d'interpréter l'interdiction de démarchage et de publicité pour ces produits a également dissuadé certains promoteurs». Sur cette question : L. Lefèvre, *Démarchage financier : limites et lacunes du cadre juridique face aux pratiques de la commercialisation des produits et services financiers*, *Banque & Droit* novembre-décembre 1993, p. 13 ; R. Leservoisier, *Réformer le démarchage financier*, *Banque magazine* novembre 2000, p. 44.
- 52 Selon la Cob (*Bull. mensuel Cob* n° 332 de février 1999), «compte tenu de la loi du 23 décembre 1988 relative aux Opcvm et des textes réglementaires pris en application, la Cob doit autoriser toute commercialisation active d'Opcvm en France, qu'il y ait appel public à l'épargne et que soit le type d'investisseur. En revanche, la commercialisation passive (sans publicité ni démarchage, c'est-à-dire sur demande de l'investisseur) n'aura pas à être autorisée».
- 53 *Bull. Cob* décembre 1993, préc.
- 54 La Cob dispose également, en application de l'article L. 214-12 du

code monétaire et financier, du pouvoir de contrôler les documents marketing des Opcvm.

55 Il reste à définir le montant de souscription à partir duquel un porteur est considéré comme investisseur «qualifié». Pour les Opcvm à procédure allégée, ce montant a été fixé à 500 000 Eur (Règlement Cob n° 98-05, art. 19). Ce montant peut sembler important si on le compare à celui retenu par d'autres réglementations pour définir un investisseur averti ou qualifié. De manière générale : cf. J.-G. d'Hérouville, La notion d'investisseur averti, *Banque & Droit* janvier-février 1998, p. 20.

56 Le code monétaire et financier distingue en effet deux catégories de FCPR : les FCPR agréés et les FCPR à procédure allégée. Ces derniers, selon l'article L. 214-38 du code monétaire et financier, sont interdits de démarchage et de publicité : D. Sénéquier et R. Leservoisière, les FCPR disposent maintenant d'une réglementation spécifique, *Banque & Droit* novembre-décembre 2000, p. 12. Le code de déontologie établi récemment par l'AFG-ASFFI et l'AFIC reprend cette distinction fondamentale et prévoit une information moins complète pour les investisseurs qualifiés,

cf. G. Eliet, Des fonds éthiques à l'éthique des fonds, Bull. Joly 2002, §2, p. 8 ; Chronique de Gestion collective, F. Bussière, *Banque & Droit* novembre-décembre 2001, p. 35.

57 Modification par le décret n° 2002-278 du 26 février 2002.

58 Cf. Rapport annuel de l'AFG-ASFFI 2001, p. 11.

59 Sur le projet de création d'un Opcvm «réservé aux investisseurs professionnels» ou fonds dits «contractuel» en vue de concurrencer les places de Dublin ou du Luxembourg prévu par un projet de loi DDOEF, cf. Chronique Gestion collective *Banque & Droit* mars-avril 2001, p. 39 ; E. Courant, Les Opcvm «contractuels» : enfin un véhicule pour promouvoir la gestion alternative en France ?, *AGEFI* 7 juin 2001, p. 25.

60 Cette identification pourrait avoir lieu par une Instruction Cob spécifique aux FCIMT. Cette approche, notamment pour l'agrément des FCIMT, avait déjà été envisagée par la Cob (V. *Rapport Cob* 1991, p. 221).

61 Sur la problématique générale, cf. H. de Vauplane, Protection nationale de l'épargne et concurrence entre places boursières, *Banque & Droit* mai-juin 1995, p. 36.