

Chronique de *Gestion Collective*



FABRICE BUSSIÈRE
Responsable des
affaires juridiques
Barep
Groupe Société Générale

Gestion alternative. Relevé de décisions Cob du 3 avril 2003 sur la multigestion alternative.

Après plus d'un an de discussions entre les professionnels de la gestion d'actifs et la Cob¹, celle-ci vient enfin de publier son relevé de décisions sur la régulation de la multigestion alternative en date du 3 avril 2003². Ce recueil expose les grandes lignes de la prochaine régulation sur la multigestion alternative en France³. Pourquoi une régulation propre à ce style de gestion? À cela, deux raisons principales. Tout d'abord, cette activité nouvelle de multigestion a connu une très forte expansion ces dernières années en Europe, et particulièrement en France⁴. Jusqu'alors réservée à une clientèle institutionnelle (compagnies d'assurance, compte propre des banques), la gestion alternative s'est ouverte à une clientèle plus large (gestion de fortune, réseaux bancaires) sous la forme de fonds de fonds investissant dans des fonds alternatifs, avec des techniques de commercialisation actives (démarchage, publicité). La chute récente des marchés actions a accentué très fortement ce mouvement. Or, les fonds alternatifs sous-jacents mettent souvent en œuvre des gestions complexes, voire spéculatives pour certaines, dont les stratégies peuvent ne pas être comprises par tous les investisseurs. Ces stratégies permettent aux fonds d'offrir en principe une performance décorrélée des tendances de marché (à la hausse ou à la baisse)⁵. Par essence, ils s'adressent davantage à une clientèle avertie, voire qualifiée, capable d'appréhender les méthodes utilisées. Par ailleurs, ces mêmes fonds peuvent relever d'une réglementation étrangère pas nécessairement aussi sécurisée et protectrice des intérêts des investisseurs que la réglementation française⁶. Ces deux raisons commandaient en conséquence une prise de position rapide de la Cob. Ce relevé de décisions s'attache à définir trois axes majeurs de la régulation sur la multigestion alternative.

1. La Cob s'emploie tout d'abord à ce que la société de gestion dispose des moyens humains et techniques adé-

quats pour gérer des fonds de fonds alternatifs. Pour la Cob, toutes les sociétés de gestion françaises ne sont pas égales face à la multigestion alternative. L'expertise de la société de gestion en ce domaine doit être en conséquence prouvée. À cet effet, la Cob oblige désormais toute société de gestion française investissant dans un fonds de droit étranger non coordonné de déposer, quelle que soit la somme investie dans ledit fonds, un programme d'activité spécifique qui devra être approuvé par la Cob, après avis consultatif du Comité consultatif de la gestion financière⁷. Cette méthode de programme spécifique, déjà éprouvée récemment pour les dérivés de crédit⁸, permet à la Cob de s'assurer de la compétence exposée et, pour la société de gestion, de mettre à plat son organisation interne. Il est intéressant de relever que ce programme est obligatoire dès lors que la société de gestion investit dans un fonds étranger non coordonné. La Cob ne précise pas que ce fonds doit mettre en place une gestion alternative. À suivre ce relevé, un Opcvm français investissant dans un fonds monétaire américain se verrait astreint à déposer un programme. Nous ne pensons naturellement pas que cela soit l'objectif recherché par la Cob. Seuls les fonds étrangers alternatifs nous semblent visés par l'autorité de tutelle, comme le rappelle d'ailleurs l'intitulé du relevé Cob. Ce manque de précision nous semble davantage dû au fait que la définition des gestions alternatives devrait être abordée lors du second volet de la réflexion sur la gestion alternative en France, traitant des gestions directes, même si, en l'absence de définition actuelle précise, les gestions alternatives demeurent bien sérieuses.

Ce programme d'activité spécifique comporte cinq volets principaux. À travers ce programme, la société de gestion devra démontrer son expertise dans la gestion des fonds de fonds. Cette expertise repose tout d'abord sur la compétence et l'expérience de l'équipe de gestion en charge des fonds de fonds. Les curriculum vitae des gérants devront être ainsi joints au programme d'activité. La société de gestion devra exposer ses procédures de sélection (critères quantitatifs et qualitatifs) et de suivi des

1 Rapport annuel Cob pour 2001, p. 120.

2 Disponible sur le site de la Cob : <http://www.cob.fr>.

3 Sur le recours par la Cob à la notion de régulation, cf. M.-A. Frison Roche, « Le droit de la régulation », D. 2001, p. 610.

4 D. Capocci, « Le développement des fonds alternatifs en Europe », Banque magazine n° 644 février 2003, p. 48.

5 J.-F. Flot, « Hedge funds et gestion alternative : mythes et réalités », Banque & Marchés, n°55, novembre-décembre 2001, p. 52; F. Champarnaud, « La régulation des hedge funds », Rev. Eco. Fin. n° 60, p. 197;

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

6 J.-F. Thony, « La problématique offshore », Rapport moral sur l'argent dans le monde 2001, p. 297.

7 Une trame type de ce programme d'activité est jointe en annexe du relevé de décision et est disponible sur le site de la Cob.

8 Banque & Droit, janvier-février 2003, p. 45.

investissements (visite des gérants des fonds cibles). La Cob exige en outre un contrôle de risque spécifique⁹. Des moyens techniques adaptés doivent être également réalisés, notamment via des bases de données permettant le suivi des fonds cibles. Enfin, la Cob examinera les conditions de commercialisation des fonds de fonds alternatifs. Ce programme doit être transmis au plus tard le 30 septembre 2003. Une société exerçant de la multigestion alternative qui ne respecterait pas ce délai sera contrainte de réaliser les actifs des Opcvm concernés.

On sait que le binôme société de gestion/dépositaire est fondamental en gestion collective¹⁰. C'est pour cela que la Cob exige que le cahier des charges du dépositaire précise les procédures spécifiques à la multigestion alternative, lui permettant notamment d'exercer sa mission de contrôle dans des conditions satisfaisantes. La Cob entend également réglementer les relations que la société de gestion pourrait nouer avec d'autres partenaires. Le délégataire est au premier plan concerné. En effet, bien que sa responsabilité demeure entière vis-à-vis des porteurs, le délégant doit disposer de moyens pour contrôler la prestation de délégation de gestion. En outre, le relevé de la Cob pose une condition tenant à l'identité du délégataire. Le délégataire doit être une société de gestion française disposant d'un programme d'activité gestion alternative approuvé par la Cob. Celui-ci peut être également une société, française ou étrangère, appartenant au même groupe que le délégant. Une société non française, hormis ce dernier cas de figure, ne saurait recevoir une délégation de gestion. Selon la Cob, en l'absence d'une telle restriction, la société délégante serait « *difficilement en mesure d'imposer à la société étrangère hors groupe les obligations de moyens et principes définis dans le recueil de bonne pratiques* ». Il faut espérer que les réglementations étrangères, et notamment européennes, adoptent rapidement des mesures similaires. Certains Etats, européens¹¹ ou non¹², réglementent déjà la gestion alternative ou ont entamé une réflexion sur ce thème. À défaut, les sociétés de gestion françaises pourraient se trouver dans une situation concurrentielle défavorable.

2. Le second axe de régulation posé par la Cob consiste à définir des règles de fonctionnement spécifiques aux Opcvm de droit français investissant dans des fonds alternatifs. La Cob s'emploie en effet à définir les caractéristiques des fonds alternatifs étrangers pouvant être souscrits par des Opcvm français ou via un mandat de gestion soumis au droit français. Jusqu'à présent, et ce depuis 1994, la Cob tolérait qu'un fonds étranger admis aux négociations sur un marché réglementé (par exemple, la Bourse de Dublin) soit éligible dans les fonds de fonds français. Ce « listing »¹³ sur un marché permettait audit fonds d'être assimilé à une valeur mobilière cotée au regard des règles de composition des actifs (avec, comme corollaire, l'application de la règle des 5/10/40¹⁴). La Cob devait donc faire face à l'alternative suivante : soit conserver ce dernier critère et fixer, en outre, d'autres critères pour les fonds non listés afin qu'ils puissent figurer en portefeuille des Opcvm français ; soit conserver le critère du listing tout en ajoutant de nouveaux critères qualifiants. C'est cette dernière solution – la plus contraignante – qui a été retenue par la Cob dans son relevé de décisions.

Tout d'abord, la Cob maintient l'exigence de la cotation des fonds étrangers, ce qui réduit sensiblement l'univers d'investissement des gestionnaires de fonds de fonds alternatifs¹⁵. Lors des discussions avec la Cob, les professionnels avaient souligné que nombre de fonds alternatifs importants ne faisaient l'objet d'aucune cotation sur un marché réglementé. La Cob exige par ailleurs que les fonds cibles présentent les caractéristiques d'une valeur mobilière. Cette condition posera sûrement, dans les faits, des difficultés d'interprétation. On sait en effet que cette notion est difficile à sérier. La loi n° 88-1201 du 23 décembre 1988 (art. 1^{er}¹⁶) en avait proposé une définition qui, appliquée aux Opcvm, et notamment aux FCP, révélait rapidement sa limite. Le FCP n'a pas la personnalité morale et n'entre pas en conséquence dans la définition posée par la loi de 1988, quand bien même les parts de FCP sont expressément reconnues comme valeurs mobilières¹⁷. Le relevé de décision de la Cob précise

9 J.-C. Bertrand, « Quatre règles pour maîtriser les risques des *hedge funds* », Banque Magazine octobre 2002, n° 640, p. 32.

10 V. sur leur niveau de responsabilité, l'article L. 214-28 Code monétaire et financier et pour une application : Cass. com. 24 septembre 2002, D. 2003, p. 235, Ph. Delebecq; RTDCom. 2003-1, p. 134, M. Storck; Petites Affiches 14 avril 2003, p. 13, J.-M. Moulin; Banque & Droit novembre-décembre 2002, p. 39, F. Bussière.

11 L'Irlande permet, depuis 2003, la création de « *funds of unregulated fund schemes* » (règle de la Banque centrale d'Irlande, NU 25-1), c'est-à-dire des fonds de fonds investissant dans des fonds alternatifs. V. également la circulaire 02/80 de la Commission de surveillance du secteur financier (CSSF) luxembourgeoise, en date du 5 décembre 2002, concernant les règles spécifiques applicables aux organismes de placement collectif (OPC) luxembourgeois adoptant des stratégies d'investissement dites alternatives, disponible sur son site (www.cssf.lu). La Grande-Bretagne réfléchit actuellement sur la gestion alternative et a lancé une consultation en août 2002 sur les conditions de commercialisation de ces fonds, notamment auprès d'une clientèle grand public. Sur l'analyse des réponses à cette consultation V. Financial Service Authority, « *Hedge funds and the FSA: feedback statement on discussion paper (DP) 16* », mars 2003, disponible sur le site de la FSA : <http://www.fsa.gov.uk/pubs/discussion>. Enfin, on signalera que l'Allemagne a annoncé une réforme juridique et fiscale pour 2004 sur la commercialisation de fonds alternatifs étrangers ou allemands auprès d'investisseurs allemands (y compris les particuliers).

12 Ainsi, la Securities and Futures Commission de Hong-Kong autorise

désormais, et ce, depuis fin 2002, la vente de fonds alternatifs : V. R. Galaher, « *Retail hedge funds in Hong Kong* », *Alternative Investment Management Association (AIMA) Journal*, February 2003, p. 29.

13 Ce listing sur un marché réglementé est davantage une mesure d'affichage officiel de la valeur liquidative du fonds alternatif qu'une véritable cotation résultant d'une confrontation entre l'offre et la demande sur un marché réglementé.

14 Selon l'article 4 du décret n° 89-623 du 6 septembre 1989, « *un Opcvm peut employer en titres d'un même émetteur jusqu'à 10 % de l'actif si la valeur de ces titres ne dépasse pas 40 % de l'actif* ».

15 A l'exception des *Exchange Traded Funds* (ETF), l'admission à la négociation des Opcvm français sur un marché réglementé français n'est pas encore une réalité (Cf. J.-G. d'Hérouville et Ph. Goutay, « La cotation des parts d'Opcvm pour bientôt », Banque Stratégie n° 176, novembre 2000, p. 29). En revanche, il est intéressant de relever que les Opcvm français peuvent être cotés sur un marché réglementé étranger, notamment sur la Bourse de Dublin : cf. T. O'Callaghan, « Fonds commun de placement *vehicles approved for listing* », *Alternative Investment Management Association (AIMA) Journal*, April 2003, n° 56, p. 36.

16 Désormais codifié à l'article L. 211-2 du Code monétaire et financier. Cf. P. Le Cannu, « L'ambiguïté d'un concept négatif : les valeurs mobilières », Bull. Joly 1993, p. 395; H. Causse, « Valeurs mobilières : un concept positif », Petites Affiches, 21 octobre 1994.

17 Article L. 211-2 du Code monétaire et financier; cf. Les Opcvm, par R. Roblot, 3^e éd. par M. Germain et Ch. Pénichon, ANSA 2003, n° 16.

d'ailleurs que « *la personnalité morale n'est pas dirimante* » dans la définition de valeur mobilière. On s'étonnera de la méthode consistant à poser une définition pour mieux l'écartier dans la foulée. Relevons également que, au niveau communautaire, la Directive 85/611/CEE modifiée donne une définition de la valeur mobilière qui ne recouvre pas les parts d'Opcvm. Enfin, la Cob dresse onze critères supplémentaires que doivent remplir les fonds alternatifs étrangers pour être éligibles aux fonds de fonds français¹⁸. Parmi ces critères, on relèvera que les actifs du fonds cible doivent être conservés par une société « *régulée à cet effet* » et identifiée dans le prospectus. La conservation des actifs doit être « *assurée de façon ségréguée* » dans les livres du dépositaire. Or, certains fonds alternatifs étrangers recourent à des *prime brokers*, agissant comme leur sous-dépositaire, et qui assurent le financement des positions du fonds sur l'ensemble des marchés¹⁹. Or, souvent, les *prime brokers* ne ségréguent pas tous les actifs des fonds dans leurs livres. Consciente de cette spécificité de la gestion alternative, la Cob considère que le principe de ségrégation des actifs peut être écarté lorsque les actifs du fonds sont déposés en garantie (collatéral) ou que les actifs sont constitués de cash. Cette précision importante permettra aux fonds alternatifs recourant à un *prime broker* d'être sélectionnés par des Opcvm français. Les fonds cibles doivent également présenter des caractéristiques minimales garantissant un fonctionnement régulier : audit des comptes du fonds, information des porteurs au moins trimestrielle, documentation constitutive précise du fonds, mise à disposition d'une valorisation au moins mensuelle. Parmi ces critères, on relèvera que la Cob exige que le fonds cible doit être titulaire de droits et obligations se traduisant par l'existence d'un patrimoine d'affectation. Consacrant la thèse majoritaire selon laquelle les FCP sont des patrimoines d'affectation²⁰, la Cob vise naturellement les fonds étrangers équivalents audits FCP, et notamment les *unit trust* anglo-saxons. Enfin, les fonds alternatifs étrangers ne doivent pas être domiciliés dans une juridiction figurant sur la liste des pays non-coopératifs dressée par le GAFI.

Dès lors qu'un Opcvm investit plus de 10 % de son actif dans des fonds étrangers et certains Opcvm français (Opcvm à procédure allégée, FCIMT ou FCPR²¹), ledit Opcvm relèvera d'une nouvelle classification créée à cet effet : les Opcvm de fonds alternatifs. Cette nouvelle classifi-

cation devrait permettre aux investisseurs de mieux identifier ces Opcvm et de disposer en conséquence d'une information renforcée. Cet investissement dans les fonds alternatifs pourra représenter 100 % de l'actif de l'Opcvm. En revanche, les fonds cibles seront soumis à la règle de division des actifs dite des « 5-10-40 ». Les autres Opcvm pourront investir dans ces mêmes fonds, mais ce, dans la limite de leur ratio « libre » (10 % pour les Opcvm agréés et 50 % pour les Opcvm à procédure allégée). La Cob apporte deux limites à la souscription de fonds alternatifs. D'une part, les cascades de fonds sont interdites²². En conséquence, un Opcvm de fonds alternatifs ne peut investir que dans un fonds qui n'investit pas lui-même dans des fonds pour plus de 10 % de son actif. D'autre part, la Cob rappelle l'interdiction des opérations de face à face, et ce, en application de l'article L. 533-12 du Code monétaire et financier.

3. Si le fonctionnement de l'Opcvm de fonds alternatifs appelle un régime particulier, sa commercialisation obéira également à des règles strictes. Tout d'abord, la Cob entend instituer un contrôle spécifique sur la commercialisation en exigeant de la société de gestion la remise d'une note technique²³. Ainsi, lors de l'agrément d'un Opcvm de fonds alternatifs, la société de gestion devra indiquer la nature de la clientèle visée, les canaux de distribution envisagés et la formation des vendeurs sur les produits de gestion alternative²⁴. Par ailleurs, comme le prévoit l'article L. 214-12 du Code monétaire et financier, la Cob examinera les documents promotionnels joints au dossier d'agrément de l'Opcvm. Cette dernière mesure s'inscrit dans le droit fil de la position adoptée par la Cob pour les fonds à formule où elle entend assurer un contrôle strict sur leur commercialisation. Il reviendra à l'établissement promoteur, comme le souligne la Cob, de vérifier que la promotion du produit est « *exacte et équilibrée dans son argumentation* ». En pratique, ce point d'équilibre sera certainement difficile à déterminer. En outre, afin de restreindre l'accès des Opcvm de fonds alternatifs à une clientèle avertie, la Cob recommande un montant minimum de souscription de 10 000 euros²⁵. Néanmoins, des dérogations peuvent être accordées, notamment lorsque les porteurs de l'Opcvm bénéficient d'une garantie en capital.

La Cob rappelle que les fonds cibles étrangers ne peuvent être librement commercialisés que dans les conditions définies par l'article 14 du décret n° 89-624. Par commercia-

18 Sur la difficulté de l'exercice consistant à définir les critères d'un OPC étranger, cf. H. Le Nabasque et Ph. Portier, « Les instruments financiers », in La modernisation des activités financières, Ed. GLN Joly 1996, Préf. Th. Bonneau, p. 27, spéc. n° 76.

19 F. Bussière et P. Zariffa, « Introduire le *prime brokerage* en droit français pour favoriser la gestion alternative », L'Agefi du 5 mars 2003, p. 19 ; C. Mahjoub et N. Chapis, « *Prime brokerage* : la banque d'investissement au service des *hedge funds* », Banque Magazine mars 2003, n° 645, p. 46.

20 Notamment : Th. Bonneau, « Les fonds communs de placement, les fonds communs de créances et le droit civil », RTDCiv. 1991, p. 1.

21 Il est intéressant de relever que la Cob assimile les FCPR à des fonds alternatifs. Même s'il est vrai que les FCPR permettent, dans une certaine mesure, une gestion décorrélée des marchés financiers, ils poursuivent néanmoins un objectif propre, qui n'est pas l'objectif principal de la gestion alternative : renforcer les fonds propres de sociétés non cotées :

I. Riasetto et M. Storck, Opcvm, Joly Editions, 2002, n° 503 et s.

22 La règle est déjà posée à l'article 13 décret n°89-623 du 6 septembre 1989 (règle d'interdiction des « trois niveaux »).

23 V. Instruction Cob du 15 décembre 1998.

24 La Cob veillera certainement au bon respect de cette condition, notamment lorsque l'Opcvm de fonds alternatifs sera distribué via des réseaux grand public.

25 C'est également la position adoptée par le régulateur irlandais qui exige des fonds de fonds alternatifs un minimum de souscription de 12 500 euros. La FSA anglaise estime aussi que les fonds alternatifs doivent s'adresser principalement à une clientèle avertie.

26 V. article L. 411-1 du Code monétaire et financier.

lisation d'un fonds étranger, la Cob entend « *sa présentation par différentes voies (publicité, démarchage ou placement par un prestataire d'investissement) en vue d'inciter un investisseur potentiel* » à souscrire des parts. Cette acception, proche de celle de l'appel public à l'épargne²⁶, conduit la Cob à considérer que la présentation par un gérant étranger d'un fonds à un gestionnaire de fonds de fonds français constitue un acte de démarchage. À cet égard, elle estime également que le versement à la société de gestion de rétrocession par les fonds cibles constitue une infraction aux règles de bonne conduite et introduit une présomption de démarchage desdits fonds sur le territoire français²⁷. La nature de cette présomption devra être clarifiée. Enfin, la Cob entend renforcer sensiblement l'information à destination des souscripteurs des Opcvm de fonds alternatifs. Pour cela, la notice d'information devra comporter toute une série d'informations précises sur les fonds alternatifs figurant au portefeuille (description de la stratégie des OPC cibles, origine géographique des OPC, impact des investissements des OPC sur le profil de risque global, indicateur quantitatif de la mesure du risque). À l'image des Opcvm à procédure allégée, la notice devra également comporter un avertissement attirant l'attention des investisseurs sur les risques encourus lors de la souscription dans cette catégorie d'Opcvm. Il est à noter que certaines associations d'investisseurs, notamment l'Association française des trésoriers d'entreprise²⁸, ont déjà édicté des règles de présentation des fonds alternatifs, permettant une meilleure compréhension desdits fonds. Cette orientation de la Cob est conforme à une jurisprudence récente exigeant de la société de gestion une information renforcée à l'égard des investisseurs non qualifiés²⁹.

Ce relevé de décisions Cob sur la multigestion alternative constitue la première étape d'une réflexion générale sur la place de la gestion alternative en France, qui devra être formalisée dans la réglementation Cob en 2003. Ensuite, devrait suivre le second volet ayant trait à la gestion alternative directe qui permettra, on l'espère, de préciser les stratégies financières relevant de ce type de gestion, et de proposer des éléments de modernisation de la réglementation française. À l'exception des FCIMT et des Opcvm à procédure allégée, il manque, dans le droit français, un véhicule ad hoc à la gestion alternative³⁰. La création de fonds « contractuels »³¹, prévue par le projet de loi sur la Sécurité financière, en cours de discussion, apporterait assurément une première réponse. ■

27 Sur la problématique du versement de rétrocessions à la société de gestion d'Opcvm, V. Rapport sur les frais et commissions à la charge de l'investisseur dans la gestion collective, Bull. mensuel Cob octobre 2002, n°373.

28 V. Les cahiers techniques de l'AFTE, Fiche mensuelle de Gestion d'Opcvm, 2^e éd. février 2003.

29 CA Paris 14 septembre 1999, Bull. Joly Bourse mai-juin 2000, § 55, p. 267, P. Mousseron; Banque & Droit mars-avril 2001, p. 38, F. Bussière.

30 La contrainte principale dans la réglementation française réside dans la limitation du levier de l'Opcvm sur les marchés. En effet, à l'exception des Opcvm à procédure allégée et des FCIMT, un Opcvm ne peut engager plus d'une fois son actif sur les marchés à terme. Or, les fonds alternatifs, de par les stratégies retenues, doivent disposer d'un levier important.

31 Ce projet de fonds contractuel était déjà prévu par un projet de loi DDOEF adopté en conseil des ministres en mai 2001: Banque & Droit mars-avril 2001, p. 39; E. Courant, « Les Opcvm contractuels: enfin un véhicule pour promouvoir la gestion alternative en France », L'Agefi du 7 juin 2001, p. 25. Ce projet de loi a été abandonné.