

# Les aspects juridiques de la gestion alternative



FABRICE BUSSIERE  
Responsable des affaires juridiques  
Barep  
Groupe Société générale

*La gestion alternative se développe rapidement en France depuis quelques années. La présente contribution expose le régime juridique applicable à ce nouveau type de gestion d'actifs pour compte de tiers, pour conclure sur la nécessité, pour la place de Paris, de disposer rapidement d'une réglementation suffisamment adaptée au développement de ces nouveaux produits financiers.*

Le marché français de la gestion d'actifs pour le compte de tiers est un des premiers marchés mondiaux quant à sa taille (1). Le succès de cette industrie s'explique avant tout par une grande diversité de produits offerts par les sociétés de gestion françaises. Toutefois, soucieuses de proposer des produits innovants à leur clientèle, professionnelle ou particulière, les sociétés de gestion françaises ont considérablement développé, depuis une dizaine d'années, les fonds dits «alternatifs» (2). Malgré une expertise française reconnue en cette matière, la gestion alternative demeure cependant peu connue en France. Certes, la gestion «alternative» n'est pas définie par la réglementation française. Elle correspond davantage à un style de gestion d'actifs.

## Définition de la gestion alternative.

Schématiquement, constitue à une gestion alternative celle permettant de «décorer» la valeur d'un fonds des variations des marchés financiers. Elle tend ainsi à fournir une performance constante et régulière aux porteurs du fonds, et ce, quelle que soit l'évolution des marchés (à la hausse ou à la baisse) (3). 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 défi-

inition, de s'affranchir des volatilités inhérentes aux marchés financiers. La gestion alternative est donc, par essence, une gestion non «benchmarkée», dont la performance ne s'apprécie pas au regard d'un indice de marché (4). Le premier fonds alternatif est traditionnellement attribué à l'américain Alfred W. Jones qui, en 1949, eût l'idée de combiner, via un fonds, des positions vendeuses sur des titres sur-évalués et des positions acheteuses sur des titres sous-évalués. Cette gestion devait protéger les porteurs contre des variations baissières des marchés actions. Puis, l'industrie de la gestion alternative a laissé apparaître des fonds d'une nature davantage spéculative avec, comme aboutissement, la crise du fonds «*Long Term Capital Management*» (LTCM) (5) en septembre 1998. Depuis ces dernières années, les spécialistes de la gestion alternative développent à nouveau des fonds, moins spéculatifs, mais de nature à fournir une performance régulière aux porteurs. Le contexte économique récent, marqué par des fluctuations importantes des marchés financiers, devrait marquer une nouvelle phase de développement de la gestion alternative.

**Diversité de la gestion alternative.** Les gestions alternatives ne recouvrent pas un seul type de gestion. Pour l'essentiel, on associe quatre types de stratégies à ce mode de gestion permettant une «décorrélation» de la perfor-

mance du fonds aux marchés financiers. 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'instruments financiers (fonds dits «*trend followers*»), qu'il peut suivre ou non. De nombreux Fonds communs d'intervention sur les marchés à terme (FCIMT) ont adopté cette approche. 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 (6). Ces deux dernières stratégies sont souvent qualifiées de «bidirectionnelles» et ont en commun d'anticiper 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, voire être panachées par la société de gestion.

**Gestion alternative et les «Hedge funds».** Souvent rattachés, par commodité de langage, à la notion de «*Hedge fund*» (littéralement, «fonds de couverture»), les fonds relevant d'une gamme de gestion alternative ne peuvent pas cependant être systématiquement classés dans cette catégorie. Certes, la notion de «*Hedge fund*» n'est pas définie, tant dans la réglementation française que dans d'autres droits. Toutefois, à l'occasion d'un groupe de travail réunissant les autorités américaines, suite à la quasi-défaillance du fonds LTCM (7), il avait été proposé une acception du terme, qui correspond à celle fréquemment retenue. Serait un «*Hedge fund*», tout fonds non ouvert au public, non réglementé ou peu réglementé, géré par une société de gestion à titre professionnel (8). Si la gestion alternative peut recouvrir ce type de fonds, elle ne se réduit pas néanmoins à cette seule catégorie de véhicules juridiques. En effet, nombre d'Opcvm agréés par la Cob peuvent être rangés dans cette gamme de gestion, à l'image des FCIMT, faisant l'objet de contrôles stricts de la Cob. Par ailleurs, la commercialisation de fonds relevant d'une gestion alternative peut être ouverte.

Quel que soit le type de gestion retenu par le gérant, il en ressort néanmoins que la structure juridique du fonds doit réunir, selon nous, trois conditions essentielles : le fonds doit bénéficier de ratios d'investissement souples ; il doit permettre une utilisation importante de produits dérivés (tant sur les marchés réglementés que sur les marchés de gré à gré) ; le gérant doit être en mesure d'emprunter et de prêter des titres dans des conditions satisfaisantes. Certains fonds français et étrangers permettent de mettre en place une telle stratégie de gestion (I). En outre, si le choix de la structure juridique la plus adéquate est fondamental, il convient de s'assurer également que les fonds peuvent être commercialisés auprès d'une large clientèle (II).

## I Les véhicules juridiques utilisés en gestion alternative

**Compatibilité des fonds alternatifs avec la Directive Opcvm.** De par les techniques retenues par les gestionnaires de fonds alternatifs, les fonds utilisés doivent offrir une grande latitude d'action. La réglementation française offre à cet égard deux structures intéressantes (1). Toutefois, pour des raisons que nous examinerons, il arrive que les gérants préfèrent lancer des fonds soumis à une réglementation étrangère, notamment le droit irlandais. Cependant, quelle que soit la nationalité du fonds, il convient de relever que les structures utilisées sont rarement des Opcvm «coordonnés» au sens de la Directive européenne 85/611 du 20 décembre 1985. A cela, deux raisons principales. Tout d'abord, l'article 42 de la Directive interdit à un fonds coordonné de procéder à des ventes à découvert. Or, cette technique est fréquemment utilisée en gestion alternative. Par ailleurs, la détention par un fonds coordonné d'autres fonds est limité à 5 % de son portefeuille (art. 24 de la Directive). Ces deux raisons principales rendent en conséquence difficile l'établissement d'un véritable fonds alternatif coordonné.

### 1. Les Opcvm français

Pour l'essentiel, deux types d'Opcvm sont fréquemment utilisés par les sociétés de gestion françaises spécialisées en gestion alternative : les Fonds communs d'intervention sur les marchés à terme (FCIMT) (A) et les Opcvm bénéficiant d'une procédure allégée (B).

A - Les Fonds communs d'intervention sur les marchés à terme (FCIMT)

Le véhicule juridique français le plus couramment utilisé en gestion alternative, et le plus ancien, est le FCIMT, ou le fonds de «*futures*» (9). La loi du 23 décembre 1988 ne définit pas expressément ce qu'est un FCIMT. L'article 23 de la loi de 1988 (art. L. 214-42 Code monétaire et financier) se contente de préciser que 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*». L'article 13 du Décret n° 89-624 du 6 septembre 1989 fixe ce montant minimum à 50 % de l'actif du FCIMT, étant précisé que les dépôts en garantie auprès des chambres de compensation n'entrent pas dans ce ratio de 50 %. Cette obligation de maintenir en permanence la moitié du portefeuille en liquidités (TCN, produits monétaires, bons du Trésor, etc.) permet de limiter, le cas échéant, des pertes résultant des positions spéculatives sur les marchés à terme. Le levier demeure cependant important (10). C'est pourquoi, par dérogation au droit commun, le FCIMT a la possibilité de s'engager sur les marchés dérivés pour un montant supérieur à son actif (11). Par définition, le FCIMT intervient principalement sur des contrats à terme et sur des options (CAC 40 *Future*, option sur indice...). Ces instruments financiers permettent au gestionnaire de spéculer tant sur la hausse que sur la baisse du marché, et offrent aux porteurs une performance «décorrélée» des actifs sous-jacents.

Toutefois, à la différence de «*Hedge funds*» situés dans des places dites «*off-shore*», la réglementation fran-

çaise encadre strictement l'activité des FCIMT. Tout d'abord, ce type de fonds ne peut intervenir que sur des marchés à terme, énumérés par l'arrêté du 6 septembre 1989 (art. 2). Cette liste est limitative et mise à jour de manière ponctuelle. Elle regroupe pour l'essentiel les plus grands marchés à terme au monde (Chicago Board of Trade, Chicago Mercantile Exchange, Liffe, Eurex...). Par ailleurs, par définition, le FCIMT ne supporte pas de risque de contrepartie (12), fréquent sur les marchés de gré à gré, dans la mesure où toutes les transactions de l'Opcvm se font face à une chambre de compensation sur les marchés à terme. Les adhérents à la chambre offrent souvent, selon le marché réglementé, une garantie de bonne fin (13). Le fonds assume un seul risque de marché. En conséquence, le porteur du FCIMT a l'assurance que le gestionnaire intervient sur des marchés, fonctionnant dans des conditions satisfaisantes, sous contrôle d'une autorité de tutelle, et offrant une liquidité satisfaisante. Si les FCIMT sont une structure intéressante pour les sociétés de gestion, il convient toutefois de relever qu'ils demeurent peu nombreux, en raison principalement d'un régime strict quant à leur commercialisation (cf. infra).

#### B - Les Opcvm bénéficiant d'une procédure allégée

Issus de la loi n° 98-546 du 2 juillet 1998, les Opcvm (Sicav ou FCP) à procédure allégée sont définis à l'article 23-2 de la loi du 23 décembre 1988 (art. L. 214-35 du Code monétaire et financier) comme ceux «réservés aux investisseurs mentionnés au II de l'article 6 de l'Ordonnance du 23 septembre 1967 lorsque le montant initialement investi est inférieur à un seuil fixé par un Règlement de la Cob». L'article poursuit en précisant que «la constitution, la transformation, la fusion, la scission ou la liquidation [...] n'est pas soumise à l'agrément de la Cob mais doit lui être déclarée, dans les conditions définies par un règlement de la Commission, dans un mois qui suit sa réalisation». Les fonds à procédure allégée présentent par conséquent deux spécificités : leur constitution relève d'un système déclaratif à la Cob et ils ne doivent pas être agréés préalablement à leur commercialisation (14) ; ils sont en outre réservés à des investisseurs dits «qualifiés» (15) ou, pour ceux qui n'entrent pas dans cette dernière catégorie, aux porteurs pouvant investir initialement dans le fonds une somme de 3.5 millions de francs (ou 500 000 EUR). Cette nouvelle catégorie de fonds, souhaitée par les praticiens, permet aux sociétés de gestion françaises de lancer des fonds alternatifs. En effet, plusieurs dispositions de ce nouveau régime permettent de mettre en place de tels fonds.

**Souplesse des ratios d'investissement.** Outre la facilité de constitution, l'intérêt principal pour une société de gestion de portefeuille de recourir à des fonds à procédure allégée réside dans la grande souplesse des ratios d'investissement. A cet égard, on citera deux ratios : tout d'abord, le ratio dit «poubelle» (regroupant pour l'essentiel les valeurs non admises à la négociation sur un marché réglementé (16)) est porté à 50 % de l'actif du fonds, contre un ratio de 10 % pour les fonds à vocation générale. Or, les fonds alternatifs, par définition, doivent pouvoir investir dans des actifs peu liquides, souvent non admis à la négociation sur un marché réglementé (EMTN, High Yield Bonds, voir récemment les fonds dits «climatiques», dont

le portefeuille est composé de «CAT Bonds» (17)). Par ailleurs, un fonds à procédure allégée est en droit de prêter des titres à hauteur de 100 % (contre 15 % pour un fonds à vocation générale) de ses actifs et emprunter des titres pour un montant équivalent à 30 % de son actif (contre 10 % pour les fonds classiques). Ces ratios d'investissement permettent ainsi aux fonds allégés de mettre en place de véritables stratégies de ventes à découvert (ou «short selling»), via notamment des opérations de prêt-emprunt (18).

**Une liquidité variable.** En conséquence de ces ratios d'investissement plus souples, le fonds à procédure allégée est en droit de publier une valeur liquidative (VL) une fois par mois (art. 20 Règlement Cob n° 98-05). Rappelons que les Opcvm à vocation générale sont astreints à une publication de VL au minimum tous les 15 jours, voire quotidiennement pour les fonds dont l'actif est supérieur à 80 millions EUR ou 500 millions de francs (art. 36 Règlement Cob n° 89-02). Les FCIMT doivent publier leur VL chaque jour de bourse (art. 35 Règlement n° 89-02). Cette liquidité minimale des fonds à procédure allégée est importante dans la mesure où le portefeuille de ces Opcvm pourra contenir des actifs peu liquides.

**Utilisation des dérivés par les Opcvm français.** La réglementation française actuelle facilite l'utilisation des produits dérivés par les Opcvm à procédure allégée, au même titre d'ailleurs que les autres fonds (19). Or, les fonds relevant d'une gamme de gestion alternative recourent de manière importante à des produits dérivés négociés de gré à gré (ou produits OTC pour «Over-the-counter»), notamment pour structurer une garantie au profit des porteurs ou dynamiser la performance d'un Opcvm. Ils interviennent aussi sur les marchés à terme réglementés, notamment à des fins de couverture. L'article 2 du Décret n° 89-624 du 6 septembre 1989 se contente de dresser une liste de conditions à respecter par l'Opcvm pour conclure une opération de dérivé (20). Ces conditions sont au nombre de quatre. La première est commune aux produits dérivés négociés de gré à gré et à ceux traités sur des marchés réglementés. L'Opcvm ne peut engager plus d'une fois son actif au titre de ces opérations dérivées (21). Les trois conditions suivantes sont propres aux interventions des Opcvm en dehors des marchés réglementés. Tout d'abord, la contrepartie de l'Opcvm doit être un établissement de crédit situé dans un Etat de l'OCDE ou un établissement ayant la qualité de dépositaire d'Opcvm. Ensuite, l'opération envisagée doit «protéger les actifs» ou «réaliser l'objectif de gestion» du fonds. Enfin, l'opération hors marché doit être révoquée à tout moment à l'initiative de l'Opcvm. Dès lors que ces quatre conditions sont réunies, et que l'opération est conforme à la politique d'investissement telle que figurant dans la notice d'information, celle-ci doit être considérée comme valable. Il convient de s'assurer néanmoins que les conditions de valorisation de l'opération posées par l'Instruction Cob du 15 décembre 1998 (Chapitre VI) (22). Or, certains instruments OTC, comme les dérivés de crédit (23) ou les «asset swaps», compte tenu de leurs spécificités, méritent un soin particulier lors de la valorisation.

## C - Les réformes à venir

Il convient de mentionner que certaines réformes à l'étude pourraient à l'avenir impacter le développement de la gestion alternative en France. En effet, partant du constat qu'une partie de la gestion alternative se développe hors de France, un projet de loi DDOEF tend à restaurer la compétitivité de la place de Paris en ce domaine. Deux mesures, en cours de discussion, méritent d'être soulignées dans ce projet.

**Création d'Opcvm réservés aux investisseurs professionnels.** Afin de développer la gestion alternative sur la place de Paris et éviter une délocalisation massive des fonds vers des places étrangères (par exemple vers l'Irlande ou le Luxembourg), les autorités françaises ont décidé de créer une structure juridique ad hoc favorisant l'essor de ce type de gestion en France. C'est ainsi que le projet de loi DDOEF (art. 39), en cours d'élaboration, prévoit la création de fonds «réservés aux investisseurs professionnels» ou fonds dits «contractuels». Les investisseurs professionnels seraient ceux visés à l'article L. 411-2 du Code monétaire et financier (qui codifie l'art. 6-II de l'ordonnance du 28 septembre 1967). En l'état du projet, seules des personnes morales pourraient en conséquence investir dans ces fonds, à la différence des fonds à procédure allégée qui demeurent ouverts aux personnes morales et physiques, sous réserve d'un investissement initial minimum. En contrepartie de cette restriction quant à la qualité de l'investisseur, la gestion financière de ces nouveaux fonds pourrait être déterminée principalement par le règlement ou les statuts dudit Opcvm. La société de gestion précisera avec ses clients quelles stratégies mettre en place dans le cadre de ce fonds «contractuel», sans pour autant respecter les ratios d'investissements imposés aux Opcvm agréés par la Cob. Ces fonds disposeraient d'une grande latitude quant aux choix des investissements, notamment dans des actifs peu liquides (y compris les dépôts bancaires). En contrepartie de cette souplesse tenant au choix des investissements réalisés par le gérant, le rachat des parts pourrait intervenir à l'issue d'une période bloquée (24). Si ce type de fonds offre aux sociétés de gestion françaises l'opportunité de concurrencer d'autres places européennes, il convient néanmoins de relever que ces Opcvm demeureront soumis à des contrôles (contrôles a posteriori de la Cob, du dépositaire, du Commissaire aux comptes) (25). En outre, le projet de loi DDOEF prévoit une information renforcée au profit des porteurs pour s'assurer qu'ils sont pleinement informés des risques encourus à l'occasion d'un investissement dans ce type de fonds.

**Interdiction des ventes à découvert.** S'il faut se féliciter de la création prochaine des fonds dits «contractuels», une mesure distincte prévue par le projet de loi DDOEF pourrait en revanche freiner le développement de la gestion alternative sur la place de Paris. En effet, le projet de loi DDOEF (art. 39) prévoit en l'état une mesure tendant à interdire aux Opcvm la faculté de vendre à découvert des instruments financiers (pratique dite du «*short selling*»). Cette mesure, si elle était adoptée dans sa rédaction actuelle, constituerait un frein au développement de la gestion alternative en France. Actuellement, cette faculté est reconnue aux Opcvm français mais demeure strictement

encadrée par les textes. Il est courant qu'un gestionnaire, anticipant une baisse de la valeur d'un titre, vende celui-ci à découvert, devant le restituer ultérieurement à un prix inférieur à celui vendu. En outre, retenir une telle disposition reviendrait à étendre une mesure prévue aux seuls Opcvm coordonnés à l'ensemble des Opcvm français, coordonnés ou non. En effet, l'interdiction de la vente à découvert d'instruments financiers est prévue par la seule Directive 85/611 CEE du 20 décembre 1985 (art. 42) et devrait être, en conséquence, cantonnée aux fonds dits «coordonnés». Le projet de DDOEF étend, de manière contestable, cette mesure à l'ensemble des Opcvm, qu'ils soient conformes ou non aux dispositions de la Directive.

## 2. Les fonds étrangers : l'exemple irlandais

Les gérants alternatifs recourent souvent à des fonds non-français pour réaliser leurs objectifs de gestion. Ces fonds présentent l'avantage d'offrir une grande souplesse de gestion. Pour s'en convaincre, il convient d'examiner la réglementation irlandaise qui, par ses spécificités, attire de nombreuses sociétés de gestion alternative. Depuis quelques années, l'Irlande a adopté une série de mesures, tant juridiques que fiscales, rendant attractif l'établissement des fonds alternatifs (26). Les fonds non-coordonnés irlandais (ou «*non-Ucits Schemes*») les plus fréquemment utilisés sont de deux sortes (A). Ils peuvent en outre recourir aux services d'un «*Prime Broker*» (B).

### A - Les «*Professional Investor Funds*» et «*Qualifying Investor Funds*»

Les premiers sont les «*Professional Investor Funds*», réservés aux porteurs investissant au minimum 125 000 EUR. En contrepartie de cet investissement initial important, limitant par définition l'accès du fonds à une clientèle «avertie», les ratios d'investissement sont relativement souples. Aussi, un fonds «professionnel» peut investir 100 % de son actif net dans des titres non cotés. Pour mémoire, ce ratio d'investissement est de 10 % pour les Opcvm agréés par la Cob, voire 50 % pour les Opcvm à procédure allégée. Par ailleurs, le fonds professionnel peut emprunter 50 % de son actif (27) et 20 % de ce même actif peut être investi en titres d'un même émetteur. Le seconde catégorie de fonds irlandais utilisée en gestion alternative est le «*Qualifying Investor Fund*». Introduit en mai 1996 dans la réglementation irlandaise, ces fonds ne connaissent pas de restrictions d'investissement quant à leur politique et objectif d'investissement, ni dans le levier utilisé (28). La société de gestion dispose d'une grande liberté quant à la stratégie d'investissement. Cependant, ces fonds ne sont pas ouverts à tous. Le minimum de souscription est de 250 000 EUR. En effet, seuls les «*Qualifying Investors*», au sens de la réglementation irlandaise, peuvent investir dans ce type de fonds. Ils sont définis comme i), toute société investissant 25 millions EUR pour son compte propre ou sur une base discrétionnaire, ii) toute personne physique ayant un patrimoine minimum de 1 250 000 EUR. Relevons enfin qu'un établissement de crédit peut, dans le cadre d'un mandat de gestion discrétionnaire, investir pour le compte de ses clients dans des «*Qualifying Investor Funds*», sans respecter le minimum de souscription de 250 000 EUR. Il convient de souligner que

le projet de création de fonds contractuels, prévu par le projet de loi DDOEF dans sa version actuelle, permettra aux sociétés de gestion françaises de lancer des Opcvm, dans des conditions de gestion proches de celles prévues en faveur des «*Qualifying Investor Funds*».

Outre la souplesse reconnue pour ces deux véhicules, le droit irlandais offre la possibilité de créer des «*Closed-Ended Schemes*». Ces fonds, dont la durée doit être déterminée, peuvent prévoir une période pendant laquelle le rachat des parts n'est pas possible. Cette période doit être au minimum de six mois et être portée à la connaissance des porteurs du fonds via le «prospectus» du fonds (équivalent de la notice d'information). Ces fonds sont très appréciés dans le cadre de la gestion alternative, dans la mesure où le gérant peut investir dans des actifs très peu liquides (ex. CAT Bonds) sans avoir la contrainte de prévoir une valeur liquidative rapprochée et donc l'obligation de liquider lesdits actifs en cas de rachats de parts.

#### B - «*Prime Broker Schemes*»

Il convient de mentionner que le droit irlandais autorise la création de fonds utilisant les services d'un «*Prime Broker*» (29). Pendant longtemps, les sociétés de gestion spécialisées en gestion alternative ne disposaient pas d'une superficie financière suffisante pour accéder aux services d'exécution, de clearing, de conservation des grands établissements financiers. C'est pourquoi certains brokers se sont proposés d'offrir à ces sociétés un service global, regroupant ces différents métiers, devenant ainsi leur «*Prime Broker*» (30). En conséquence, au lieu de nouer une multitude de relations avec des entreprises d'investissement (anciennes sociétés de bourse), le fonds n'aura qu'une seule et unique relation avec un broker «principal», celui-ci assurant pour le compte dudit fonds directement ou via d'autres entreprises d'investissement (les *Executing brokers*) toutes les transactions sur les marchés réglementés et de gré à gré. La fonction première du prime broker est par conséquent celle d'un «centralisateur» de comptes. Par ailleurs, le *Prime broker* fournit une prestation, recherchée en gestion alternative, de financement des positions des fonds («*margin financing*») sur les marchés. En effet, nombreux sont les fonds qui ont un besoin important en liquidités et en titres pour mettre en place des stratégies à effet de levier (ex. ventes à découvert). A la différence d'un dépositaire «classique», le *prime broker* va assurer ce service de financement sur marge. A cet effet, dans des conditions très précises (31), celui-ci sera en droit d'utiliser les titres de ses clients pour prendre des positions sur les marchés au nom du fonds. Le recours à un *Prime broker* présente en conséquence, pour l'essentiel, quatre avantages : la simplicité de la relation Broker/fonds ; une réduction des coûts des transactions initiées par le fonds ; un système performant de *reporting* desdites transactions, et un service de financement.

## II La commercialisation des fonds alternatifs

Les conditions dans lesquelles sont commercialisés et vendus les fonds alternatifs sur le territoire français sont fondamentales et déterminent, bien souvent, la structure juridique que va revêtir le fonds. Ainsi, s'il est

tentant, pour un gérant, de se placer sous une réglementation d'une place «off-shore» (ex. Bermudes), les conditions de commercialisation desdits fonds risquent en revanche de le dissuader de retenir une telle structure. Quel que soit le véhicule retenu, il est notable de relever que les fonds alternatifs demeurent peu connus du grand public dans la mesure où la plupart d'entre eux sont interdits de publicité ou de démarchage. Le régime juridique de la commercialisation varie néanmoins selon la nationalité des fonds : fonds français (1) et fonds étrangers (2). Le recours à un site Internet devra s'accompagner de certaines précautions (3).

### 1. Commercialisation des fonds français

Les fonds alternatifs français n'obéissent pas à un régime unique de commercialisation en France. Si les FCIMT demeurent soumis à un régime distinct (B), les autres Opcvm français relèvent, en revanche, du régime général de commercialisation (A).

#### A - Situation générale

Les Opcvm français, à l'exception des FCIMT (cf. infra) sont librement commercialisables sur le territoire français, et cela sans restriction particulière. La commercialisation peut débiter dès la notification d'agrément de l'Opcvm par la Cob à la société de gestion (32). Lors de la commercialisation, il convient néanmoins de s'assurer que les prospectus disposent de toutes les informations nécessaires sur le produit proposé. Cela est tout particulièrement vrai pour les Opcvm bénéficiant d'une procédure allégée. Dans ce dernier cas, l'attention du client doit être attirée sur le fait que le fonds n'est pas agréé par la Cob, mais seulement déclaré et pouvant adopter en conséquence des règles d'investissement dérogatoires par rapport aux Opcvm à vocation générale. Pour s'assurer que le client a parfaitement conscience des spécificités de ce fonds, l'article 19-II du Règlement Cob n° 98-05 oblige le porteur à indiquer, de manière manuscrite sur la notice d'information, qu'il a pris connaissance desdites spécificités. En outre, et quelle que soit la nature du fonds (fonds agréés Cob ou non), il est indispensable de s'assurer, lors de la commercialisation de ces fonds, que les plaquettes commerciales remises aux prospectus sont conformes aux informations figurant dans la notice d'information et rappellent clairement les risques encourus, le cas échéant, dans le fonds. L'accent doit être notamment mis sur le recours par l'Opcvm aux produits négociés de gré à gré. En outre, l'information diffusée dans ces documents doit être compréhensible par le client selon son niveau de connaissance et d'expérience sur les marchés financiers (33). A défaut de ce type d'information, la jurisprudence vient récemment de rappeler que les souscriptions dans un Opcvm étaient susceptibles d'être annulées sur le fondement du dol (art. 1116 C.civ.) (34). Le respect de ce devoir d'information apparaît fondamental en gestion alternative, où les produits proposés peuvent présenter un certain degré de complexité.

#### B - Les FCIMT

Aux termes de l'article 23 de la loi du 23 décembre 1988 (art. L. 214-42 Code monétaire et financier), un 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 [...] en vue de mêmes fins». A l'origine, cette disposition était motivée par le souci de limiter l'accès au fonds aux seuls investisseurs suffisamment expérimentés pour apprécier les risques. Cette interdiction générale pour les FCIMT de recourir à la publicité et aux techniques de démarchage n'est cependant pas pleinement satisfaisante. En effet, dès lors que le promoteur du fonds est suffisamment explicite sur les risques encourus par le porteur d'un FCIMT, il serait légitime d'assouplir cette règle. Le FCIMT n'est pas plus risqué qu'un autre Opcvm dès lors que le porteur a pleinement apprécié ses besoins. Il est d'ailleurs intéressant de relever que, à la différence des Opcvm à procédure allégée, les FCIMT sont accessibles à tous les porteurs, quelle que soit leur qualité (investisseurs qualifiés ou non) et aucun minimum quant à l'investissement initial dans le fonds n'est requis. Cependant, l'information remise au porteur est sensiblement renforcée. Elle prend la forme d'un «prospectus», remis préalablement à toute souscription, rappelant le fonctionnement des marchés à terme et les risques encourus sur ces marchés (35). C'est pourquoi, compte tenu de cette information renforcée, il nous semblerait opportun d'autoriser les FCIMT à recourir à la publicité et au démarchage (36), quitte à ce que le FCIMT limite ses interventions sur les marchés à terme, diminuant de la sorte l'effet de levier. L'assouplissement du régime de commercialisation pourrait à terme assurer un fort développement des FCIMT en France (37).

## 2. Commercialisation de fonds étrangers en France

Si le recours à un fonds étranger non-coordonné peut intéresser les sociétés de gestion, il convient cependant de s'assurer que ces véhicules sont commercialisables dans des conditions satisfaisantes. Or, la réglementation française adopte des règles strictes quant à la commercialisation de fonds étrangers sur le territoire français.

Hormis les fonds coordonnés au sens de la Directive européenne 85/611/CEE du 20 décembre 1985, peu concernés par l'industrie de la gestion alternative, tous les fonds étrangers commercialisés sur le territoire français doivent être soumis préalablement à une procédure d'autorisation préalable des autorités de tutelle françaises. Le principe est posé à l'article 38 bis du Règlement Cob n° 89-02. Pour les fonds non-coordonnés relevant d'un Etat partie à l'EEE, la commercialisation suppose préalablement la soumission d'un dossier à la Cob. Pour les fonds non-européens, en outre, leur introduction en France «doit faire l'objet d'une autorisation délivrée par le ministre chargé de l'économie» (art. 14 du Décret n° 89-624 du 6 septembre 1989). Cette autorisation du ministre de l'économie et des finances est aussi posée par l'article 10 du Décret n° 89-938 du 29 décembre 1989 réglementant les relations financières avec l'étranger. La méconnaissance de ce dispositif réglementaire entraîne l'application de sanctions pénales (38), civiles (39) et disciplinaires (40) à l'encontre de la société de gestion contrevenante (41). Outre l'exigence d'autorisation préalable posée par ce Décret, il convient de mentionner que les fonds relevant d'un pays reconnu comme «non-coopératif», au regard des normes anti-blanchiment, par le Groupe

d'action financière sur le blanchiment des capitaux (GAFI) doivent faire l'objet d'une attention particulière avant toute commercialisation (42).

## 3. Utilisation d'un site Internet

Les sites Internet offrent aux sociétés de gestion françaises un nouveau canal d'information et de distribution des Opcvm qu'elles gèrent. Les sociétés de gestion d'actifs, spécialisées dans la gestion alternative, doivent néanmoins s'assurer que le site internet est en conformité avec la réglementation applicable aux fonds. A cet égard, deux situations doivent être distinguées. Tout d'abord, le site web peut se contenter de fournir uniquement des informations sur des Opcvm, français ou étrangers. Pour les fonds étrangers, ces informations ne doivent pas constituer pour autant une publicité ou une activité de démarchage à destination des internautes. En d'autres termes, le site ne doit pas promouvoir un fonds non librement commercialisable en France (43). A défaut, la société de gestion serait passible des sanctions pour commercialisation illégale (cf. supra). C'est pourquoi il est recommandé de préciser, par un avertissement explicite à l'attention de l'internaute, que l'information diffusée sur le site ne constitue en aucune manière une offre à destination de la clientèle française. En outre, il nous semble opportun que la société de gestion réserve l'accès du site à des internautes titulaires d'un mot de passe, lorsque ces derniers entendent avoir des informations plus précises sur un fonds étranger particulier (44). L'attribution d'un mot de passe préalable permettra à la société de gestion de s'assurer que l'information à laquelle a accès l'internaute est conforme à la réglementation applicable.

Si la société de gestion entend procéder à des souscriptions/rachats sur un site web, elle devra se conformer à la Recommandation Cob n° 99-02 relative à la «promotion ou la vente de produits de placement collectif ou de services de gestion sous mandat via internet». Ce document, qui regroupe 12 recommandations, tend à garantir que l'information diffusée sur le site avant toute commercialisation est suffisante, et ce dans le respect de la réglementation applicable à l'internaute. Ainsi, «lorsque le site vise les résidents d'autres territoires, la société s'enquiert des réglementations spécifiques à chaque territoire et veille à les respecter» (Recommandation 1 - Public visé). C'est pourquoi un résident français, par exemple, ne pourra pas souscrire, via un site internet, des parts d'un FCIMT ou un fonds étranger non autorisé à la commercialisation en France. La Recommandation n° 2 confirme d'ailleurs que «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» (45). En revanche, la commercialisation de fonds à procédure allégée nous semble possible par l'intermédiaire d'un site web, dès que les conditions de souscription sont rappelées clairement (46) et que l'attention de l'internaute est attirée sur la stratégie d'investissement retenue et les risques encourus à l'occasion d'une souscription dans cette catégorie de fonds. Il conviendra toutefois, pour ce type de fonds, de se conformer à l'exigence de la Cob quant à la mention manuscrite du porteur sur la notice d'information (47). Faute d'une présentation effective des

documents sur le site, la société n'est pas dispensée d'un envoi physique des informations nécessaires à la compréhension du fonds proposé pour assurer son obligation d'information (48). Par ailleurs, il conviendra d'intégrer, le cas échéant, lors de la mise en place d'un site, la réforme du démarchage en cours de discussion.

\* \*  
\*

En définitive, la réglementation française actuelle permet aux sociétés de gestion françaises de mettre en place des gestions alternatives. La création récente des fonds bénéficiant d'une procédure allégée, comme le projet de création de fonds dit «contractuels», offre un véhicule intéressant pour les gestionnaires. Toutefois, d'autres projets en cours de discussion pourraient freiner à terme le développement de cette gestion (cf. supra) et

accélérer en conséquence la délocalisation des fonds vers des places dites «off shore». Le souci de la part des autorités de tutelle de réglementer davantage les fonds spéculatifs peut apparaître légitime, notamment suite à la quasi-défaillance du fonds LTCM (49) qui a souligné l'absence de maîtrise du levier et le manque de transparence de certains Hedge Funds. Néanmoins, adopter des mesures trop contraignantes aboutirait naturellement et mécaniquement à une solution inverse à celle escomptée, en favorisant le développement de la gestion alternative en dehors de la France (50). Il nous semble plus opportun de réserver ces fonds aux seuls investisseurs pouvant apprécier réellement les risques encourus. En outre, si une régulation trop stricte peut en effet constituer un frein au développement de ce type de gestion en France, l'«auto-régulation» par les professionnels, via notamment l'adoption d'un code de «bonne conduite» (51), peut en revanche offrir des garanties quant à la conduite de cette activité sur la place de Paris. ■

(1) Selon l'AFG-ASFFI, le marché français de la gestion collective représente 706 milliards EUR, avec 10 000 Opcvm existants.

(2) Par commodité de langage, nous utiliserons le terme de fonds «alternatif» et ce quand bien même les techniques développées en gestion alternative ont vocation à s'appliquer à tout Opcvm. Ainsi, si la technique de vente à découvert est une des caractéristiques de la gestion alternative, tous les Opcvm français peuvent utiliser cette technique dans le respect de la réglementation applicable.

(3) Cette recherche de la performance «absolue» dans la gestion alternative explique que les frais de gestion des Opcvm relevant de cette gamme soient calculés en fonction de la performance desdits fonds - Pour les FCIMT, la Cob veille néanmoins à ce que cette performance assise sur la performance de l'Opcvm corresponde réellement à «l'apport spécifique de la gestion sur les marchés à terme» (Bull. mensuel n° 275 décembre 1993 - Adde Rapport annuel Cob 1998, p. 133) et ne peut en conséquence intégrer, dans ce calcul, la performance relative à la gestion des liquidités du FCIMT.

(4) Le ratio rendement/volatilité (dit ratio «Sharpe») est donc plus élevé que sur les autres marchés.

(5) Sur la défaillance de ce «hedge fund», cf. le Report of The President's Working Group on Financial Markets, Hedge Funds, Leverage, and the Lessons of Long-Term Capital Management, avril 1999 ; sur les mesures prises suite à la défaillance de LTCM : cf. le Code de bonne conduite établi par les managers américains : «Sound Practices for Hedge Fund Managers», février 2000.

(6) Stratégie dite aussi «top-down» ; à titre d'exemple, un changement de politique économique d'un Etat s'accompagnant d'une baisse ou d'une hausse de taux d'intérêt peut influencer l'ensemble des marchés. C'est au regard de cette analyse macro-économique, par exemple, que le gérant va prendre position pour le compte du fonds.

(7) Report of The President's Working Group on Financial Markets, Hedge Funds, Leverage, and the Lessons of Long-Term Capital Management, op. cit. - adde The US perspective : review of current proposals for regulation of hedge funds and managed derivatives traders, Newsletter AIMA, march/april 2000, p.vi.

(8) Cf. la tentative de définition du terme par la Cob dans son rapport annuel 1999, p. 157 : seraient ainsi des hedge funds, «des instruments collectifs d'investissement pour des investisseurs fortunés et sophistiqués, qui ne sont enregistrés ni comme Opcvm, ni comme entreprise d'investissements».

(9) Sur les fonds de futures américains, cf. D. Sawyer, The growth of the hedge fund industry, *The capital guide to offshore funds*, éd. 1999, p.159 ; adde, F. Bussière et J. Trépanier «L'offre de service de gestion d'actifs aux Etats-Unis», *Banque & Droit* novembre-décembre 2000, p. 21.

(10) Un exemple peut illustrer cet effet de levier : si le gestionnaire anticipe une hausse de l'indice boursier CAC 40, il va acheter un contrat ayant comme sous-jacent ledit indice. Si l'indice CAC 40 est, par exemple, à 5 500 points, le gestionnaire va, suite à l'acquisition de ce contrat, prendre un position de 55 000 EUR (Indice \* valeur de l'indice CAC 40), sachant que le dépôt de marge représente environ 5 % du contrat, soit dans notre exemple, 2 750 EUR. Si le CAC prend 1 %, le

FCIMT va être crédité de 550 EUR. Ramené au dépôt de marge initial, le gain représente une performance de 20 %.

(11) Article 2 décret n° 89-624 du 6 septembre 1989 ; on relèvera que les FCIMT, à la différence des autres Opcvm de droit français, peuvent acquérir et céder des contrats sur marchandises (cf. Instruction Cob du 15 décembre 1998, Chap. VI).

(12) Sur les différents risques encourus par les Opcvm, cf. *Bull. Cob* septembre 1993, p. 18, Les indicateurs synthétiques des risques pour le marché des Opcvm.

(13) Cf. pour les marchés français l'article C 1-4-3 des règles de fonctionnement de Clearnet-SBF.

(14) Sur les modalités de déclaration de l'Opcvm à la Cob, cf. Instruction Cob du 3 novembre 1998.

(15) Le Décret n° 98-880 du 1<sup>er</sup> octobre 1998 énumère les investisseurs réputés agir en qualité d'investisseur qualifié. On relèvera notamment que les établissements de crédit, les entreprises d'investissement ou les sociétés d'assurance entrent dans cette catégorie lorsqu'ils agissent pour compte propre. En revanche, au regard de ce décret, les sociétés commerciales peuvent être considérées comme «investisseur qualifié» à condition de i) agir pour compte propre, ii) de publier au BALO la décision prise en ce sens du conseil d'administration, du directoire ou du ou des gérants. A l'heure actuelle, rares sont les entreprises qui ont opté pour cette qualification.

Sur l'intérêt pour une société de retenir un tel statut : cf. Les avantages et les inconvénients de la qualité d'investisseurs qualifiés, par Th. Granier, *Droit des sociétés*, Actes pratiques 2000, n° 54, p. 26-27.

(16) Ce ratio recouvre les bons de souscription, les bons de caisse, les billets hypothécaires, les billets à ordre, et plus généralement, les valeurs mobilières autres que celles négociées sur un marché réglementé. Ne rentrent pas dans ce ratio les BMTN qui, pour la Cob, répondent à la définition de valeur mobilière posée par l'article 1<sup>er</sup> de la loi du 23 décembre 1988.

(17) Sur l'étude des dérivés climatiques, cf. A. Caillemer du Ferrage, *Banque & Droit* juillet-août 2000, p. 3.

(18) On relèvera également que les Opcvm à procédure allégée peuvent faire des opérations de change à terme, aussi bien pour couvrir un risque de change, mais aussi pour dynamiser le portefeuille du fonds. En revanche, les Opcvm coordonnés ne peuvent effectuer ces opérations qu'à titre de couverture (art. 21-2 Directive 85/611 du 20 décembre 1985).

(19) Cependant, à la différence des autres Opcvm, les Opcvm à procédure allégée peuvent intervenir sur des marchés autres que ceux énumérés par l'arrêté du 6 septembre 1998, cf. *Instruction Cob* du 15 décembre 1998, Chapitre VI.

(20) Sur ce point, cf. E. Courant, Utilisation des produits dérivés de gré à gré par les Opcvm, *Banque & Droit* juillet-août 2000, p. 16.

(21) La seule dérogation à cette condition est prévue en faveur du FCIMT, qui peut engager plus d'une fois son actif sur des opérations dérivées.

(22) L'Instruction de 1998 prévoit notamment que «la valorisation des opérations de gré à gré ne saurait reposer sur la seule utilisation de la valori-

sation établie par la contrepartie ou de variables fournies par elle seule. Une méthode de comparaison entre plusieurs valorisations doit être au minimum mise en place».

(23) Sur la spécificité de ces produits, cf. G. Kolfrath, Les dérivés de crédit : vers une approche juridique, *Banque & Droit*, janvier-février 1999, p. 13 ; A. de Lummen, Contribution à l'étude des dérivés de crédit, *Banque & Droit* janvier-février 2001, p. 14.

(24) A l'image des «closed-ended schemes» irlandais.

(25) La fiscalité sera identique aux autres Opcvm français.

(26) Notamment au sein du Dublin's International Financial Services Centre (IFSC).

(27) Contre 10 % pour un fonds français à vocation générale et 30 % pour un fonds à procédure allégée.

(28) Les «feeder funds» et les «funds of funds» sont astreints néanmoins à un «disclosure requirement» : le prospectus de ces fonds doit en effet prévoir en détail la stratégie retenue pas le gérant.

(29) Sur la réglementation applicable aux «Prime Broker Funds» irlandais, cf. J. Trepanier et D. o'Connor, *Demystifying Prime Broker Funds*, Finance Dublin 2000.

(30) Seuls les Professionnal Investor Funds et les Qualifying Investor Funds peuvent recourir aux services d'un Prime Broker.

(31) Draft Guidance Note 2/00 de la Central Bank of Ireland ; en outre, si le fonds irlandais utilise les services d'un Prime Broker américain, la réglementation américaine aura vocation à s'appliquer, et notamment la «No-action letter» de la Securities and Exchange Commission (SEC) en date de janvier 1994.

(32) Articles 5 et 8 du Règlement Cob n° 89-02. Pour les Opcvm à procédure allégée, qui ne sont pas soumis à une procédure d'agrément Cob, la commercialisation peut commencer dès que la notice d'information et le règlement/ou les statuts sont établis.

(33) C'est une conséquence classique de l'obligation d'évaluation de la connaissance des porteurs, telle qu'elle figure notamment à l'article 19 du Règlement Cob n° 96-03 : «Les informations utiles lui [le porteur] sont communiquées afin de lui permettre de confier la gestion de ses actifs, ou de prendre une décision d'investissement, en toute connaissance de cause».

(34) CA Paris 14 septembre 1999, *Banque & Droit* mars-avril 2001, chronique de gestion collective, F. Bussièrre, p. 38.

(35) Cf. *Bull. Cob* décembre 1993, p. 46, La gestion de l'épargne collective, Les FCIMT - Les obligations de «reporting» pour les FCIMT sont aussi renforcées, notamment quant à l'établissement d'un rapport trimestriel, cf. Instruction Cob du 15 décembre 1998, Chap. IV ; ce rapport retrace la politique de gestion ainsi que les résultats du FCIMT, le type d'opération réalisée par l'Opcvm, la nature des risques.

(36) Une démarche similaire des associations professionnelles américaines est actuellement entreprise, notamment de la Managed Futures Association (MFA), pour permettre aux sociétés de gestions spécialisées dans la gestion alternative de communiquer davantage sur les produits offerts, cf. *Agef* du 12 avril 2001, p. 25, Les «Hedge funds» américains demandent la parole au nom de l'équité concurrentielle.

(37) Pour l'année 2000, la Cob a recensé seulement 29 FCIMT contre 34 FCIMT en 1999 (*Rapport annuel Cob* 2000, p. 125) et les encours gérés ont baissé de 34 % par rapport à 1999, passant de 1,1 milliard EUR à 726 millions EUR.

(38) Notamment pour démarchage illicite (art. 5 de la loi du 3 janvier 1972 devenu l'article L. 342-5 du Code monétaire et financier).

(39) La Cob peut notamment prononcer des sanctions pécuniaires au contrevenant (art. 10-1 de l'Ordonnance du 28 septembre 1967 codifié par l'article L. 465-1 Code monétaire et financier).

(40) Cf. pour un exemple de sanction disciplinaire prononcée par le Conseil de la discipline de la gestion financière, *Bull. Cob* n° 333 mars 1999, p. 55.

(41) On relèvera que la Cob, dans son Bulletin n° 332 de février 1999, a publié des fiches pratiques sur les Opcvm bénéficiant d'une procédure allégée. Dans la fiche n° 9, la Cob rappelle que «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 quel 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».

(42) Cf. *GAFI*, Rapport visant à identifier les pays ou territoires non coopératifs : améliorer l'efficacité, au plan mondial, des mesures de lutte contre le blanchiment, 22 juin 2000.

(43) Dans son Rapport annuel 2000 (p. 122), la Cob estime que «quel que soit l'Opcvm étranger, tout encart publicitaire publié dans la presse française, citant de surcroît en référence la présentation sur Internet, est considéré comme une offre de commercialisation destinée au public français».

(44) Notamment lorsque la société de gestion diffuse, via un site Internet, les informations réglementaires obligatoires sur un fonds (rapports de gestion, etc.). La Recommandation Cob n° 99-02 précise d'ailleurs (Recommandation n° 11) que «sous réserve de la demande expresse du porteur de parts [...], le recours à internet ne saurait exonérer la société de la nécessité de l'informer par l'intermédiaire des autres supports habituellement utilisés».

(45) La Recommandation n° 3 précise que «dans le cas où les informations visent des résidents français, elles doivent pouvoir être accessibles en français sur le site». Est-il pour autant opportun, lorsque le site fournit des informations sur des fonds non agréés pour être commercialisés en France, de ne pas utiliser le français ? Nous ne le pensons pas dans la mesure où des non-résidents français francophones (ex. Canadiens, Suisses) pourraient souscrire des produits non librement commercialisable auprès des résidents français.

(46) Cf. Recommandation n° 2 : les informations sur l'Opcvm peuvent être complétées «par des indications sur le type d'investisseur cible».

(47) Bien que la Cob, dans les fiches pratiques publiées au Bull. mensuel février 1999 (Fiche n° 4), rappelle que «en l'état actuel de l'instruction, le support papier est nécessaire. Au demeurant, des échanges de télécopies peuvent aisément résoudre d'éventuelles difficultés» - adde Recommandation n° 10 Recommandation Cob n° 99-02: «la consultation sur le site de l'intégralité des documents obligatoires ne saurait se substituer à leur envoi par courrier que si la société a mise en place les moyens techniques adéquats pour obtenir l'accord explicite du souscripteur et l'a effectivement recueilli».

(48) Cf. Recommandation n° 9.

(49) Th. Sessin, *Doit-on réguler les fonds spéculatifs ? Rapport moral sur l'argent dans le monde*, 1999, p. 85.

(50) Sur l'opportunité de réglementer davantage, cf. *Les Rapports du Sénat*, Pour un nouvel ordre financier mondial : responsabilité, éthique, efficacité, Rapporteur Ph. Marini, 1999-2000, n° 284.

(51) A l'image des sociétés de gestion américaines suite à la crise du fonds LTCM, cf. «S», février 2000 - C'est aussi la démarche adoptée dans l'industrie du «private equity», qui a adopté un code de bonne conduite : cf. D. Senequier et R. Leservoier, *Les FCPR* disposent maintenant d'une réglementation spécifique, *Banque & Droit* novembre-décembre 2000, p. 12.