



Année académique 2001 - 2003

Mémoire MBL
Monsieur le Professeur Luc Thévenoz

Autorisation de fonds de placement étrangers
suivant une politique alternative :
pratique de la Commission Fédérale des Banques

BENOÎT DORMOND
Novembre 2004



UNIVERSITÉ DE GENÈVE



1. INDUSTRIE DES FONDS DE PLACEMENT EN SUISSE	3
2. FONDS DE PLACEMENT ALTERNATIFS	5
2.1 GESTION TRADITIONNELLE ET PERFORMANCE RELATIVE OU GESTION ALTERNATIVE ET PERFORMANCE ABSOLUE	5
2.2 STRATÉGIES DE FONDS ALTERNATIFS	7
3. FONDS DE PLACEMENT ÉTRANGERS	8
3.1 DÉFINITION LÉGALE ET FORMES JURIDIQUES PRINCIPALES DES FONDS ÉTRANGERS	8
3.2 LES CLOSED-END FUNDS	10
3.3 QUALIFICATION DES FONDS DE PLACEMENT ALTERNATIFS ÉTRANGERS EN DROIT SUISSE	12
4. AUTORISATION DE DISTRIBUER	15
4.1 NATURE ET BUT DE L'AUTORISATION	15
4.2 L'APPEL AU PUBLIC	17
4.3 EXEMPTION DE L'OBLIGATION D'OBTENIR UNE AUTORISATION POUR LA DISTRIBUTION DE FONDS DE PLACEMENT ÉTRANGERS	19
4.4 AUTORISATION DU DISTRIBUTEUR	20
5. PRATIQUE DE LA COMMISSION FÉDÉRALE DES BANQUES EN MATIÈRE D'AUTORISATION DE FONDS ALTERNATIFS ÉTRANGERS	21
5.1 PREAMBULE	21
5.2 EXIGENCES FORMELLES	21
5.2.1 <i>Dénomination du fonds</i>	22
5.2.2 <i>Clause de mise en garde et autres exigences formelles</i>	23
5.2.3 <i>Publications du fonds et information des investisseurs</i>	26
5.3 EXIGENCES ORGANISATIONNELLES DES FONDS DE PLACEMENT ÉTRANGERS	28
5.3.1 <i>Généralités</i>	28
5.3.2 <i>Direction du fonds de placement</i>	28
5.3.3 <i>Indépendance des membres de la banque dépositaire siégeant à la direction du fonds</i>	30
5.3.4 <i>Représentant, distributeur et service de paiement en Suisse</i>	30
5.3.5 <i>La banque dépositaire</i>	31
5.3.6 <i>Comité de surveillance</i>	33
5.4 POLITIQUE DE PLACEMENT	33
6. CONCLUSION	36
ANNEXE I : LTCM	38
ANNEXE II : CARACTÉRISTIQUES DES FONDS ALTERNATIFS	40
FINANCEMENT PAR DES FONDS DE TIERS	40
LES VENTES À DÉCOUVERT	41
LES PRODUITS DÉRIVÉS	42
EXPOSITION BRUTE ET EXPOSITION NETTE	43
ANNEXE III : CONFORMITÉ DES POSITIONS DES FONDS DE PLACEMENT PAR RAPPORT À LEUR DÉNOMINATION	45
ANNEXE IV : PRINCIPE DU « POINT DE PLUS HAUTE MARÉE »	47
BIBLIOGRAPHIE GÉNÉRALE	49

1. Industrie des fonds de placement en Suisse

Gestion de fortune traditionnelle et fonds de placement sont étroitement liés¹ ; les différents intervenants de la place financière suisse ont besoin d'une offre étendue de produits financiers efficaces afin de parvenir à leurs objectifs de performance. L'abondance des fonds de placement contribue à couvrir les multiples besoins de la clientèle. Aussi les fonds de placement ont-ils su s'imposer comme « une caractéristique qualitative de premier rang de la place financière suisse »².

La Suisse représente l'un des marchés les plus importants pour les distributeurs de fonds de placement. Toutefois, elle n'apparaît qu'en queue de peloton en terme d'attractivité de terre d'accueil de ces mêmes fonds. Les statistiques suffisent à s'en rendre compte : à la fin de l'année 2003, le nombre de fonds de placement ayant leur siège en Suisse était de 570 ; le nombre de fonds de placement étrangers commercialisés en Suisse s'élevait à 3'261 unités, alors qu'il n'était que de 873 unités en 1995³. Pour expliquer cette situation, on retiendra notamment une fiscalité peu avantageuse et une libéralité toute relative en matière de règles d'investissement en vigueur en Suisse⁴.

Afin de rendre plus compétitive la place financière suisse, le Conseil Fédéral a nommé en janvier 2002 une commission d'experts chargés de proposer une révision de la loi fédérale sur les fonds de placement (ci-après la « LFP »)⁵.

Le Luxembourg demeure la juridiction continentale privilégiée des promoteurs de fonds de placement, offrant à la fois des conditions cadres juridiques et fiscales avantageuses ainsi que des procédures simples et rapides⁶. Ainsi, sur les 3'261 fonds étrangers commercialisés en Suisse au 31 décembre 2003, 2'409 proviennent de cette juridiction, l'Irlande, l'Allemagne, Guernesey voire le Liechtenstein représentant les autres juridictions généralement prisées des promoteurs de fonds de placement. Pour les intermédiaires suisses, qui sont à l'origine du tiers des fonds étrangers distribués en Suisse, la création de fonds luxembourgeois est d'autant plus avantageuse qu'ils peuvent, outre exporter leurs produits sur le marché suisse, obtenir un accès simplifié au marché européen. La procédure de reconnaissance d'un fonds européen auprès d'un autre Etat européen s'en trouve en effet grandement simplifiée, pour autant que les fonds respectent les règles d'investissement dictées par les directives européennes sur les Organismes de Placement Collectif en Valeurs Mobilières(OPCVM)⁷.

¹ La fortune sous gestion en Suisse représente près de 3200 milliards de nos francs. La fortune représentée par les fonds de placement suisses et étrangers autorisés en Suisse peut être estimée à près de 473 milliards de francs suisses. Selon le rapport annuel de la Swiss Funds Association 2002, p.11, la part des fonds de placement dans les dépôts des clients représenterait 20%. Cette part serait nettement plus élevée pour les clients privés.

² Rapport annuel de la Swiss Funds Association 2001, p.10.

³ Rapport de gestion CFB 2003, 88.

⁴ Rapport de gestion CFB 2001, 207 ; déjà FF1993 I 191ss.

⁵ Loi du 18 mars 1994,RS 951.31 et RO 1994, 2523.

⁶ Il faut en moyenne compter 8 semaines pour créer un fonds de placement au Luxembourg.

⁷ Directive 2001/108/CE du 21 janvier 2002 modifiant la directive 85/611/CEE du Conseil portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM), en ce qui concerne les placements des OPCVM. Voir également la directive 2001/107/CE du 21 janvier 2002 modifiant la directive 85/611/CEE du Conseil portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM), en vue d'introduire une réglementation relative aux sociétés de gestion et aux prospectus simplifiés.

Parmi la création et l'enregistrement de tous ces nouveaux fonds, les fonds alternatifs, ou hedge funds ou encore fonds spéculatifs, ont fait une entrée remarquée, non seulement sur le marché suisse mais aussi dans les stratégies de gestion de fortune, principalement depuis la fin des années 90⁸.

Le premier fonds de placement alternatif remonte à 1949, lorsqu'un certain Alfred W. Jones avait, par le biais d'une société de placement, réalisé une performance supérieure à tous les autres fonds de placement en recourant à des techniques de gestion particulières de ventes à découvert et de « leverage » d'actions, permettant à l'investisseur d'être gagnant aussi bien en période de hausse que de baisse des marchés⁹.

Aujourd'hui, selon les estimations de certains banquiers genevois¹⁰, l'industrie mondiale des fonds alternatifs représenterait entre 600 et 700 milliards de dollars en 2003 alors que ce marché ne pesait que 67 milliards de francs suisses en 1994. En Suisse, entre 100 et 130 milliards de dollars seraient investis dans ce type de fonds de placement, faisant ainsi de la place financière helvétique l'un des trois plus grands investisseurs du marché, avec New York et Londres. Jusqu'alors réservés aux investisseurs institutionnels ou très fortunés, l'investissement minimum initial étant souvent de l'ordre du million, voire plus, le développement de ces fonds a eu pour conséquence d'en démocratiser l'accès de sorte que les fonds alternatifs, principalement sous la forme de fonds de fonds, représentent désormais un produit supplémentaire à disposition de la plupart des investisseurs. Ce soudain essor a eu pour mérite d'améliorer la transparence et la liquidité de ces véhicules, bien que certains imposent toujours à leurs investisseurs des périodes de « lock up » de parfois plusieurs années. Toutefois, cette démocratisation pourrait avoir comme effet pervers de rendre ces fonds plus risqués en raison de la baisse de leur qualité moyenne, l'accès aux bons gestionnaires étant plus difficile et les stratégies nouvellement développées de plus en plus complexes et sophistiquées¹¹. La prolifération de ces nouveaux fonds et de ces nouveaux gérants rend ainsi la sélection extrêmement difficile pour les investisseurs.

Les conditions difficiles que les marchés ont traversées ont indéniablement favorisé la croissance de la demande, et probablement de l'offre, pour ces fonds. Dans son rapport de gestion de 1996, la Commission Fédérale des Banques (ci-après la « CFB » ou « l'autorité de surveillance ») relevait déjà que la demande pour ce type de fonds était en constante augmentation. C'est d'ailleurs au cours de l'année suivante que la CFB a autorisé pour la première fois une direction de fonds suisse à créer une structure, en l'occurrence un fonds de fonds, suivant une politique d'investissement alternative¹².

⁸ Les produits alternatifs sont principalement disponibles en Suisse sous trois formes, à savoir les fonds de placement, les sociétés d'investissement cotées en bourse et les produits structurés. Ces derniers, encore peu développés en Suisse, peuvent prendre toutes sortes de formes et permettent notamment d'investir dans des baskets ou des indices de fonds alternatifs. Les sociétés suisses d'investissement sont quant à elles soumises au Code des obligations ; cotées en bourse, elles disposent ainsi d'une liquidité quotidienne et sont aisément distribuables. Elles investissent principalement dans des fonds de fonds alternatifs et on en dénombre une vingtaine actuellement. Le présent travail ne traite toutefois que des fonds de placement qui sont les produits les plus connus des investisseurs.

⁹ A titre anecdotique, A. W. Jones avait obtenu entre 1955 et 1966 un rendement cumulé de 670%, contre seulement 222% de hausse pour l'indice S&P 500.

¹⁰ Agefi du 26 septembre 2003, citant les propos de M. Ivan Pictet, Associé, Pictet & Cie.

¹¹ « Le Temps » du 10 juin 2003, Mauvaise nouvelle, les fonds alternatifs sont en passe de devenir respectables.

¹² Rapport de gestion CFB 1997, 243.

Ces fonds de placement présentent plusieurs paradoxes, à commencer par leur capacité à générer des profits parfois spectaculaires en période de baisse des marchés¹³. Ensuite parce que l'offre en la matière est impressionnante, près de 7000 fonds alternatifs dans le monde, avec une tendance à la hausse, alors que seuls une septantaine de fonds alternatifs étrangers ont été autorisés à la commercialisation en Suisse, pourtant l'une de places financières les plus importantes pour ce marché, et pour l'immense majorité sous la forme particulière de fonds de fonds. Ainsi, à la fin du mois de juin 2004, la CFB avait autorisé la distribution de 76 fonds alternatifs étrangers, la quasi-totalité sous forme de fonds de fonds. Enfin, bien que ces fonds soient capables d'éliminer en grande partie les risques du marché, bénéficiant donc d'une corrélation aux marchés et d'une volatilité très faibles, ces produits ont la réputation d'être particulièrement risqués au vu des techniques de gestion auxquelles ils recourent. Pourtant, même après la faillite retentissante de l'un d'eux en 1998, jetant le discrédit sur ce style d'investissement, ces fonds sont aujourd'hui plus que jamais à la mode parmi les intermédiaires financiers, moins de cinq ans après cet événement¹⁴.

Autrefois largement déréglementés, l'apport massif de liquidités et l'effet de mode dont jouit actuellement la gestion alternative a naturellement attiré l'attention des autorités de surveillance des marchés financiers. Souvent réticentes, beaucoup d'entre elles ont refusé à ces produits l'accès à une distribution publique. En Suisse, la CFB a fait preuve de souplesse en autorisant dès 1997 certaines structures de droit suisse de fonds de fonds alternatifs à être distribuées librement et à ouvrir le marché suisse des fonds de placement aux fonds alternatifs étrangers. Au vu des risques propres à ces fonds, la CFB a toutefois dû développer une pratique appropriée afin de concilier à la fois une protection suffisante des investisseurs et la libre commercialisation des fonds alternatifs étrangers en Suisse.

2. Fonds de placement alternatifs

2.1 Gestion traditionnelle et performance relative ou gestion alternative et performance absolue

Depuis longtemps, et bien qu'ils soient autorisés à suivre une politique de placement absolue, les fonds de placement adoptent traditionnellement une politique d'investissement relative consistant à suivre l'évolution d'un indice de référence (benchmark). Un indice étant composé de plusieurs titres, les gestionnaires de ces fonds sont en substance contraints d'investir dans les titres qui le composent ; ils ne peuvent trop s'éloigner des pourcentages que chaque titre représente dans l'indice de référence dans la mesure où leur performance sera jugée par rapport à celle de leur benchmark¹⁵. Les marges d'écart par rapport à l'indice de référence sont donc étroites et laissent peu de liberté dans le choix des placements. De même, sa politique d'investissement étant fortement liée à la composition d'un sous-jacent, le gestionnaire, y

¹³ Ainsi, entre les mois de mai 2000 et mai 2003, l'indice CSFB/Tremont hedge funds a performé de +21.6% alors que l'indice MSCI World a affiché une baisse de 37.4% ; la volatilité du premier indice était de 8.73% contre 14.96% pour le second dans la même période.

¹⁴ Voir Annexe I : bien qu'investi dans plus de 60'000 positions, cela n'a pas empêché le fonds LTCM de faire faillite, toutes les positions ayant évolué au même moment vers une tendance non souhaitée.

¹⁵ Par exemple, si le SMI est choisi comme indice de référence, les gestionnaires seront généralement contraints de détenir des positions Nestlé à un pourcentage proche de celui que représente ce titre dans la composition du SMI, soit environ 17%.

compris en période de baisse des marchés, est contraint de rester investi au risque de manquer la prochaine hausse des marchés.

L'objectif du gestionnaire traditionnel consiste à battre son indice de référence, généralement avec des moyens limités en terme d'utilisation de produits financiers destinés à améliorer les performances. Que le rendement absolu du fonds soit négatif ou positif importe donc peu ; on considère comme un succès le fait que le gestionnaire d'un fonds traditionnel réalise un résultat supérieur à celui de son indice de référence, y compris en période de baisse des marchés. Un fonds relatif n'a donc pas pour but de préserver le capital en période de baisse des marchés ni d'éviter les pertes pour ses investisseurs.

Pour cette raison, la crédibilité des fonds traditionnels a été fortement mise à mal ces dernières années de fortes baisses des marchés boursiers. Les fonds qui suivent une politique relative ne peuvent garantir la préservation du capital lorsque les marchés sont baissiers. De plus, il faut relever que, même en période de hausse des bourses, les gestionnaires traditionnels ont tendance à sous-performer leur indice de référence, compte tenu notamment du fait qu'un fonds de placement a, contrairement à son indice de référence, des frais de fonctionnement, qui peuvent être plus ou moins importants selon la taille du fonds, et qui pèsent à la fois sur sa performance et le profit de l'investisseur.

Or, idéalement, l'investisseur vise à la fois un objectif de croissance, généralement offerte par les actions, tout en recherchant la sécurité habituellement procurée par les obligations et les marchés monétaires. C'est de ce constat qu'est parti Alfred W. Jones lorsqu'il a lancé son fonds visant un rendement absolu, quelles que soient les conditions boursières.

Les fonds qui suivent une politique absolue ont donc pour but de préserver le capital, y compris en période de baisse des marchés, tout en assurant une performance positive aussi élevée que possible, année après année. La tâche et la responsabilité des gestionnaires sont donc très différentes de celles des gérants de fonds relatifs : ils ont un rôle actif dans la gestion du portefeuille du fonds et dans le choix des titres qui le composent. Ils disposent d'une liberté leur permettant d'exprimer leurs véritables convictions sur les marchés et d'orienter leur stratégie. Ils peuvent ainsi choisir d'être très investis quand ils ont de fortes convictions ou peu lorsqu'ils n'en ont pas. Le succès de la gestion absolue repose donc essentiellement sur les compétences des gérants. Ces derniers, pour parvenir à leur objectif indépendamment des tendances boursières, ne calquent donc pas la composition de leur portefeuille sur celle d'un indice et n'ont pas à subir la comparaison avec un benchmark.

Bien que certains gérants traditionnels adoptent depuis peu ce style de gestion, l'idée de performance en termes absolus est propre aux hedge funds. Au contraire des gérants traditionnels, limités par les restrictions légales auxquelles ils sont confrontés, en particulier, dans l'utilisation des instruments et des techniques de gestion, les gestionnaires de fonds alternatifs disposent de la plus grande liberté et de tous les instruments de gestion pour parvenir à leur objectif de performance absolue.

Aussi les hedge funds se distinguent-ils des fonds traditionnels par leur style d'investissement. Ils sont notamment autorisés à effectuer des ventes à découvert, à réaliser des effets de levier importants en empruntant des liquidités de tiers et peuvent recourir à des produits dérivés à des fins d'investissement et non pas seulement de couverture¹⁶. Ces techniques permettent en

¹⁶ Voir Annexe II : caractéristiques des fonds alternatifs.

principe d'assurer des gains importants tout en diminuant la volatilité à laquelle se heurte habituellement la gestion traditionnelle. Contrairement aux idées reçues, les fonds alternatifs ne sont toutefois pas totalement décorrélés des marchés dans lesquels ils investissent. En réalité le niveau de corrélation d'un hedge fund dépend de sa stratégie et de sa mise en oeuvre par le gérant.

De manière simpliste, il est donc possible de résumer la gestion traditionnelle au postulat de base « buy-and-hold » (long-only), appliqué par tous les gérants traditionnels. Au contraire, dans la gestion alternative, se concentrer sur le rendement absolu va à l'encontre de l'investissement de rendement relatif et nécessite des approches circonstanciées afin d'atteindre l'objectif de performance absolue, quelles que soient les conditions des marchés.

2.2 Stratégies de fonds alternatifs

Ces fonds regroupent une grande variété de stratégies de sorte qu'il n'est pas possible de parler d'une stratégie alternative¹⁷. Toutefois, l'industrie des hedge funds distingue habituellement trois grandes familles de stratégies alternatives au sein desquelles les styles employés peuvent être très divers et parfois propres à chaque gérant.

Les stratégies d'arbitrage (arbitrage strategies ou relative value) cherchent à profiter de l'inefficience des marchés et des différentiels de prix ou de taux que les gérants jugent anormaux. Elles sont réputées être les approches les moins risquées. En pratique néanmoins, il est illusoire de croire que le risque est nul et dépend à nouveau de l'agressivité du gérant, du degré d'endettement, généralement important, afin de démultiplier les profits minimes générés par des différences de prix ou de cours, et de l'emploi d'autres instruments financiers. Enfin, ces fonds, souvent très peu corrélés au marché, sont sujets au risque de crédit, de taux d'intérêts et de liquidité des marchés. Parmi les types de stratégies répertoriées sous cette catégorie figure notamment l'arbitrage statistique, qui consiste à bénéficier des anomalies de cours détectées à partir de modèles statistiques.

Les stratégies événementielles (event-driven) exploitent des événements précis et particuliers de la vie des entreprises, comme les faillites, les fusions ou les acquisitions. Le plus connu des types de cette stratégie est l'arbitrage sur fusions et acquisitions qui consiste, en substance, à acquérir des titres de la société cible, dont le cours s'apprécie, et à vendre à découvert les titres de la société acquéreuse, dont le cours se déprécie. Ainsi, le gérant génère un gain sur les deux titres¹⁸. Le risque dépend du succès de l'opération et du moment auquel le gérant acquiert les titres ; plus il les achète tôt, plus les chances de profit seront élevées. Toutefois, le risque que la transaction envisagée n'aboutisse finalement pas ne peut être écarté, auquel cas le gérant comptabilisera probablement une perte. L'approche dite distressed consiste quant à elle à investir dans des sociétés en faillite ou en restructuration et à réaliser un profit à la revente.

Les stratégies directionnelles (market trend strategies) sont généralement les plus connues des investisseurs et les plus employées par les gérants. Elles regroupent des approches très différentes. Les stratégies macro visent à anticiper les données macroéconomiques, par

¹⁷ Rapport de la Securities Exchange Commission, Implications of Growth of Hedge Funds, septembre 2003, p. 343, qui fait état d'au moins 25 stratégies différentes.

¹⁸ A titre d'exemple, la récente acquisition de la compagnie aérienne KLM, dont le titre s'est apprécié de près de 0.36%, par la compagnie Air France, dont le titre a perdu 1.29%, en date du 16 octobre 2003.

exemple une dévaluation d'une monnaie, et à investir dans des positions long et short en fonction des pronostics du gérant, généralement en diversifiant les placements par classes d'actifs et sur les marchés du monde entier. Ces fonds sont caractérisés par un nombre restreint de positions importantes de sorte que la plus petite erreur peut rapidement conduire à des conséquences peu enviables. La stratégie long/short equity, la plus répandue parmi les gérants et historiquement la plus intéressante en terme de performance, consiste à adopter sur le marché des actions des positions long et short et ainsi profiter des hausses comme des baisses.

La diversité des stratégies provient donc du fait que, dans le secteur des hedge funds, tout le monde ne fait pas la même chose. Toutefois, s'il existe finalement autant de stratégies que de fonds alternatifs, le postulat de base posé par A. W. Jones en 1949 consistant à neutraliser le risque des marchés et créer de la valeur tout en préservant le capital demeure commun à tous les types de placements alternatifs.

Savoir dans quelle famille de stratégies se situe le gérant d'un fonds alternatif est donc important et permet une première évaluation du risque du placement. Toutefois, l'appartenance d'un fonds à l'une ou l'autre des stratégies ne permet pas encore de mesurer précisément le risque de l'investissement. D'abord parce que les prospectus des fonds alternatifs permettent généralement le libre choix des classes d'actifs, des marchés et des modalités de négoce voire même des stratégies suivies. Ensuite parce que chaque gérant adopte sa propre approche, plus ou moins agressive, et dont dépend finalement le risque réel. Afin de mesurer le risque, le calcul de l'exposition nette permet de connaître l'approche du gérant alors que le calcul de l'exposition brute permet de déterminer le risque du portefeuille par rapport au marché¹⁹. Il faut enfin savoir que les performances de certaines stratégies peuvent être cycliques : un fonds jouant les fusions et acquisitions dépend fortement du contexte économique, plus ou moins favorable à ce genre d'opération. Dès lors, il convient également d'apporter un soin particulier au style de gestion, le « strategy picking », soit le choix des meilleures stratégies du moment.

3. Fonds de placement étrangers

3.1 Définition légale et formes juridiques principales des fonds étrangers

Suivant les art. 3 al. 3 et 44 LFP, doit être considéré comme fonds étranger tout fonds constitué sur une base contractuelle ou corporative prévoyant le droit au rachat des parts des investisseurs.

A l'image d'un fonds de placement de droit suisse, un fonds étranger peut être constitué sur la base d'un contrat de placement collectif ou d'un contrat d'un autre type ayant les mêmes effets. La notion de contrat collectif de placement doit être interprétée selon le droit suisse de sorte que la qualification du fonds étranger dans sa juridiction d'origine n'est pas pertinente²⁰.

Plusieurs Etats européens connaissent la forme contractuelle de placement collectif. Comme en Suisse, ces fonds, généralement dénommés Fonds Communs de Placement, n'ont en principe pas de personnalité juridique propre ; ils sont gérés pour le compte des investisseurs

¹⁹ Voir Annexe II.

²⁰ Catrina Luchsinger Gähwiler, Der Vertrieb von Fondsanteilen, Zürich, Schulthess 2004, p.14ss.

et selon le principe de répartition des risques par une direction dotée de la personnalité juridique et dont le siège et l'administration centrale sont situés à l'étranger. Les Unit Trusts de droit anglo-saxon sont assimilés en Suisse à des fonds de placement constitués sur la base d'un « contrat d'un autre type ayant les mêmes effets »²¹.

Un fonds étranger peut en outre être constitué sous la forme d'une société dont le but social est la gestion collective des apports des investisseurs selon le principe de la répartition des risques. Sans égard à la forme juridique du fonds étranger, l'administration centrale ainsi que le siège doivent également se situer dans un même Etat étranger et l'investisseur doit pouvoir obtenir le remboursement de ses parts en tout temps.

La forme corporative tend à être la structure la plus employée par les fonds étrangers, à fortiori lorsqu'il s'agit de fonds de placement alternatifs. Généralement dotée de la personnalité juridique, l'investisseur devient alors actionnaire de la société et peut, selon les cas, acquérir, en plus des droits patrimoniaux, des droits sociaux. Les formes sociétaires sont variables et dépendent des différentes juridictions dont sont originaires les fonds.

Ainsi, au Luxembourg, les fonds sont en grande majorité constitués sous la forme d'une société anonyme d'investissement à capital variable (SICAV). Le capital de ces sociétés équivaut en tout temps à leurs actifs nets et permet donc en permanence l'entrée et la sortie des investisseurs, au contraire de la société d'investissement à capital fixe (SICAF), qu'elle soit française, luxembourgeoise ou belge, constituée également sous la forme d'une société anonyme voire d'une société en commandite. SICAV et SICAF ont toutes deux pour organes une Assemblée Générale, un Conseil d'administration et un organe de révision et suivent le même fonctionnement qu'une société dont le but statutaire serait la poursuite d'une entreprise commerciale ou industrielle. Le Conseil d'administration peut donc prendre lui-même les décisions d'investissement, auquel cas on parle de fonds autogéré, ou déléguer la gestion à des tiers gérants (managers) ou des conseillers en investissement (advisors).

Dans les juridictions offshore, comme les Iles Vierges Britanniques, les Iles Caïmans ou encore Guernesey, les fonds peuvent prendre la forme de limited partnerships ou de limited liability companies. Les investisseurs deviennent alors associés de ces structures. Pour le cas des limited partnerships, les associés fondateurs, les promoteurs du fonds, gardent une responsabilité illimitée alors que les investisseurs subséquents n'ont qu'une responsabilité limitée au montant de leur investissement. N'ayant pas de personnalité juridique propre, elles sont donc assimilables aux sociétés en commandite de droit suisse. Certaines peuvent ne poursuivre qu'un but d'investissement, d'autres peuvent parfois exploiter une entreprise en la forme commerciale ou industrielle, par exemple l'acquisition de biens immobiliers. Les fonds de placement alternatifs adoptent le plus souvent ces formes corporatives dans la mesure où la grande majorité de ces fonds sont constitués et enregistrés dans des juridictions offshore.

Enfin, l'art. 44 al. 2 LFP étend la définition de fonds de placement étranger à toute société ou autre forme de placement collectif lorsque ces entités sont soumises, dans leur pays d'origine, à une surveillance sur les fonds de placement. Ces entités, comme tout autre fonds étranger souhaitant être distribué en Suisse, doivent alors également se conformer à la législation suisse sur les fonds de placement.

²¹ Art. 44 al. 1 lit.a LFP.

3.2 Les closed-end funds

Selon l'art. 44 al.1 LFP, doit être considéré comme fonds étranger tout fonds qui, indépendamment de sa structure juridique, comporte un droit au rachat des parts. Le droit au rachat se définit comme la faculté pour l'investisseur de dénoncer son placement en tout temps et l'obligation pour le fonds de racheter les parts contre espèces²². Tout fonds autorisé à la distribution en Suisse doit donc, en principe, se conformer avec cette obligation. Certains fonds étrangers peuvent toutefois ne pas prévoir une évaluation quotidienne de la valeur de leurs investissements, auquel cas l'exception de l'art. 24 al.2 LFP leur est alors applicable par analogie. Il suffit que l'investisseur puisse demander le rachat de son investissement au moins quatre fois par année²³. On parle alors de fonds ouverts, ou open-end funds.

Cependant, certains fonds étrangers peuvent ne pas prévoir de droit au rachat et sont alors qualifiés de fonds fermés, ou closed-end funds.

Afin d'éviter que ces fonds fermés n'échappent à toute surveillance de la part de la CFB, ce qui présenterait un moyen trop simple de s'y soustraire pour les promoteurs de fonds, l'autorité de surveillance a considéré que l'art. 44 al.2 LFP assujettit les fonds qui n'offrent pas au moins quatre fois par an un droit au rachat dans la mesure où ils sont soumis à une surveillance sur les fonds de placement dans leur pays d'origine, comparable à celle en vigueur en Suisse²⁴.

Dès lors, sur la base de cette interprétation, la CFB différencie trois catégories de closed-end funds :

- i) Les closed-end funds soumis dans leur pays d'origine à une surveillance sur les fonds de placement comparable aux dispositions de la législation suisse. Quand bien même le droit au rachat est limité, ils peuvent se voir octroyer une autorisation de distribution en Suisse ;
- ii) Les closed-end funds soumis dans leur pays d'origine à une surveillance sur les fonds de placement qui n'est pas comparable aux dispositions de la législation suisse. Partant, ces fonds ne peuvent être qualifiés de fonds étrangers au sens du droit suisse. Ils ne peuvent donc pas être librement distribués en Suisse ;
- iii) Les closed-end funds qui ne sont pas soumis à une surveillance sur les fonds de placement dans leur pays d'origine. Ceux-ci ne peuvent être qualifiés de fonds étrangers au sens du droit suisse. Par conséquent, ils ne sont pas assujettis à la législation suisse sur les fonds de placement et peuvent être librement distribués en Suisse sans qu'aucune autorisation ne soit nécessaire. Toutefois, conformément à l'art. 5 LFP, ces produits ne peuvent être commercialisés avec une référence dans leur dénomination aux fonds de placement afin de ne pas induire en erreur les investisseurs quant à la nature du véhicule de placement, à la protection et à la surveillance y afférente. On en déduit donc que, s'ils comportent une référence aux fonds de placement, ces produits ne sauraient être distribués librement en Suisse sans se conformer aux dispositions de la LFP. Au surplus, la CFB se réserve la faculté de soumettre à la législation suisse sur les fonds de placement ces portefeuilles si les

²² Art. 24 al.1 LFP. Les articles 25 al.1 et 41 al.2 LFP prévoient une exception pour les fonds hypothécaires et immobiliers.

²³ Art. 25 OFP ; rapport de gestion CFB 1996, 189.

²⁴ Rapport de gestion CFB 1996, 189. La CFB tient une liste de pays dans lesquels la surveillance est jugée comparable. En 2003, cette liste comportait les pays membres de l'EEE, les Etats-Unis ainsi que Jersey et Guernesey : rapport de gestion CFB 2003, 87.

investisseurs ne sont pas en mesure de défendre eux-mêmes leurs intérêts, en particulier lorsque ceux-ci sont privés de droits sociaux²⁵. Cette extension du champ d'application de la législation sur les fonds de placement se justifie, selon la CFB, à la lumière de la protection des investisseurs. Ceux-ci n'étant pas en mesure de défendre leurs intérêts, la CFB estime approprié de soumettre ces produits au respect de règles minimales permettant ainsi une protection des investisseurs.

Il faut donc constater que la définition du fonds de placement étranger est sans commune mesure à la définition que donne l'art. 2 LFP du fonds de placement suisse, ceci au nom de la protection des investisseurs. Un fonds de placement étranger échappera donc difficilement à la surveillance et à l'examen de la CFB, à moins qu'il ne renonce à faire appel au public pour sa commercialisation en Suisse.

Il faut encore ici relever que les sociétés suisses d'investissement ne sont pas soumises à la législation sur les fonds de placement²⁶. Toutefois, lorsqu'elles n'ont d'autre but que l'acquisition de parts de fonds de placement qui ne sauraient être distribués en Suisse et qu'elles investissent dans moins de cinq fonds de placement étrangers, ces sociétés sont alors assujetties aux dispositions de la loi sur les fonds de placement et à la surveillance de la CFB, qui estime qu'il s'agit alors d'un détournement manifeste de la loi²⁷.

En matière de fonds de placement alternatifs, beaucoup d'entre eux sont constitués dans des juridictions offshore pour des motifs fiscaux, des régimes juridiques favorables et libéraux en matière de règles d'investissement, de faibles coûts opérationnels et des procédures simples et rapides. Dès lors que la plupart de ces fonds ne sont pas soumis à une surveillance comparable aux dispositions suisses en matière de fonds de placement, la grande majorité des fonds alternatifs ne peuvent être publiquement commercialisés en Suisse²⁸.

Dès lors, la forme de fonds alternatifs la plus fréquemment adoptée pour une commercialisation en Suisse, que le fonds soit d'ailleurs suisse ou étranger, est la structure du fonds de fonds (fund of hedge funds). Il s'agit d'un fonds de placement, le fonds principal, qui, plutôt que de gérer directement les apports des investisseurs selon une politique de placement alternative, place sa fortune dans d'autres fonds de placement, les fonds secondaires, sélectionnés par la direction du fonds de placement et dont le style de gestion suivi correspond à un fonds alternatif. Ces fonds secondaires peuvent être des fonds suisses ou étrangers, open-end ou closed-end ; un fonds de fonds peut en outre investir dans des fonds secondaires qui, individuellement, ne sauraient être admis à la commercialisation en Suisse, notamment en raison d'un défaut de surveillance. La CFB exige toutefois que les fonds fermés dans lesquels un fonds de fonds investit soient cotés en bourse ou traités sur un autre marché réglementé²⁹. Exceptionnellement, il peut être dérogé à ce principe³⁰. En combinant ainsi divers fonds alternatifs, le gérant d'un fonds de fonds répartit les risques sur une sélection de fonds à des

²⁵ Art. 2 al.3 OFP; Catrina Luchsinger Gähwiler, *Der Vertrieb von Fondsanteilen*, Zürich, Schulthess 2004, p.17ss illustrant la pratique non publiée de la CFB en la matière.

²⁶ Art. 3 al.2 LFP.

²⁷ Rapport de gestion CFB 1996, 194 et rapport de gestion CFB 1997, 256.

²⁸ Rapport de gestion CFB 1996, 193.

²⁹ Rapport de gestion CFB 1996, p. 199 : la CFB définit la notion de marché réglementé comme autorisant un commerce régulier, quotidien, permettant de passer au moins à heures fixes des ordres d'achat et/ou de vente, sur lequel la formation des prix est transparente et peut être reconstituée par des tiers, assorti de sanctions si les règles de formation des prix ne sont pas respectées, reconnu par une organisation d'autorégulation ou par une autorité et instituant un règlement des transactions par un office de clearing reconnu.

³⁰ Voir chiffre 5.4 ci-dessous.

fins de diversification. Il peut ainsi mélanger des stratégies et des types d'actifs afin de dégager des performances plus régulières que chacun des fonds secondaires pris individuellement. La diversification est donc le principal motif pour investir dans un fund of hedge funds plutôt que dans un seul hedge fund et permet de considérablement amoindrir le risque lié au gestionnaire. Certains fonds de fonds peuvent néanmoins se concentrer sur un style particulier, un secteur économique ou une zone géographique bien précise tout en maintenant une répartition des risques grâce à la diversification de leurs placements. Les gérants de fonds de fonds doivent donc identifier les fonds les plus attractifs pour leurs investisseurs et, grâce à leurs relations, leur permettre parfois d'accéder à certains fonds fermés auxquels un petit investisseur ne pourrait accéder. Au surplus, la structure des fonds de fonds constitue généralement l'investissement préféré de nombreux investisseurs, en particulier institutionnels, sur le marché de la gestion alternative.

3.3 Qualification des fonds de placement alternatifs étrangers en droit suisse

A l'instar de nombreux ordres juridiques, la législation suisse sur les fonds de placement ne connaît pas de définition des fonds de placement alternatifs³¹. En Suisse, le législateur a choisi d'appréhender les fonds de placement, suisses ou étrangers d'ailleurs, non pas en fonction de leur style d'investissement mais en se fondant sur l'analyse des risques que présente, pour les investisseurs, leur politique d'investissement. Le législateur suisse a ainsi identifié trois catégories de fonds en fonction du risque qu'ils présentent: les fonds en valeurs mobilières (art. 32ss LFP), les fonds immobiliers (art. 36 LFP) et les autres fonds (art. 35 LFP). Tout fonds étranger assujéti à la législation suisse en la matière est nécessairement attribué à l'une ou l'autre de ces catégories³².

Les fonds en valeurs mobilières représentent la catégorie des fonds traditionnels par excellence. A cette première catégorie appartiennent en particulier les fonds de placement créés sous le droit européen et qui répondent aux règles d'investissement dictées par la directive européenne sur les OPCVM. Ils investissent dans des papiers valeurs ou d'autres droits incorporés, émis en grand nombre et négociés sur un marché réglementé et ouvert au public³³. En définitive, ces fonds ne font pas courir aux investisseurs d'autres risques que ceux liés aux seuls mouvements des marchés dans lesquels ils sont investis: le risque de perte n'est pas aggravé par l'emploi de techniques particulières telles que les emprunts de liquidités tierces, les ventes à découvert ou le recours aux produits dérivés dans un but d'investissement, alors que le risque du marché est réduit par des exigences légales de diversification des placements, de surcroît traités sur des marchés publics soumis à surveillance et disposant d'une liquidité suffisante.

La seconde catégorie des fonds aisément identifiable est celle des fonds immobiliers. Contrairement aux fonds en valeurs mobilières, ces fonds présentent des risques différents en

³¹ Le droit européen ne connaît pas de définition des fonds alternatifs ; voir également à ce sujet le rapport de la SEC, Implications of the Growth of the Hedge Funds, septembre 2003, p.3.

³² Dans le cas des fonds à compartiments multiples, le fonds dans son entier est catégorisé en fonction de la politique des ses segments la plus risquée.

³³ Art. 32 LFP ; en matière de fonds en valeurs mobilières, afin de satisfaire à nouveau à la compatibilité, prévue par l'art. 43 al.3 LFP, avec les dispositions de la directive européenne 85/611/CEE modifiée par les directives 2001/107/CE et 2001/108/CE, le Conseil fédéral a révisé l'OFP, entrée en vigueur le 1^{er} août 2004 : RO 2004, 3535 ; il s'agit d'un alignement sans marge de manœuvre. La révision de l'OFP-CFB est attendue dans le courant de l'automne 2004 alors que le projet de nouvelle loi sur les placements collectifs de capitaux ne devrait pas être adopté avant 2006.

raison des biens dans lesquels ils investissent, à savoir diverses valeurs immobilières, principalement des immeubles et leurs accessoires, y compris des terrains, des participations dans des sociétés immobilières ou des parts de copropriété. Ces fonds doivent également détenir de par la loi des liquidités et des valeurs mobilières à court terme³⁴.

Le troisième groupe rassemble enfin les fonds qui ne peuvent être attribués à aucune des deux autres catégories précitées, soit en raison des biens dans lesquels ils investissent, soit en raison des règles d'investissement plus libérales qui gouvernent leur politique de placement qui ne peuvent être comparées à celles d'un fonds en valeurs mobilières et qui permettent une plus grande tolérance du risque³⁵. Cette catégorie résiduelle de fonds de placement regroupe par conséquent toutes les structures et politiques d'investissement innovantes telles que les fonds hypothécaires ou les fonds alternatifs. La Suisse légifère de manière autonome en matière « d'autres fonds ».

Vu la grande variété de fonds qu'englobe la catégorie des « autres fonds », cette dénomination ne permet toutefois pas encore de donner d'indication précise sur les caractéristiques des fonds et leur exposition, au demeurant fort variable, aux risques qu'ils peuvent présenter pour les investisseurs. Pour cette raison, le législateur a imaginé deux sous-catégories, à savoir les autres fonds aux risques comparables aux fonds en valeurs mobilières³⁶ et les fonds avec un risque particulier³⁷. Cette distinction résulte également de l'analyse des risques que présentent les autres fonds. Par conséquent, s'il est vrai que les autres fonds sont susceptibles de présenter plus de risques que les fonds en valeurs mobilières, tout autre fonds ne présente pas pour autant des risques particuliers au sens du droit suisse. La classification d'un autre fonds dans l'une ou l'autre des sous-catégories présente une grande importance pratique puisque la loi attache de nombreuses obligations supplémentaires pour les fonds à risque particulier, que les promoteurs de fonds de placement préfèrent éviter.

Ni la loi ni l'ordonnance sur les fonds de placement ne définissent la notion de fonds à risques particuliers³⁸. Il n'existe pas non plus de jurisprudence du Tribunal Fédéral sur ce point, le recours de droit administratif étant toutefois ouvert. C'est donc à l'autorité de surveillance d'examiner de cas en cas si, par rapport à un fonds de placement en valeurs mobilières, le fonds doit être qualifié de fonds présentant des risques particuliers en concentrant son analyse sur le risque global que représente un placement dans le fonds envisagé. La CFB fonde donc son appréciation sur la qualité des placements, les techniques de gestion autorisées par le prospectus du fonds mais fait par contre abstraction du risque de marché. La CFB, qui de son propre aveu a souvent été confrontée à de « délicats problèmes de délimitation », s'est limitée à formuler, sur la base d'une casuistique et « de manière volontairement vague », les quelques principes suivants³⁹ :

Les autres fonds sans risque particulier sont les cas normaux alors que les fonds avec un risque particulier doivent rester l'exception. Lorsque la CFB constate que la politique d'investissement du fonds permet une répartition limitée des risques, par exemple en

³⁴ Art. 36 LFP et 46 OFP.

³⁵ A titre exemplatif, l'art. 35 al. 3 LFP stipule que les autres fonds de placement peuvent investir en métaux précieux, en produits de base (commodities), contrats à terme, options, parts de fonds de placement et dans d'autres droits. L'art. 43 OFP exclut toutefois l'investissement en matières premières.

³⁶ Art. 35 al.2 LFP.

³⁷ Art. 35 al.6 LFP.

³⁸ L'art. 35 al.6 LFP se limite à constater qu'un risque particulier n'est « pas comparable avec le risque lié aux fonds en valeurs mobilières ».

³⁹ Rapport de gestion CFB 1996, 192.

concentrant les risques sur un nombre restreint de titres ou prévoit d'investir dans des marchés dont l'accès est limité ou dont l'évaluation est difficile ou sujets à une forte volatilité⁴⁰, elle ne peut d'emblée décider que le fonds présente des risques particuliers : même le cumul de ces conditions ne constitue qu'un indice laissant penser que le fonds pourrait présenter des risques supérieurs mais ne suffisent pas à elles seules pour affirmer que tel est réellement le cas. De même, l'emploi de techniques de placement particulières⁴¹, par exemple le recours aux ventes à découvert ou à l'effet de levier par le biais d'emprunts ou de produits dérivés sur une partie du portefeuille, ne permet pas non plus de conclure d'emblée à la qualification à risque accru du fonds. La décision finale doit dépendre de l'appréciation globale des risques que représente un investissement dans le fonds considéré. Seulement s'il apparaît qu'un cumul extraordinaire de risques est susceptible de se produire, en particulier lorsque plusieurs conditions mentionnées aux art. 35 al.2 LFP et 42 OFP sont remplies dans une large mesure, alors la CFB admettra que le fonds doit être qualifié d'autre fonds avec un risque particulier.

Ainsi, la part importante que peuvent représenter quelques valeurs dans la composition du portefeuille d'un fonds conduit certes rapidement à de gros risques mais ne suffit pas à qualifier un fonds à risques accrus. Par exemple, un fonds de placement qui permettrait une concentration des risques dans quatre valeurs excédant 20% dans la composition de l'indice SMI ne suffit pas à faire du fonds un autre fonds à risque particulier, bien qu'il puisse conduire rapidement à des risques conséquents. A ce sujet, la CFB n'a pas déterminé le nombre minimal de titres qui doivent être détenus par un fonds afin de satisfaire à une répartition des risques suffisante. L'examen de cette autorité portera de cas en cas sur la qualité des placements et leur exposition au risque. Un fonds de placement investissant dans des pays en voie de développement et nouvellement ouverts aux capitaux étrangers n'en fait pas non plus un fonds à risque particulier. Au contraire, un fonds ayant recours à des emprunts et des ventes à découvert, investissant de surcroît dans des titres de marchés émergents, devrait clairement être attribué à la catégorie des fonds à risque particulier puisque les techniques employées peuvent potentiellement conduire à la faillite du fonds et que ce dernier se concentre sur des marchés généralement soumis à une forte volatilité ou à une évaluation difficile des titres, parfois illiquides.

Appliquant ces principes aux fonds alternatifs étrangers, la CFB considère que ces derniers, lorsqu'ils sont soumis à la législation suisse, doivent toujours être qualifiés d'autres fonds de placement présentant un risque particulier, au sens de l'art. 35 al.6 LFP, au vu des techniques de gestion auxquelles peuvent recourir leurs gérants et qui, potentiellement, peuvent conduire un fonds alternatif à subir de lourdes pertes, voire essuyer une perte totale⁴². Les fonds de fonds alternatifs, même s'ils n'investissent pas directement de manière alternative, sont également toujours considérés comme des fonds à risques particuliers en raison des fonds secondaires dans lesquels les actifs du fonds principal sont placés et qui, eux, investissent directement selon une politique alternative.

Toutefois, plusieurs voix se sont élevées contre la qualification des fonds alternatifs en tant que fonds à risque particulier par la CFB. Ainsi, plusieurs économistes se sont emparés de la controverse naissante relative au risque encouru par un placement dans un véhicule alternatif. Une tendance récente de la doctrine tend à démontrer que ce mode de gestion ne présente pas plus de risque que la gestion traditionnelle axée sur un benchmark, à savoir l'acquisition de titres sans évaluation active du risque et sans constituer de provision contre le risque de

⁴⁰ Art. 35 al.2 LFP.

⁴¹ Art. 42 OFP.

⁴² Rapport de gestion CFB 1996, 193ss.

baisse, jugée au passage désuète, et comparée à une voiture sans frein. Autrement dit, un véhicule risqué, inadapté au terrain dans lequel il évolue⁴³ ! Et d'ajouter que le fait d'investir dans des produits dérivés et de recourir à des liquidités de tiers ne fait pas de ces fonds des instruments spéculatifs ; les hedge funds recourent à ces techniques non pour atteindre des rendements irréalistes mais pour protéger leur portefeuille contre les risques de change et des marchés susceptibles d'affecter leurs investissements. D'autres indices plaident en faveur d'une meilleure considération de la gestion alternative. Il faut d'abord constater que la jeune industrie, qui n'a finalement qu'une cinquantaine d'années, a tiré les conséquences de ses erreurs de jeunesse. En cela, il semble acquis qu'il y a un avant et un après LTCM. Les excentricités du passé, comme par exemple le recours à des emprunts supérieurs à trente fois ses fonds propres, n'ont aujourd'hui plus cours. Un gérant de fonds alternatif, pour rester crédible, sait qu'il n'a guère de chance de vendre son fonds s'il recourt à un effet de levier trop important ou ne propose pas une liquidité suffisante à ses investisseurs. De plus, l'alignement des intérêts des gérants, personnellement investis dans leurs fonds, sur ceux des investisseurs a également conduit à une rationalisation de ce style de gestion. Les exigences du marché, principalement sous l'impulsion des sélectionneurs de fonds, des gérants de fonds de fonds et des clients institutionnels, et non des autorités de surveillance, ont donc largement contribué à une amélioration de la transparence des fonds alternatifs. Autre signe de l'évolution des mentalités, l'Association Suisse des Banquiers (ci-après « l'ASB ») considère comme une opération bancaire ordinaire le placement de parts de fonds of hedge funds, pour peu qu'ils justifient d'une liquidité et d'une diversification des risques suffisantes, dans les portefeuilles de clients gérés⁴⁴.

Néanmoins, aussi longtemps que l'approche du législateur et la pratique désormais bien établie de la CFB consisteront à évaluer le risque global résultant de l'emploi de techniques de gestion en faisant abstraction totale du risque du marché, il paraît difficile de contester la pratique de la CFB consistant à appréhender ces fonds à la lumière de l'art. 35 al.6 LFP. Ce qui, peut-être, explique la raison pour laquelle le Tribunal Fédéral n'a jamais eu à se prononcer à ce sujet.

4. Autorisation de distribuer

4.1 Nature et but de l'autorisation

Le but de cette autorisation se confond avec celui de la LFP, clairement évoqué à son article premier : la protection des investisseurs. La loi s'efforce de poursuivre ce but par la recherche d'une transparence accrue des fonds de placement, par l'obligation de respecter des règles organisationnelles et de placement minimales et par un renforcement des droits des investisseurs : droit de dénoncer en tout temps le contrat de placement collectif⁴⁵, droit de

⁴³ Alexandre Ineichen, *Absolute Returns, Risks and Opportunities of Hedge Funds Investing*, New York, John Wiley & Sons, 2003.

⁴⁴ Directives de l'ASB concernant le mandat de gestion de fortune du 18 septembre 2003, chiffre 12.

⁴⁵ Le contrat de placement collectif est un contrat innomé ; il n'est donc pas soumis en plein aux dispositions du mandat, l'investisseur ne pouvant donner d'instructions à la direction du fonds. En outre, le droit de dénoncer le contrat est limité dans les fonds immobiliers (art. 24 al.1 LFP) ou investissant dans des marchés dont l'accès est limité ou dont l'évaluation est difficile (art. 25 OFP) ; il est exclu dans les fonds hypothécaires (art. 41 al.2 LFP).

soustraction en cas de faillite du fonds, droit à l'information ou droit à l'exécution du contrat par exemple⁴⁶.

La protection des investisseurs doit se limiter à « prévenir l'utilisation abusive qui pourrait être faite des capitaux publics » tout en limitant le moins possible la liberté des différents acteurs économiques⁴⁷. La législation sur les fonds de placement comporte ainsi différentes dispositions relatives à la qualité des placements, en particulier des règles de diversification, mais n'a pas pour but de garantir que les placements des fonds assurent une performance bénéficiaire comme le soutient un auteur⁴⁸. La notion d'intérêt public ne saurait imposer une telle conception de la protection des investisseurs. Au demeurant, on voit mal comment cette approche pourrait être concrétisée et chaque investisseur responsable doit être conscient que tout placement comporte un risque.

Selon le Conseil Fédéral, ce besoin de protection s'est fait d'autant plus sentir ces dernières années en raison de la volatilité accrue des marchés, de l'élargissement des possibilités d'investissements et des produits financiers mais aussi en raison de la complexité de certaines politiques de placement poursuivies par quelques fonds de placement, alors que dans le même temps les investisseurs n'ont en principe aucun contrôle sur les actes de gestion de la direction des fonds de placement⁴⁹. Aussi, certains fonds, lorsqu'ils présentent des risques particuliers, doivent respecter des prescriptions supplémentaires en matière de protection des investisseurs. Tel est notamment le cas des fonds alternatifs.

L'autorité compétente pour délivrer cette autorisation est la CFB⁵⁰. C'est elle qui est par conséquent chargée de vérifier si le fonds étranger considéré répond dans un premier temps à la définition du fonds de placement étranger au sens du droit suisse et, dans un deuxième temps, s'il répond aux conditions légales de commercialisation en Suisse.

A l'issue de son examen, la CFB rend une décision administrative susceptible d'un recours de droit administratif au Tribunal Fédéral⁵¹. L'autorité de surveillance exerce donc une tâche de police économique ; sa surveillance a pour but de vérifier que le règlement des fonds étrangers est compatible avec les exigences minimales en vigueur en Suisse. Elle n'a toutefois aucun pouvoir de décider en opportunité, afin de l'empêcher d'intervenir dans la gestion des fonds de placement ou d'intervenir dans un but de régulation du marché des fonds de placement en Suisse⁵². Par conséquent, l'autorité se limite à constater qu'aucun obstacle légal ne s'oppose au droit d'exercer une activité de distribution de parts de fonds de placement en Suisse et rend de ce fait une décision déclarative⁵³. Son autorisation préalable est toutefois nécessaire à l'exercice de cette activité, sous peine de sanctions pénales⁵⁴. Elle crée par ailleurs un régime de durée illimitée.

Lorsque la CFB constate qu'un fonds étranger ne remplit pas ou plus les conditions légales, elle peut, dans les cas les plus graves, révoquer sa décision ou, conformément au principe de

⁴⁶ Art. 23ss LFP.

⁴⁷ Feuille Fédérale 1993, I, 232.

⁴⁸ Ralph Stalder, *Europäisches Investmentrecht und das Schweizerisches Anlagefondsgesetz*, Zürich, 1990, p.280.

⁴⁹ Feuille Fédérale 1993 I 189.

⁵⁰ Art. 56 LFP.

⁵¹ Art. 62 al.2 LFP.

⁵² Art. 56 al.3 LFP.

⁵³ Moor, *Droit administratif*, Berne, 1991, volume II, p. 108ss.

⁵⁴ Art. 69 al.1 let. a LFP.

proportionnalité, faire usage d'un éventail de mesures visant à permettre la distribution tout en assurant une protection suffisante aux investisseurs suisses. La CFB peut ainsi requérir du représentant en Suisse de rétablir la légalité au regard des dispositions suisses et de fournir, si nécessaire, des sûretés lorsque les droits des investisseurs paraissent menacés⁵⁵.

L'art. 45 LFP soumet à autorisation la distribution en Suisse de parts de fonds de placement étrangers, sans égard quant à leur forme juridique ou à leur stratégie d'investissement. Celle-ci est octroyée lorsque les fonds de placement étrangers offrent des garanties en matière de protection des investisseurs comparables aux exigences suisses. L'autorité de surveillance doit s'assurer que seuls puissent être distribués des fonds de placement qui, d'une part, sont soumis à une surveillance adéquate dans leur pays d'origine et qui, d'autre part, bénéficient d'une organisation et d'une politique d'investissement similaires à la conception suisse. A ce titre, il n'est plus nécessaire, comme par le passé, que la surveillance, l'organisation et la politique de placement des fonds étrangers soient identiques à celles pratiquées en Suisse ; il suffit qu'elles soient jugées comparables à celles des fonds suisses par la CFB. La délivrance d'une telle autorisation doit donc garantir aux investisseurs suisses que les fonds étrangers qui sont librement commercialisés en Suisse, et qui font donc appel à des capitaux publics, offrent un standard de protection équivalent à celui exigé en Suisse, au regard des normes de la législation helvétique sur les fonds de placement.

Seuls les fonds de placement étrangers souhaitant faire appel aux capitaux publics sont soumis à l'obligation d'obtenir une autorisation préalable à leur distribution sur le marché suisse. A défaut de cette autorisation, un fonds de placement étranger ne saurait faire appel au public. Partant, aucune information concernant un tel fonds ne peut être publiée en Suisse. Sa commercialisation relève alors de la confidentialité et n'est réalisée que par l'intermédiaire d'un réseau d'établissements financiers désireux de placer de manière discrétionnaire des parts du fonds dans des portefeuilles de clients gérés. Tel est notamment le cas du marché des fonds de placement alternatifs puisque, selon les estimations, près de 7'000 fonds constituent l'offre en la matière alors que seule une septantaine de ces fonds sont autorisés en Suisse.

4.2 L'appel au public

L'appel au public constitue l'un des éléments essentiels de la définition des fonds de placement suisses, qui sont donc toujours autorisés à faire appel au public⁵⁶. De leur côté, les fonds étrangers ayant préalablement obtenu une autorisation de distribution en Suisse, de même que leur distributeur, peuvent également faire appel au public en Suisse⁵⁷.

Jusqu'au 1^{er} janvier 2001, date de l'entrée en vigueur de l'art. 1a OFP, la CFB fondait la condition d'assujettissement à l'obligation de requérir une autorisation au sens des art. 22 et 45 LFP sur la notion de distribution professionnelle ; elle considérait que tel était le cas lorsque le distributeur percevait une rémunération, soit directement, soit indirectement sous forme de rétrocessions ou tout autre avantage économique de la part du fonds de placement étranger, de sa direction ou de toute autre entité liée au fonds. Par conséquent, n'agissait pas à titre

⁵⁵ Art. 57 et 58 LFP.

⁵⁶ Art. 2 LFP. Seules les directions de fonds peuvent administrer des fonds en Suisse de sorte que l'autorisation est toujours nécessaire, indépendamment du fait de savoir s'il y a appel au public ou non.

⁵⁷ Art. 22 et 45 LFP.

professionnel celui qui ne tirait aucun avantage patrimonial de son activité de distribution. Dans ce dernier cas, le distributeur était dispensé de l'obligation de requérir une autorisation⁵⁸.

Depuis le 1^{er} janvier 2001, l'appel au public est le critère déterminant pour établir s'il y a distribution et si une autorisation doit être requise, d'une part par le fonds de placement, d'autre part par son distributeur⁵⁹. La notion d'appel au public revêt donc une importance fondamentale dans la législation sur les fonds de placement en tant qu'elle concerne les fonds étrangers. La CFB a récemment édicté une circulaire dont le but est de définir et concrétiser les termes d'appel au public et qui codifie sa pratique en la matière (ci-après la « circulaire »)⁶⁰.

La notion d'appel doit être interprétée de manière très large et comprend tous les moyens de publicité, de toute nature, qui servent à souscrire à des parts de fonds, soit directement, soit indirectement. La circulaire dresse ainsi une liste exemplative de moyens de publicité tel que des listes de recommandation adressées à la clientèle, la mise à disposition de simples documents informatifs à l'attention de clients, même potentiels, des road shows, toute forme de commerce électronique et autres publications de cours⁶¹. Au surplus, la CFB présume l'existence d'un appel lorsqu'un matériel de publicité est envoyé à un investisseur potentiel.

La notion de public comprend un élément quantitatif et qualitatif. Ces deux conditions doivent être réalisées pour que l'existence d'un appel au public soit reconnue.

L'élément quantitatif implique que l'appel relatif aux fonds de placement étrangers en Suisse doit s'adresser à au moins 20 personnes, durant la période d'un exercice annuel⁶². En tant qu'ils concernent un fonds de placement, l'ensemble des appels effectués par différentes personnes en Suisse doit être pris en compte pour déterminer si l'élément quantitatif est réalisé. Peu importe également si les personnes contactées ont effectivement souscrit aux fonds pour lesquels elles ont été sollicitées.

L'élément qualitatif suppose l'absence de relation qualifiée entre le distributeur et les personnes auxquelles un fonds est proposé. Par relation qualifiée, on entend en particulier l'existence d'un mandat de gestion. Les relations avec les investisseurs institutionnels constituent également une relation qualifiée au sens de la circulaire. La pratique de la CFB notamment pourra étendre et préciser les autres cas dans lesquels une relation qualifiée doit être reconnue.

Lorsque ces deux conditions sont vérifiées, il y a donc appel au public au sens des art. 22 et 45 LFP et 1a OFP. Par conséquent, une autorisation doit être requise auprès de la CFB afin de

⁵⁸ Rapport de gestion CFB 1995,174. La CFB avait toutefois pour pratique de ne pas soumettre à autorisation la distribution par leurs promoteurs de fonds de placement étrangers auprès de leurs clients gérés même lorsque les promoteurs percevaient une rémunération.

⁵⁹ Art. 1a OFP.

⁶⁰ Circulaire 03/1 de la Commission fédérale des banques, appel au public au sens de la législation sur les fonds de placement du 28 mai 2003.

⁶¹ Rapport de gestion CFB 1996, 202 : la CFB a toutefois estimé que la publication de cours de fonds non autorisés à la distribution en Suisse peut être admise dans les médias, en particulier électroniques, lorsque ces derniers ne s'adressent qu'à un cercle restreint d'investisseurs professionnels. A notre sens, cette pratique demeure inchangée depuis l'entrée en vigueur de la circulaire sur l'appel au public de la CFB.

⁶² Cette exigence de contacter 20 personnes au moins trouve son origine dans la jurisprudence du Tribunal Fédéral : ATF 107 Ib 358 ; voir aussi art. 3a al. 2 Ordonnance sur les banques et les caisses d'épargne du 17 mai 1972, RS 952.02 et RO 1972, 832 et 1916 et la circulaire CFB 98/2, Commentaires du terme de négociant en valeurs mobilières, chiffre marginal 49.

distribuer les parts du fonds étranger en Suisse. Le distributeur du fonds doit également obtenir cette autorisation afin de pouvoir exercer son activité de distributeur.

4.3 Exemption de l'obligation d'obtenir une autorisation pour la distribution de fonds de placement étrangers

La CFB précise, dans sa circulaire, les exceptions suivantes dans lesquelles l'absence d'appel au public doit être admise; partant, aucune autorisation de cette autorité n'est requise :

i) La distribution de parts de fonds de placement étrangers à des investisseurs institutionnels dont la trésorerie est gérée à titre professionnel n'est pas constitutive d'un appel au public, l'élément qualitatif de la définition de public faisant défaut en l'espèce, pour autant qu'elle ne vise exclusivement que des investisseurs institutionnels et que l'appel soit effectué par des moyens de publicité propres aux marchés institutionnels, typiquement des « road shows ». La circulaire précise que répondent à la définition d'investisseur institutionnel, outre les banques, assurances, directions de fonds de placement, négociants en valeurs mobilières, caisses de pension et corporation de droit public, toutes les entreprises industrielles et commerciales dont la trésorerie est gérée à titre professionnel, à savoir lorsque la gestion de leur patrimoine est confiée à une personne au moins, expérimentée et disposant des compétences comptables suffisantes.

Au surplus, il convient de relever que les gérants de fortune indépendants ainsi que les clients fortunés sont expressément exclus de la définition d'investisseurs institutionnels par la circulaire.

ii) Le placement de parts de fonds non autorisés à la distribution en Suisse dans le cadre d'un mandat de gestion ne constitue pas non plus un appel au public. A nouveau, l'élément qualitatif de la notion de public n'est pas satisfait puisqu'une relation qualifiée existe entre le distributeur et la personne à qui le fonds étranger est distribué, reposant sur la base d'un contrat de gestion discrétionnaire, écrit et rémunéré, conforme aux directives de l'ASB sur le mandat de gestion de fortune ou à d'autres directives équivalentes. Les ordres de souscription sont donc passés par le gérant pour le compte de son client.

iii) Le placement de parts ou les renseignements relatifs à des fonds non admis à la commercialisation en Suisse en faveur de personnes agissant de leur propre initiative ne sont pas constitutifs d'un appel au public puisque aucune sollicitation n'a été effectuée auprès de ces personnes.

Au surplus, des règles particulières, prenant en compte notamment le caractère universel d'Internet, prévalent pour les formes de e-commerce et la présentation de fonds de placement étrangers par le biais de ce média⁶³. En substance, un site Internet constitue en principe un appel au public de sorte que seuls des fonds autorisés peuvent y être présentés. Il n'y a toutefois pas d'appel au public en Suisse lorsque la proposition à des investisseurs ayant leur siège ou leur domicile dans ce pays est expressément exclue par un disclaimer ou lorsque le site contient une restriction d'accès permettant de vérifier le siège ou le domicile de l'utilisateur. Enfin, un disclaimer général selon lequel un site Internet ne constitue pas un appel au public

⁶³ Chiffres marginaux 20ss de la circulaire03/1 de la Commission fédérale des banques, appel au public au sens de la législation sur les fonds de placement du 28 mai 2003.

dans les pays dans lesquels la distribution des fonds n'est pas autorisée ne suffit plus : les règles de chaque pays à ce sujet doivent être prises en compte.

En définitive, cette circulaire apporte une sécurité juridique bienvenue quant à la question de savoir quand la distribution de fonds de placement étrangers est soumise à autorisation. Elle codifie la pratique de la CFB en matière d'interprétation de la notion d'appel au public, en particulier concernant l'usage d'Internet. Elle laisse toutefois subsister quelques difficultés, liées notamment à l'activité de conseil en placement puisque les intermédiaires financiers en Suisse ne peuvent plus que recommander à leurs clients des fonds de placement suisses ou étrangers autorisés à la commercialisation en Suisse. Ce qui, dans le cadre du conseil portant sur des fonds alternatifs, pose une difficulté majeure puisque la quasi-totalité de ces fonds ne sont ou ne peuvent être autorisés à la commercialisation en Suisse. Il en va de même dans les relations entre les banques et les gérants de fortune indépendants qui, faute de base légale, n'ont pas été qualifiés de clients institutionnels.

4.4 Autorisation du distributeur

Selon l'art. 22 LFP, une autorisation doit également être obtenue en tant que distributeur de fonds de placement, suisses ou étrangers. Cette autorisation est nécessaire pour la proposition directe de même que pour la distribution indirecte de fonds de placement, en particulier par le biais de comptes gérés de fonds de placement, technique de gestion s'approchant de la stratégie d'un fonds de fonds et consistant à sélectionner les meilleurs fonds de placement pour en acquérir des parts. La CFB souhaite ainsi mettre un terme à la pratique de nombreux intermédiaires financiers qui, plutôt que de demander une autorisation, proposaient ce type de gestion à leur clientèle. Selon la CFB, le but de protection des investisseurs ordonne de traiter de la même manière la distribution directe et indirecte. Toutefois, les gérants n'ont pas besoin de demander cette autorisation lorsqu'il existe avec leur clientèle un mandat de gestion, écrit et rémunéré, conforme aux directives de l'ASB sur le mandat de gestion ou d'autres directives équivalentes, sur la base duquel les ordres sont passés pour le compte des clients. La circulaire prévoit pour le surplus que les distributeurs d'assurance vie liées à des fonds de placement, de même que les distributeurs de fonds destinés exclusivement aux investisseurs institutionnels dont la trésorerie est gérée à titre professionnel ne sont pas soumis à l'obligation de requérir une autorisation en tant que distributeur.

Une fois accordée, l'autorisation délivrée permet au distributeur, qu'il s'agisse d'une personne morale ou physique, de commercialiser un nombre indéterminé de fonds de placement en Suisse. Par ailleurs, pour bénéficier de cette autorisation, le distributeur doit justifier d'une formation spécialisée et d'une expérience professionnelle de plusieurs années en matière financière⁶⁴. L'autorisation vaut également pour les employés du distributeur ; toutefois, seul ce dernier doit remplir les conditions d'obtention de ladite autorisation⁶⁵. Enfin, les entités exhaustivement énumérées à l'art. 23 OFP sont exemptées de requérir cette autorisation dans la mesure où elles sont soumises à la surveillance de la CFB ou d'une autre autorité et que, de surcroît, elles répondent déjà aux conditions d'obtention de l'autorisation de fonctionner comme distributeur de fonds de placement pour pouvoir exercer leurs propres activités.

⁶⁴ Art. 22 OFP ; Rapport de gestion CFB 1997, 250.

⁶⁵ Rapport de gestion CFB 1999, 216 : il incombe toutefois au distributeur d'instruire, de contrôler et de former ses employés.

5. Pratique de la Commission fédérale des banques en matière d'autorisation de fonds alternatifs étrangers

5.1 *Préambule*

La pratique développée par la CFB concerne en premier chef les fonds de fonds étrangers suivant une politique d'investissement alternative. Les règles développées ci-dessous sont néanmoins également susceptibles de s'appliquer aux fonds étrangers investissant directement selon une politique alternative.

Contrairement aux hedge funds, les funds of hedge funds s'accommodent plus facilement des contraintes formelles et organisationnelles, imposées par l'autorité de surveillance aux fins de protection des investisseurs et exposées ci-après. Ces mesures constituent donc un « moindre mal » pour les représentants de fonds de fonds alternatifs en Suisse: elles permettent d'atteindre un niveau de protection suffisant aux yeux de la CFB tout en conférant une liberté satisfaisante aux gérants de fonds de fonds dans le choix de leurs placements en autorisant, par exemple, des investissements dans des fonds fermés ou qui, individuellement, ne sauraient être distribués en Suisse tout en assurant une diversification des placements. L'autorisation de ces véhicules a, à notre avis, pour avantage principal d'apporter aux yeux des investisseurs la légitimité qui fait défaut à la gestion alternative, souffrant encore de son passé tumultueux ; elle permet en outre à ses promoteurs de se positionner clairement sur ce marché au demeurant déjà très attractif et appelé à un plus grand développement encore.

Seule l'institution d'un comité de surveillance, imposé par la CFB lorsque les fonds étrangers délèguent certaines tâches, nous paraît constituer une charge inutile tant son rôle et son utilité nous semblent contestables, ses tâches étant déjà exercées par d'autres entités liées aux fonds de placement. En particulier, la banque dépositaire se charge de la surveillance des placements du fonds ; au moins deux membres de la direction des fonds étrangers doivent être domiciliés dans l'Etat du siège des fonds ; en cas de délégation de la gestion, les gérants satisfont aux exigences de capacités minimales.

La question se pose probablement en des termes différents pour les fonds investissant directement selon une politique alternative. Pour autant que ces fonds soient soumis à une surveillance comparable à la conception suisse de la protection des investisseurs, ce qui d'emblée exclut un nombre important de candidats issus des juridictions offshore auxquelles la CFB ne reconnaît pas un régime de protection comparable, ces derniers doivent consentir un sacrifice bien trop important pour accéder au marché suisse, notamment en terme d'utilisation des différents produits financiers et techniques de gestion, conduisant à une perte de cette flexibilité essentielle à ces produits pour leur permettre d'atteindre leur objectif de performance absolue, les dispositions suisses n'étant sur ce point pas adaptées.

5.2 *Exigences formelles*

La seule perspective des gains mirobolants et de surcroît réguliers promis par les hedge funds a de quoi éblouir plus d'un investisseur ! Ces différentes exigences formelles ont donc pour but d'attirer l'attention des investisseurs sur le caractère spéculatif de leur investissement et de faire en sorte qu'ils soient à même de comprendre les risques liés à la gestion alternative, corollaires de toute espérance de rendement élevé. Elles tendent donc à s'assurer que ces derniers prennent leur décision d'investissement en pleine connaissance de cause. D'un autre

point de vue, elles permettent aussi au distributeur d'un tel fonds de s'assurer du consentement des investisseurs.

5.2.1 Dénomination du fonds

L'examen de la CFB porte en premier lieu sur le nom du fonds de placement. Pour être distribué en Suisse, un fonds étranger peut être librement dénommé pour autant que son nom ne prête pas à confusion ni n'induit en erreur les investisseurs potentiels sur la nature de la politique d'investissement⁶⁶. Par ailleurs, les entités étrangères qui ne peuvent être qualifiées de fonds de placement étrangers et qui peuvent être commercialisées en Suisse sans être assujetties à la législation suisse sur les fonds de placement ne peuvent utiliser dans leur nom aucune référence telles que « fonds de placement », « fonds d'investissement » ou tout autre analogisme pouvant laisser croire aux investisseurs que ces entités répondent aux règles relatives aux fonds de placement⁶⁷.

Lorsque la CFB estime que le nom du fonds considéré peut prêter à confusion ou induire en erreur les investisseurs potentiels, elle est autorisée à en exiger la modification ou à imposer l'adjonction de termes distinctifs à la dénomination du fonds étranger.

Des noms de fantaisie peuvent donc être librement utilisés lorsqu'ils ne font pas référence aux placements envisagés. Toutefois, la dénomination du fonds constitue souvent un élément « accrocheur » destiné à faciliter sa commercialisation auprès du public. Aussi, il est fréquent que le nom évoque les grandes lignes de la politique et de l'univers de placement. La CFB estime donc justifié, du point de vue de la protection de l'investisseur, de s'assurer que la dénomination du fonds correspond bel et bien à la politique d'investissement suivie par le fonds considéré.

En principe, la dénomination d'un fonds, lorsqu'elle fait référence à des placements, doit correspondre à au moins deux tiers des placements permanents effectués par la direction du fonds⁶⁸. Il s'ensuit qu'un fonds dont la dénomination fait référence à une désignation nationale, régionale voire territoriale, à une monnaie, à un secteur économique, à la classe d'actifs du fonds, actions ou obligations notamment, doit être en permanence investi conformément à son nom, à hauteur des deux tiers de sa fortune. Le tiers restant peut être investi dans d'autres placements, sans nécessairement correspondre à la dénomination du fonds, pour autant qu'ils soient autorisés par la législation. Ils doivent toutefois avoir été prévus et énumérés de manière exhaustive par le prospectus du fonds.

Dans le cas des fonds de fonds, qu'ils suivent une politique traditionnelle ou alternative, la CFB permet de choisir entre deux approches, soit de considérer les investissements du fonds principal, soit de considérer les investissements des fonds secondaires. Dans la première approche, la fortune des fonds principaux doit être investie en totalité, soit à 100%, conformément à leur nom, le placement dans les sous-fonds pouvant ne pas correspondre à la dénomination du fonds de fonds. Selon la seconde approche, le fonds principal doit s'assurer

⁶⁶ Art. 45 al.4 LFP ; art. 59 OFP.

⁶⁷ Art. 5 LFP.

⁶⁸ Rapport de gestion CFB 1993, 186 ; Annexe à la directive pour des requêtes concernant l'approbation du règlement d'un fonds de placement suisse, l'autorisation d'une direction et l'autorisation d'une banque dépositaire, du 18 décembre 2002.

que les deux tiers des placements des fonds secondaires correspondent, sur une base consolidée, à la dénomination du fonds de fonds⁶⁹.

La CFB impose en outre une restriction supplémentaire aux fonds alternatifs, suisses ou étrangers d'ailleurs, puisqu'ils ne peuvent faire figurer dans leur dénomination le terme de « hedge », au risque d'induire le public en erreur. Cette indication est en effet liée à une autre technique de gestion, le « hedging », qui consiste à couvrir, en totalité ou partiellement, le risque de cours ou de change de chaque placement en recourant à des produits dérivés, non dans un but spéculatif, comme les fonds alternatifs, mais de gestion « prudente ». La mention du terme « alternatif », qui ne peut prêter à confusion, est par contre autorisée. L'on est en droit cependant de se demander si cette pratique est toujours justifiée, tant la notion de hedge fund se comprend aujourd'hui dans le public comme une référence aux placements alternatifs.

Enfin, les fonds alternatifs étant toujours considérés comme des fonds à risques particuliers, l'art. 35 al. 6 LFP dispose que la dénomination du fonds doit expressément faire référence au caractère marqué de risque lié à la politique d'investissement du fonds. En pratique, la CFB exige que la mention « un fonds (sous l'angle du droit suisse) qui comprend des risques particuliers » soit associée à la dénomination du fonds⁷⁰. Cette pratique doit bien sûr être rapprochée de l'exigence de protection de l'investisseur qui doit pouvoir se rendre compte dès la lecture du nom du fonds que ce dernier présente des caractéristiques particulières et inhabituelles.

5.2.2 Clause de mise en garde et autres exigences formelles

L'art. 45 OFP impose l'adjonction d'une clause de mise en garde au prospectus d'un fonds présentant un risque particulier. Cette dernière doit être différenciée de la mention du risque particulier dans la dénomination du fonds ainsi que de l'exigence de l'exposé des risques devant figurer dans le prospectus⁷¹. Dans le cas des hedge funds, elle vise à rendre l'investisseur attentif au caractère risqué de la gestion alternative, notamment par rapport à la gestion traditionnelle, mais aussi en raison de la stratégie spéculative suivie par le fonds, susceptible d'entraîner une perte totale⁷². Cette clause doit toujours avoir été préalablement acceptée par l'autorité de surveillance et doit figurer en première page du prospectus. Elle doit également être mentionnée sur le bulletin de souscription du fonds et dans toute autre publicité et autres documents officiels du fonds diffusés dans le public.

Conformément à l'art. 7 al. 3 lit. b LFP, le prospectus doit contenir un exposé des risques particuliers que peut présenter le fonds de placement. L'exposé doit permettre à un non-professionnel de comprendre les risques liés à son investissement. En plus de reprendre le descriptif de la gestion alternative par rapport à la gestion traditionnelle, il inclut généralement un descriptif de la stratégie suivie par le fonds ainsi que les techniques particulières de gestion, en particulier le recours aux ventes à découvert, l'effet de levier, qu'il résulte d'emprunts ou de

⁶⁹ Voir annexe III.

⁷⁰ Pour les fonds alternatifs de droit suisse, la CFB demande également que la mention « un fonds qui comprend des risques particuliers » figure après leur dénomination.

⁷¹ Art. 7 al. 3 lit. b LFP : la notion de risques particuliers est différente de cette même notion de l'art. 35 al. 6 LFP. Un fonds investissant dans un marché émergent n'est pas qualifié de fonds à risque particulier au sens de l'art. 35 al. 6 ; sa politique d'investissement comprend néanmoins un risque particulier lié aux caractéristiques du marché émergent considéré de sorte qu'un exposé y relatif doit figurer dans le prospectus d'un tel fonds.

⁷² Rapport de gestion CFB 1997, 245.

l'usage de produits dérivés, des risques en découlant ainsi qu'à l'absence de liquidité de certains placements. Dans le cas de fonds de fonds, doivent également être mentionnés le risque lié à l'absence de surveillance de certains fonds secondaires, le manque de transparence de certains fonds ainsi que l'absence de banque dépositaire ou que cette dernière n'assume qu'une fonction de dépôt, sans aucune tâche de contrôle des différents placements du fonds ; l'absence de réviseurs pour certains des fonds secondaires doit également être indiquée. Lorsque le droit de dénoncer en tout temps est limité au niveau des fonds secondaires, le prospectus doit également le mentionner expressément. Il peut en effet en découler un risque de liquidité pour le fonds principal de sorte que le droit au rachat des parts du fonds de fonds peut exceptionnellement s'en trouver affecté et ne pas intervenir dans un délai raisonnable.

La CFB requiert un exposé supplémentaire relatif aux avantages et inconvénients que présentent la structure des fonds de fonds alternatifs. Parmi les avantages généralement mentionnés, il faut citer la répartition des risques, qui peut intervenir tant au niveau du nombre de placements qu'au niveau des gérants, de la diversification des stratégies de placement ainsi qu'au niveau du choix des fonds secondaires. Les inconvénients de ces fonds se concentrent principalement sur la performance, qui peut être quelque peu diminuée en raison de la répartition des risques, ainsi que sur la double structure des frais et des commissions. Dans les structures de fonds de fonds, l'investisseur supporte en effet une première commission, indirecte, prélevée par le gérant de chaque fonds secondaire, puis une seconde commission directement perçue par le gérant du fonds de fonds. D'où l'avis de nombreux investisseurs et intermédiaires estimant cette structure tarifaire excessive. Bien que le marché se soit considérablement amélioré sur ce point, le manque de transparence aggravé peut également être mentionné au rang des inconvénients. L'investisseur est confronté dans un premier temps à la méconnaissance des hedge funds dans lesquels le fonds de fonds investit. Ensuite, pour autant qu'il obtienne ces renseignements, il peut se heurter à un défaut de transparence au niveau des fonds secondaires pris individuellement. Afin de garantir une transparence minimale, la CFB exige que les investisseurs puissent obtenir au siège du représentant du fonds en Suisse des informations sur les fonds secondaires dans lesquels le fonds principal investit.

A ce sujet, il faut encore mentionner que la CFB exige que les gérants des fonds secondaires perçoivent des commissions de performance selon le principe du High Watermark, sur une base absolue et non sur une base annuelle.

En principe, un fonds alternatif prévoit, dans son prospectus, deux sources de rémunération en faveur du gérant. D'une part une commission annuelle forfaitaire, calculée sur les actifs sous gestion, de l'ordre de 1% à 2% en principe. D'autre part une commission de performance, habituellement fixée à 20%. En substance, le principe du High Watermark sur base absolue s'applique à la commission de performance et impose au gérant d'accroître sans cesse le capital de ses investisseurs avant de pouvoir percevoir une commission de performance. Aussi longtemps qu'un gérant ne parvient pas à surpasser ce seuil, l'investisseur ne s'acquitte d'aucune autre commission que la commission forfaitaire annuelle. Cette forme de rémunération permet également aux investisseurs d'éviter de payer des performance fees pour un rendement déjà obtenu par le passé⁷³.

⁷³ Voir Annexe IV.

La commission de performance constitue la principale source de revenu des gérants. Le défaut de résultat positif peut donc conduire rapidement un gérant à rencontrer des difficultés pour rémunérer son personnel, en particulier ses meilleurs analystes; si cette situation se prolonge, ces derniers n'hésiteront pas à partir, leur départ provoquant alors généralement d'importantes demandes de rachat de la part des investisseurs pouvant finalement se solder par la disparition du fonds. Ainsi, un hedge fund incapable de présenter une performance positive régulière est condamné à disparaître du marché⁷⁴. Cette forme de rémunération intéresse directement les gérants à la performance de leur fonds. Elle pourrait donc pousser ces derniers, en particulier lorsqu'ils sont en difficultés, à accepter toujours plus de risques et espérer ainsi dégager des rendements plus importants. Afin de prévenir cette dérive, les gérants de fonds alternatifs sont fréquemment personnellement investis dans leurs propres fonds. Cet alignement des intérêts des gérants sur ceux des investisseurs permet donc de rationaliser la gestion des fonds alternatifs et de limiter les risques pris par les gérants.

Afin que l'investisseur non-professionnel soit à même de comprendre la politique de placement d'un fonds alternatif ainsi que les risques inhérents, le prospectus doit en outre contenir un glossaire des termes et expressions utilisés, comprenant en particulier des notions économiques, des techniques d'investissement et les instruments utilisés par le fonds.

De plus, l'art. 35 al. 6 in fine dispose que la vente de parts de fonds de placement présentant un risque particulier ne peut avoir lieu que par la conclusion d'un contrat écrit qui doit faire état du caractère spéculatif du placement. Cette exigence de forme écrite n'est pas propre à la législation sur les fonds de placement et se retrouve dans d'autres domaines du droit suisse et vise la protection des parties⁷⁵. La forme écrite doit leur faire prendre conscience du caractère particulier de leur engagement, en l'occurrence spéculatif en matière d'acquisition de parts de fonds de placement alternatif. Elle doit enfin permettre d'exprimer clairement leur consentement à l'opération vis-à-vis du distributeur et de la direction du fonds.

Le bulletin de souscription, qui doit obligatoirement être inclus au prospectus et soumis à l'approbation de l'autorité de surveillance, tient lieu de contrat. Pour cette raison, la clause de mise en garde doit être reprise dans le bulletin de souscription du fonds. La CFB a confirmé que la vente de parts de fonds de placement présentant des risques particuliers n'est admise que sur la base d'un contrat écrit, le bulletin de souscription satisfaisant cette condition. La seule dérogation admise par l'autorité de surveillance à l'obligation de la forme écrite est la commercialisation de parts de fonds alternatifs à des investisseurs institutionnels dont la trésorerie est gérée à titre professionnel⁷⁶.

Néanmoins, les Directives concernant le mandat de gestion de fortune, ci-après les « directives », édictées par l'ASB, modifiées le 18 septembre 2003, prévoient à leur chiffre 8 que le mandat de gestion est limité aux opérations bancaires ordinaires. En principe, les opérations relatives aux hedge funds ne relèvent pas de la catégorie des opérations bancaires ordinaires selon leur chiffre 12. Toutefois, lorsque ces fonds sont structurés sous la forme d'un fonds de fonds ou lorsqu'ils sont gérés selon le principe « multi managers », à savoir plusieurs gérants indépendants administrant une partie des avoirs du fonds, et qu'ils permettent, dans

⁷⁴ On estime à près de 40% les fonds alternatifs liquidés 5 ans après leur lancement.

⁷⁵ Heinrich Honsell, Schweizerisches Obligationenrecht, Berne, 1999, 5^{ème} édition, p. 151 et 364. L'auteur constate que cette exigence de forme se retrouve également dans d'autres ordres juridiques continentaux, notamment l'Allemagne et l'Autriche, et poursuit essentiellement deux objectifs, éviter la précipitation des parties et les rendre conscientes de l'importance ou de la particularité de leur engagement.

⁷⁶ Circulaire de la SFA du 11 février 2002 No 05/02.

ces deux cas, aux investisseurs d'en demander le rachat en tout temps, les opérations s'y rapportant tombent sous le coup des transactions bancaires ordinaires. Dès lors, elles peuvent être effectuées librement dans le cadre d'un mandat de gestion de fortune et, dans cette hypothèse, l'obligation de remplir le bulletin de souscription incombe au gérant de fortune lorsque les fonds alternatifs répondent aux exigences des directives⁷⁷.

La pratique de l'ASB permet par conséquent d'expliquer, en partie, le succès, en Suisse, de la structure de fonds de fonds puisque les fonds ainsi constitués, autorisant le rachat de leurs parts en tout temps, peuvent être librement placés dans les portefeuilles des clients.

Enfin, la CFB exige qu'un chapitre du prospectus d'un fonds de fonds soit consacré à la procédure de sélection et de supervision, par les gestionnaires du fonds principal, des fonds secondaires. Ce chapitre doit porter à la fois sur la diligence qualitative et quantitative et doit permettre à l'investisseur de comprendre selon quels critères le fonds principal investit et quelles sont la réflexion d'investissement ainsi que la rigueur de la gestion poursuivies.

L'aspect qualitatif de la procédure de sélection des fonds secondaires porte sur les compétences professionnelles des gérants, leur philosophie d'investissement et la politique de placement adoptée par ces derniers afin de s'assurer qu'elle correspond à celle du fonds principal. Cas échéant, l'analyse portera sur la gestion en tant que telle, en particulier sur sa flexibilité, la marge de manœuvre dont dispose le gérant pour s'adapter rapidement à des conditions de marché particulières ou pour faire face à un événement particulier, le degré des liquidités du fonds secondaire, sa structure du portefeuille en terme de diversification, sa corrélation par rapport à son marché ou encore le risque global que présente un investissement dans ce fonds secondaire, notamment au regard de l'utilisation par son gérant de l'effet de levier ou de produits dérivés. La qualité de l'investissement peut également dépendre de facteurs non chiffrés comme l'organisation juridique des fonds secondaires. Aussi le fonds principal doit-il également expliciter selon quelle procédure il vérifie l'aspect structurel des fonds secondaires, l'indépendance et le rôle joué par chaque intervenant afin de s'assurer que son fonctionnement opérationnel ne souffre pas de carences. La diligence qualitative nécessite donc des contacts réguliers ainsi que des échanges nombreux entre le fonds principal et les fonds secondaires et suppose un droit de regard important du gérant principal dans les affaires des gérants secondaires. Aussi n'est-il pas rare que des contrats de confidentialité soient conclus à cet effet afin d'assurer une discrétion sur la composition des portefeuilles et les techniques de gestion employées.

L'aspect quantitatif de la diligence s'attache principalement à procéder à l'analyse statistique du rendement ainsi que de la volatilité des fonds secondaires ainsi qu'à la comparaison de la performance des fonds secondaires par rapport à leurs prévisions et à leurs concurrents. L'analyse quantitative vise à déterminer les attentes futures en terme de performance et à identifier les tendances des marchés afin de déterminer les styles de gestion à éviter ou à sur pondérer.

5.2.3 Publications du fonds et information des investisseurs

L'étendue du devoir d'information des fonds étrangers dépend avant tout des règles de la juridiction dont ils sont issus. Dans ce domaine, les fonds offshore ont tendance à ne connaître

⁷⁷ Circulaire de la SFA du 18 juillet 2002 No 19/02.

qu'un devoir d'information limité alors que la Suisse a la même conception que les pays européens en la matière.

En Suisse, le devoir d'information en faveur des investisseurs doit leur assurer une protection en leur permettant de suivre la marche des affaires des fonds étrangers et de sortir de leurs investissements suffisamment rapidement dans les cas où l'évolution de leur placement n'évolue pas dans le sens escompté.

Les fonds étrangers autorisés en Suisse doivent se conformer au devoir d'information tel qu'il est conçu en Suisse. Les fonds alternatifs ne se voient pas imposer un devoir d'information plus étendu en raison des risques particuliers qu'ils peuvent présenter. La CFB veille donc à ce que les fonds étrangers publient leurs statuts, leur prospectus, leur règlement ainsi que leurs rapports de gestion annuels et semestriels. En outre, ces documents doivent être tenus gratuitement à la disposition des investisseurs⁷⁸.

Les publications des fonds étrangers en Suisse doivent également être effectuées dans une langue officielle, à moins que la CFB ne les autorise dans une langue étrangère lorsqu'elles ne visent exclusivement qu'un groupe particulier d'investisseurs tels que des investisseurs institutionnels. Elles doivent enfin indiquer le pays d'origine du fonds ainsi que les coordonnées du représentant du fonds en Suisse et du service de paiement, où peuvent être obtenus la documentation du fonds ou un remboursement de leurs parts⁷⁹.

Toute modification importante concernant le rapport contractuel entre l'investisseur et la direction du fonds doit être publiée dans la Feuille Officielle Suisse du Commerce et un hebdomadaire suisse au moins. Ainsi, l'énoncé de toutes les modifications apportées au prospectus ou aux statuts doit être publié, en particulier le changement de dénomination du nom, la modification du siège ou la nomination d'un nouveau service de paiement et représentant du fonds en Suisse, des organes de publication ou de la publication des prix d'émission et de rachat. En outre, lorsque les modifications portent sur un autre point prévu dans le prospectus type édité par la SFA, le représentant suisse d'un fonds étranger doit les publier intégralement. Concernant les autres modifications, une publication est souhaitable mais un renvoi global aux modifications du prospectus suffit, en signalant où le nouveau prospectus peut être gratuitement retiré par les investisseurs⁸⁰.

En outre, les prix d'émission et de rachat des parts doivent être publiés dans le quotidien ou l'hebdomadaire désigné par le prospectus du fonds lors de chaque émission et rachat de parts. La publication doit toutefois intervenir au moins deux fois par mois.

Les représentants suisses des fonds étrangers sont responsables des publications dans ce pays⁸¹. Ils sont chargés de communiquer sans retard à l'autorité de surveillance les rapports de gestion semestriels et annuels ainsi que toute modification qui doit être approuvée par la CFB préalablement à une publication. Au surplus, il convient de rappeler que les publications des fonds alternatifs doivent en principe reproduire la clause de mise en garde alors que leur dénomination doit être accompagnée de l'adjonction relative au risque particulier.

⁷⁸ Art. 61 al.1 et 2 OFP.

⁷⁹ Art. 46 al.3 LFP.

⁸⁰ Circulaire SFA du 5 décembre 1997.

⁸¹ Art. 46 al.3 LFP.

5.3 Exigences organisationnelles des fonds de placement étrangers

5.3.1 Généralités

L'art. 45 al.2 LFP dispose qu'un fonds étranger ne peut être autorisé en Suisse que lorsqu'il dispose d'une organisation comparable à ce qui est exigé en Suisse. La notion d'organisation recouvre la répartition des tâches entre les différentes entités liées au fonds, en particulier la direction du fonds, la banque dépositaire et l'organe de révision. L'organisation des fonds de placement étrangers ne doit pas nécessairement être identique à celle des fonds suisses mais seulement comparable au regard de la protection des investisseurs. Si tel est le cas, l'autorisation doit être délivrée, à condition encore que le fonds satisfasse aux autres conditions. Lors de son examen, la CFB doit donc s'assurer que la structure du fonds est efficiente de manière à garantir une protection des investisseurs suffisante et qu'elle permette le bon fonctionnement opérationnel du fonds. Dans son examen, la CFB dispose d'une latitude de jugement mais doit toujours être guidée par la protection de l'investisseur. La CFB peut également requérir des informations des autorités de surveillance du pays d'origine du fonds étranger afin de s'assurer que le fonds en question présente effectivement une organisation comparable.

Concernant les fonds de placement alternatifs étrangers, ces derniers ne peuvent se prévaloir de la procédure de reconnaissance facilitée prévue par la CFB pour les OPCVM⁸². Pour ces fonds, la CFB se limite en substance à un simple examen de la dénomination du fonds, cas échéant des sous-fonds pour les structures à compartiments multiples, et de la documentation juridique liée à la distribution et à la représentation du fonds en Suisse. La CFB n'est toutefois pas intéressée à contrôler les conditions de rémunération du distributeur pour son activité en Suisse. La production d'une attestation récente de l'autorité de surveillance du pays d'origine du fonds suffit à la CFB pour déclarer la surveillance, la politique de placement et l'organisation comparables aux dispositions suisses, étant donné que la Suisse adapte ses dispositions sur les fonds en valeurs mobilières à la législation européenne y relative⁸³. Les fonds alternatifs ne satisfaisant pas aux règles d'investissement des OPCVM, les requêtes pour leur distribution en Suisse doivent donc se conformer aux directives de la CFB du 25 novembre 2002, édition du 1^{er} août 2004, pour des requêtes en autorisation pour la distribution de parts de fonds de placement étrangers qui ne sont pas eurocompatibles. Ce qui n'est pas sans incidence pratique dans la mesure où le requérant doit par conséquent présenter une documentation substantielle visant à démontrer que la surveillance, la politique de placement ainsi que l'organisation sont comparables aux exigences suisses.

5.3.2 Direction du fonds de placement

Les tâches de la direction du fonds, le conseil d'administration pour les fonds constitués en la forme d'une société, relèvent naturellement du droit du pays d'origine du fonds. Elles doivent à

⁸² Directives de la CFB du 25 novembre 2002 pour des requêtes en autorisation pour la distribution de parts de fonds de placement étrangers qui remplissent les conditions de la directive de l'UE 85/611 CE (OPCVM/UCITS), édition du 1^{er} août 2004.

⁸³ Rapport de gestion CFB 1995, p.173 et chiffre A2 des directives de la CFB du 25 novembre 2002 pour des requêtes en autorisation pour la distribution de parts de fonds de placement étrangers qui remplissent les conditions de la directive de l'UE 85/611 CE (OPCVM/UCITS), édition du 1^{er} août 2004.

tout le moins être comparables à celles mentionnées à l'art. 11 al.1 LFP, à savoir gérer le fonds, surveiller la marche des affaires et instruire les mandataires lorsque certaines tâches sont déléguées. En pratique, les difficultés rencontrées portent sur la composition de l'organe de direction. Le fonds doit en effet disposer d'une organisation lui permettant d'accomplir les tâches qui lui incombent⁸⁴. En droit suisse, la composition d'un conseil d'administration d'une direction de fonds suisse doit se composer d'au moins trois personnes. Il est en règle générale secondé par un organe de gestion composé d'au moins trois collaborateurs à plein temps, disposant de la signature collective⁸⁵. Le nombre de personnes engagées par la direction du fonds doit toutefois être en rapport avec la taille du fonds. Des exceptions peuvent être tolérées par la CFB à condition que l'organisation du fonds et son bon fonctionnement n'en souffrent pas⁸⁶. La CFB applique les mêmes critères quant à la composition des directions de fonds étrangers.

Conformément à l'art. 35 al.4 LFP, les membres des directions des autres fonds doivent en outre justifier de qualifications professionnelles adéquates pour effectuer les placements prévus par la politique d'investissement du fonds.

L'art. 44 OFP précise que les directions de fonds de placement présentant un risque particulier doivent compter au moins deux membres possédant des qualifications professionnelles approfondies dans le domaine dans lequel les investissements sont effectués et justifier d'une expérience professionnelle de cinq ans au moins.

Les fonds de placement alternatifs, suisses comme étrangers, étant appréhendés comme des fonds de placement présentant des risques particuliers, ces exigences leur sont pleinement applicables. Par conséquent, des curriculum vitae des membres de la direction, signés, doivent être remis à la CFB afin qu'elle puisse constater que ces derniers satisfont effectivement aux prescriptions précitées. Précisons que l'examen de la CFB n'est toutefois pas formel à ce point de vérifier si les membres de la direction justifient d'une expérience de cinq ans dans le style de politique d'investissement du fonds. Elle se contente de constater que les membres de la direction ont effectivement une expérience professionnelle suffisante dans le domaine alternatif en général, bien que ce style de gestion recouvre de nombreuses stratégies, parfois très différentes les unes des autres.

Par ailleurs, la CFB exige que deux membres de la direction au moins justifiant des compétences professionnelles suffisantes soient domiciliés dans le pays du siège de la direction, à tout le moins dans des environs directs, afin d'être à même de pouvoir intervenir rapidement sur la marche des affaires si nécessaire.

Selon l'art. 11 al.2 LFP, la direction du fonds a la possibilité de déléguer les décisions de gestion, soit en mandatant des gérants indépendants, soit en constituant des comités de gestion composés, le plus souvent, de personnes physiques particulièrement qualifiées dans la stratégie adoptée par le fonds. Les personnes, physiques ou morales, à qui la gestion est déléguée doivent également justifier de compétences suffisantes conformément à l'art. 44 OFP. Leur curriculum vitae doivent donc être présentés à l'autorité de surveillance. Lorsque la gestion est déléguée, la direction n'exerce plus qu'une tâche de surveillance et d'instruction mais demeure responsable de la gestion effectuée par ses auxiliaires. La CFB peut par

⁸⁴ Art. 9 al.4 LFP.

⁸⁵ Circulaire CFB 96/5 du 14 novembre 1996 concernant la séparation juridique et personnelle de la direction par rapport à la banque dépositaire, délégation des décisions afférentes aux placements ainsi que d'autres tâches.

⁸⁶ Rapport de gestion CFB 1997, p.248.

conséquent accepter la nomination de personnes à la direction du fonds qui ne peuvent se prévaloir de compétences professionnelles suffisantes pour autant que la gestion soit déléguée à des gérants particulièrement qualifiés. Toutefois, l'exigence selon laquelle deux administrateurs au moins doivent résider dans le pays dans lequel la direction du fonds a son siège demeure alors que cette exigence ne vaut pas pour les personnes chargées de la gestion. La composition des comités de gestion doit en outre être suffisante et proportionnée à la taille du fonds, à l'image de la direction.

5.3.3 Indépendance des membres de la banque dépositaire siégeant à la direction du fonds

Pour éviter tout risque de conflits d'intérêts, les personnes à la tête de la direction d'un fonds de placement doivent être indépendantes des personnes à la tête de la banque dépositaire et réciproquement⁸⁷. Les directions de fonds de placement doivent en effet pouvoir prendre leurs décisions d'investissement de manière autonome par rapport à la banque dépositaire. Contrairement au droit européen qui n'impose qu'une séparation juridique de la banque dépositaire et de la direction des fonds de placement, le droit suisse impose de surcroît une séparation personnelle et fonctionnelle⁸⁸. Par conséquent, les membres de l'organe de gestion, de la direction de même que les mandataires et fondés de pouvoir d'un fonds de placement ne peuvent en principe occuper une fonction liée au fonds de placement auprès de la banque dépositaire. Il en découle que la majorité de la direction d'un fonds de placement doit être indépendante de la banque dépositaire. Il est donc autorisé à un employé de la banque dépositaire de siéger à la direction d'un fonds à condition de ne pas être responsable au sein de la banque dépositaire des tâches énumérées à l'art. 19 LFP, à savoir la garde de la fortune du fonds, du contrôle des décisions d'investissement du fonds, du calcul de la VNI, de l'utilisation des rendements du fonds, de l'émission et du rachat de parts du fonds, du service de paiement pour le compte du fonds, ou d'autres obligations imposées à la banque dépositaire par le règlement du fonds⁸⁹.

La CFB accorde une importance particulière à cet examen. En pratique, il est en effet courant que la banque dépositaire soit propriétaire du fonds de placement. Dans le cas de fonds de placement étrangers promus par des intermédiaires financiers suisses, il est également fréquent que des membres de la banque dépositaire soient nommés à la direction de ces fonds de manière à satisfaire les différentes exigences de la CFB en matière de domicile des membres de la direction des fonds de placement.

5.3.4 Représentant, distributeur et service de paiement en Suisse

L'examen de la CFB porte également sur la documentation juridique qui lie le fonds de placement étranger à son représentant, à son distributeur et à son service de paiement en Suisse. Ces fonctions peuvent être assumées par la même entité. Ainsi que le relève la CFB, les dispositions relatives au représentant d'un fonds étranger ne posent en pratique pas de difficultés majeures⁹⁰. Il suffit donc de mentionner ici que l'obligation pour un fonds étranger

⁸⁷ Art. 9 al.6 LFP.

⁸⁸ Circulaire CFB 96/5 du 14 novembre 1996 concernant la séparation juridique et personnelle de la direction par rapport à la banque dépositaire, délégation des décisions afférentes aux placements ainsi que d'autres tâches.

⁸⁹ Rapport de gestion de la CFB 1995, p.176.

⁹⁰ Rapport de gestion de la CFB 1995, p.177.

d'être représenté en Suisse relève des art. 46 LFP et 55ss OFP. La représentation crée un for juridique en Suisse, au lieu du siège du représentant en Suisse, et permet ainsi aux investisseurs suisses de déposer des plaintes en Suisse en relation avec l'activité et la commercialisation du fonds. Une succursale d'une société étrangère peut donc parfaitement assurer cette fonction puisque les débiteurs étrangers peuvent être poursuivis en Suisse au domicile de leur succursale⁹¹.

Les distributeurs d'un fonds de placement étranger en Suisse sont soumis à l'obligation d'obtenir une autorisation au sens de l'art. 22 LFP. Les distributeurs, comme les représentants, peuvent être des personnes morales ou physiques. Ils doivent disposer d'une solidité financière suffisante⁹² et d'une formation spécialisée pour exercer leur activité de distributeur⁹³. La CFB n'examine toutefois pas si un distributeur de fonds de placement alternatifs est doté de connaissances particulières et spécifiques à ce style d'investissement, le distributeur n'intervenant pas dans la gestion du fonds, de sorte qu'elle se contente d'examiner si le distributeur répond aux exigences de formation minimale précitées dans le domaine bancaire et financier. Des contrats écrits doivent être soumis à la CFB, conformes aux directives de commercialisation élaborées par la SFA⁹⁴. Les contrats de distribution d'un fonds de placement étranger en Suisse doivent être conclus entre le distributeur et le représentant du fonds en Suisse. Il n'est toutefois pas nécessaire de présenter à la CFB les conditions de rémunération du distributeur.

En matière de distribution de fonds de placement alternatifs, la CFB demande que la banque dépositaire marque désormais son accord à la distribution d'un tel fonds en Suisse puisque la distribution implique pour cette dernière de se soumettre aux obligations du droit suisse. En pratique, la CFB demande que la banque dépositaire contre-signé le contrat de représentation et de distribution, bien qu'elle ne soit pas formellement partie à cette convention.

Enfin, conformément à l'art. 45 al.4 LFP, la direction d'un fonds de placement étranger doit désigner un service de paiement en Suisse. Chargé d'offrir tous les services financiers, par exemple le rachat de parts, seule une banque, au sens de la Loi fédérale sur les banques et les caisses d'épargne peut être désignée pour assurer ce service. Un contrat écrit doit également être soumis à la CFB.

5.3.5 La banque dépositaire

La banque dépositaire assure principalement la garde de la fortune du fonds et la surveillance de la conformité des placements du fonds⁹⁵. Cela vaut quelle que soit la structure juridique du fonds. A ce titre, le droit suisse réserve cette tâche à une banque, au sens de la Loi sur les banques⁹⁶.

Dès lors, lorsqu'un fonds alternatif étranger présente à la CFB une requête en vue de sa distribution, la CFB examine en premier lieu si une banque soumise à surveillance dans son

⁹¹ Rapport de gestion de la CFB 1995, p. 177.

⁹² Rapport de gestion de la CFB 1995, p.178 : CHF 250'000.- pour un distributeur et CHF 500'000.- pour un représentant.

⁹³ Rapport de gestion de la CFB 1997, p. 250.

⁹⁴ Directives de commercialisation de fonds de la SFA du 22 octobre 2001.

⁹⁵ Art. 19 LFP.

⁹⁶ Art. 17 al. 1 LFP.

pays d'origine a été mandatée pour conserver le dépôt de la fortune du fonds. La CFB s'assurera ensuite que la banque dépositaire assume des tâches comparables à celles prescrites par l'art. 19 LFP. Ce faisant, elle doit veiller prioritairement aux intérêts des investisseurs. La CFB peut demander à un fonds étranger de confier ce devoir de surveillance des investissements à la banque dépositaire lorsque celle-ci n'est chargée que de la garde de la fortune. Dans l'hypothèse où la banque dépositaire confie à des tiers les avoirs du fonds, elle ne peut être libérée de sa responsabilité de conservation et de surveillance de la fortune du fonds⁹⁷.

La CFB s'assure encore que l'organisation de la banque dépositaire lui permet d'accomplir les tâches qui lui incombent. A défaut, elle est en droit de lui imposer certaines mesures d'organisation, en particulier afin d'assurer le respect de l'indépendance entre la banque dépositaire et la direction du fonds. La CFB s'assurera également que les tâches qui sont déléguées à la banque dépositaire par la direction du fonds sont effectuées conformément aux principes énoncés sous chiffre 5.3.3 afin d'éviter tout conflit d'intérêt. Partant, les employés de la banque dépositaire ne peuvent s'occuper de tâches liées à la conservation des avoirs ou à la surveillance des placements du fonds tout en exerçant des tâches déléguées par la direction du fonds à la banque dépositaire.

Toutefois, nombre de fonds alternatifs sont constitués dans des juridictions offshore dans lesquelles les règles en vigueur n'imposent pas toujours que la fortune des fonds de placement ou des sociétés d'investissement soit déposée auprès d'une banque dépositaire. Un fonds, alternatif ou traditionnel d'ailleurs, ne disposant pas d'une banque dépositaire ne saurait être autorisé en Suisse. Néanmoins, un fonds de fonds peut investir dans un tel fonds. Le prospectus doit alors expressément attirer l'attention des investisseurs sur le risque d'organisation encouru à raison du défaut de banque dépositaire.

Outre une fonction de dépôt, la banque dépositaire assume généralement une fonction de surveillance. Elle doit s'assurer de la conformité des investissements du fonds par rapport à la loi et au prospectus du fonds⁹⁸. A cet effet, la banque dépositaire peut opposer son veto à une décision de placement ou, lorsqu'elle constate une position contraire à la loi ou au prospectus, doit disposer des moyens nécessaires à extourner la position litigieuse et ainsi rétablir la conformité des placements du fonds par rapport à sa politique⁹⁹.

Dans le cas particulier des fonds de fonds, la banque dépositaire du fonds principal n'est pas responsable de la conservation des actifs des fonds secondaires, cette dernière étant bien souvent dans l'impossibilité d'effectuer la surveillance nécessaire si les actifs des fonds secondaires ne sont pas déposés auprès d'elle¹⁰⁰. Pour les mêmes motifs, la banque dépositaire du fonds principal ne peut superviser les décisions de placement des fonds secondaires et ne peut donc en être tenue responsable en cas de non-conformité avec la politique de placement des fonds secondaires. Enfin, lorsque la banque dépositaire des fonds secondaires ne fonctionne qu'en tant qu'établissement de dépôt de la fortune du fonds sans remplir aucune tâche de contrôle, le prospectus doit également mentionner ce risque dans le chapitre exposant les différents facteurs de risque.

⁹⁷ Art. 19 al.1 LFP.

⁹⁸ Art. 19 al.2 LFP.

⁹⁹ Circulaire CFB 96/5 du 14 novembre 1996 concernant la séparation juridique et personnelle de la direction par rapport à la banque dépositaire, délégation des décisions afférentes aux placements ainsi que d'autres tâches.

¹⁰⁰ Rapport de gestion de la CFB 1997, p. 245.

5.3.6 Comité de surveillance

Les fonds étrangers alternatifs doivent justifier d'une organisation comparable aux dispositions de la loi suisse au regard de la protection des investisseurs. Cela implique notamment la présence de personnes particulièrement qualifiées. Lorsque la direction de ces fonds délègue certaines tâches à une autre entité, la direction reste responsable du contrôle de l'exécution de ces travaux. Dès lors, la CFB demande qu'un organe des fonds présentant, au sens de l'art. 35 al.6 LFP, des risques particuliers soit capable de « suivre quotidiennement la bonne exécution des travaux délégués »¹⁰¹. Cet organe, qui peut être composé d'administrateurs du fonds ou de tiers spécialement mandatés à cet effet, a donc pour but premier d'être à même d'intervenir rapidement sur la gestion du fonds en cas de difficultés nécessitant l'adoption de mesures urgentes, en particulier lorsque les décisions de placement ont été déléguées à une entité, à la banque dépositaire ou à des comités d'investissement par exemple. Ainsi, le fonds étranger reste en mesure de répondre du contrôle des tâches déléguées.

Afin d'exercer une surveillance efficace et efficiente, la CFB exige qu'au moins deux des personnes composant cet organe soient au bénéfice des qualifications professionnelles requises à l'art. 44 OFP, à savoir une formation approfondie dans le domaine dans lequel le fonds investit ainsi qu'une expérience professionnelle de cinq ans ou plus. De surcroît, afin de garantir une intervention rapide en cas de besoin, cet organe doit se situer dans le pays d'origine du fonds de placement. Par conséquent, deux de ses membres répondant aux exigences professionnelles minimales doivent également être domiciliés dans l'Etat du siège du fonds ou de la direction. Ces conditions font l'objet d'un examen attentif de la part de la CFB, qui requiert des curriculum vitae signés ainsi que des attestations de domicile. Elle peut tolérer que les membres de cet organe ne soient pas domiciliés dans le pays d'origine du fonds, auquel cas ces derniers doivent au moins y travailler quotidiennement.

Au surplus, si la direction du fonds souhaite déléguer cette tâche à des employés de la banque dépositaire, la CFB accorde une importance capitale à l'indépendance de cet organe et examine l'absence de conflit d'intérêt des personnes déléguées en leur qualité de membres et d'employés de la banque dépositaire. Partant, les personnes choisies ne peuvent exercer des fonctions au sein de la banque dépositaire relative à la garde de la fortune du fonds, du calcul de la VNI, de l'utilisation des rendements du fonds, de l'émission et du rachat des parts du fonds, du service de paiement ou d'autres obligations déléguées par le prospectus du fonds à la banque dépositaire. Par ailleurs, ces personnes ne peuvent déjà être responsables de la surveillance des décisions de placement pour la banque dépositaire.

5.4 Politique de placement

L'autorisation de commercialiser des parts de fonds de placement étrangers en Suisse est accordée lorsque, entre autre, la politique de placement du fonds étranger envisagé est comparable, d'un point de vue de la protection des investisseurs, aux dispositions en vigueur en Suisse, conformément à l'art. 45 al.2 LFP.

Les prospectus des fonds doivent préalablement clairement définir dans quelles classes d'actifs ces derniers sont autorisés à placer leur fortune. En tant qu'autres fonds au sens du droit suisse, les hedge funds ne sont pas limités à l'univers de placement restreint des fonds en

¹⁰¹ Rapport de gestion de la CFB 1999, p.214.

valeurs mobilières¹⁰². Ils sont donc autorisés à investir dans les métaux précieux, dans des produits dérivés, en particulier les options et les futures, dans d'autres parts de fonds de placement et finalement dans « d'autres droits » ou dans des placements ayant un accès limité aux marchés, sujets à de fortes variations de cours, par exemple dans les marchés émergents, ou qui impliquent une répartition limitée des risques ou qui sont difficilement évaluables, voire dans des valeurs plus inédites comme la titrisation de risques d'assurance, les cat bonds, ou des produits dérivés sur catastrophes naturelles¹⁰³. L'univers de placement des fonds alternatifs est donc très largement défini, voire sans limite selon les législations appréhendées. En Suisse, sont toutefois exclus, outre les investissements en matières premières, les placements dans des objets de collection comme des antiquités, des collections de timbres ou des œuvres d'art en raison du manque de transparence de ces marchés, de l'évaluation délicate de ces actifs et parce que ces biens ne constituent pas des choses de genre¹⁰⁴. Enfin, dans l'éventualité où la loi cadre n'appréhenderait pas une classe d'actifs, le Conseil fédéral pourrait utiliser la délégation de compétences de l'art. 35 al. 5 LFP en sa faveur pour légiférer.

Le prospectus doit également démontrer que le fonds place sa fortune selon le principe de répartition des risques. Pour un hedge fund, la répartition des risques comprend généralement une répartition en termes des stratégies poursuivies, de placements et de gérants.

Un fonds investissant directement en tant que hedge fund peut naturellement ne poursuivre qu'un seul style de gestion. Un fonds de fonds alternatifs est également autorisé à n'investir que dans des parts de fonds secondaires spécialisés dans un seul secteur, géographique ou économique, ou un seul style de gestion. Lorsque la politique des fonds de fonds est toutefois de diversifier leurs placements, ces derniers ne peuvent investir que jusqu'à concurrence de 40% de leur fortune par style de gestion.

La répartition des risques à raison des placements et des gérants concerne spécifiquement les fonds de fonds. Ces derniers ne doivent pas investir plus de 20% de leur fortune dans un même fonds secondaire. Par conséquent, un fonds de fonds doit au moins investir dans cinq fonds secondaires. Encore faut-il ne pas investir dans plus de deux fonds ou plus de 30% de la fortune du fonds principal dans des fonds secondaires gérés par la même direction ou les mêmes personnes.

Enfin, autre point concernant particulièrement les fonds de fonds, ces derniers, afin de leur éviter tout problème lié à leur liquidité, ne peuvent investir que dans des fonds secondaires dont les politiques de rachat et d'évaluation sont compatibles avec celles du fonds principal. Sur ce point, l'examen de la CFB relève d'une analyse au cas par cas afin de se laisser la plus grande marge de manœuvre possible. Par exemple, la CFB estime qu'il existe un risque de liquidité important lorsqu'un fonds, dont le rachat des parts serait mensuel, a la possibilité d'investir jusqu'à 20% de sa fortune dans des fonds secondaires qui ne permettraient qu'un rachat au moins une fois tous les trois ans cumulée à la faculté d'acquérir à hauteur de 10% des parts de fonds secondaires qui ne sont pas cotés. La CFB n'a par conséquent pas arrêté un pourcentage maximum de fonds secondaires suivant des politiques d'évaluation et des

¹⁰² Art. 32 LFP : les fonds en valeurs mobilières ne peuvent investir que dans des papiers-valeur émis en grand nombre et d'autres droits non incorporés ayant une fonction similaire, cotés en bourse ou traités sur un marché réglementé et ouvert au public.

¹⁰³ Art. 35 al. 2 et 3 LFP ; l'art. 43 OFP exclut cependant le placement dans les matières premières (commodities) malgré le texte de l'art. 35 al.3 LFP.

¹⁰⁴ FF1993, I, 245.

délais de rachat incompatibles avec ceux du fonds principal au-delà duquel un fonds de fonds ne peut investir.

Le prospectus doit ensuite indiquer les règles en matière de placement dans d'autres parts du fonds. Sous réserve des dispositions relatives à la répartition des risques, un fonds de fonds ne peut acquérir que des parts de fonds de placement, ouverts ou fermés, cotés en bourse ou traités sur un marché réglementé et public. Exceptionnellement, un fonds de fonds alternatif peut toutefois acquérir jusqu'à hauteur de 20% de sa fortune des parts de fonds qui ne sont pas cotés ou négociés sur un marché réglementé ouvert au public. De plus, un fonds de hedge funds ne peut acquérir d'autres parts de fonds de fonds. La CFB tolère toutefois de tels placement à hauteur de 20% de la fortune du fonds à condition que la politique du fonds principal soit sujette à des restrictions spécifiques, par exemple géographiques ou économiques, pouvant justifier pareil investissement.

Le prospectus doit également indiquer si le fonds est autorisé à recourir aux ventes à découvert¹⁰⁵. En principe, la pratique de la CFB consiste à prohiber le recours à cette technique, à moins que le fonds de fonds ne dispose des liquidités nécessaires ou des instruments dérivés en suffisance pour couvrir ces ventes.

La CFB vérifiera également que le prospectus mentionne clairement la possibilité et les conditions auxquelles le fonds peut emprunter des liquidités. La pratique de la CFB est de limiter la possibilité d'emprunt à 25% de la fortune du fonds lorsque le fonds doit faire face à des demandes importantes de rachat de parts de fonds. Le recours à des liquidités de tiers n'est donc admissible pour un fonds de fonds autorisé à la distribution en Suisse que dans le cas du bridge financier. En d'autres termes, un fonds de fonds ne peut lui-même recourir à des emprunts dans un but d'investissement.

A l'inverse, un fonds investissant directement en tant que fonds alternatif se voit limité dans sa possibilité de recourir à des emprunts qui ne peuvent excéder 25% de la fortune du fonds (art. 42 al.2 OFP). L'autorité de surveillance peut toutefois autoriser, à titre exceptionnel, un effet de levier plus important. En pratique, il faut savoir que la grande majorité des fonds offshore empruntent jusqu'à deux fois leur fortune de sorte que la pratique suisse en la matière est pour le moins restrictive. Par le passé, avant la débâcle du fonds LTCM en 1998, certains pouvaient même emprunter jusqu'à plus de 30 fois leur fortune ! Néanmoins, depuis cet événement, l'industrie a pris conscience des dérives du passé, les sélectionneurs de fonds, les investisseurs avertis et les gérants de fortune étudiant attentivement la politique des fonds alternatifs, en particulier le recours à l'effet de levier, et refusent désormais d'investir dans des fonds ayant recours à un effet de levier trop important.

L'examen de la CFB porte ensuite sur l'usage qui est fait des instruments dérivés. Un autre fonds, au sens du droit suisse, est autorisé à investir dans ce type de produits financiers¹⁰⁶. La pratique de la CFB est néanmoins d'autoriser l'acquisition de ces instruments dans les limites d'une bonne gestion de la fortune du fonds ainsi que pour couvrir certains risques¹⁰⁷. Par conséquent, l'usage spéculatif caractéristique des fonds alternatifs n'est pas toléré par la CFB pour un fonds de fonds faisant appel au public en Suisse, même s'agissant de fonds à risque particulier.

¹⁰⁵ Art. 42 al. 4 OFP.

¹⁰⁶ Art. 35 al.3 LFP et 43 OFP.

¹⁰⁷ Art. 2 al. 2 lit. b OFP-CFB.

Au surplus, la CFB examine si la politique du fonds autorise le prêt de titres. Si tel devait être le cas, le prospectus doit se conformer aux règles des art. 34 al.2 LFP, 33 OFP et 21ss OFP-CFB¹⁰⁸.

6. Conclusion

La pratique développée par la CFB pose la question plus générale de savoir s'il est nécessaire de réglementer les fonds alternatifs. Dans une certaine mesure, poser cette question équivaut, selon notre compréhension, déjà à y répondre par la négative : la relative déréglementation dans laquelle évoluent ces fonds, essentiellement enregistrés dans des juridictions offshore, est précisément nécessaire à assurer l'efficacité de ces instruments et à leur garantir la marge de manœuvre suffisante à leur bon fonctionnement. Vouloir imposer à ces fonds des règles techniques, en matière de placements, d'instruments autorisés ou de diversification, revient à fragiliser ces véhicules et va donc à l'encontre de la protection des investisseurs. En outre, le marché se charge, petit à petit, d'améliorer le défaut de transparence dont souffrent les hedge funds.

De plus, ces fonds étant pour la plupart domiciliés dans des juridictions offshore et distribués par le biais de réseaux privés, ils se trouvent à l'abri des aspirations des autorités américaines et européennes en particulier. Ce qui n'est toutefois pas le cas des fonds de fonds et des gérants de fonds alternatifs, soumis à autorisation pour exercer leur activité essentiellement basés à New York. Ainsi, la Securities and Exchange Commission, le gendarme boursier américain, faisant suite au tour de table organisé les 14 et 15 mai 2003 sur la question des conséquences du développement de hedge funds, a d'ores et déjà annoncé qu'elle allait accroître sa surveillance à l'égard des gérants sans avoir pris pour l'heure de mesure.

En Europe, les regards se sont également portés sur les fonds de fonds et les gérants. Si nombre d'autorités de surveillance ont récemment autorisé les structures de fonds de fonds alternatifs à faire appel au public, elles ont également renforcé leurs exigences concernant les gérants et la distribution de produits alternatifs. Curieusement, elles ont également limité les investissements dans les fonds de fonds en imposant des montants minimums aux particuliers¹⁰⁹. Il nous apparaît cependant douteux que ce genre de mesures, empêchant l'accès à la gestion alternative aux petits investisseurs, soient d'une quelconque utilité à l'amélioration de la protection des investisseurs. Face à la multiplicité des régimes européens, le Parlement Européen a approuvé le 15 janvier 2004 les conclusions du rapport Purvis visant à introduire une réglementation unifiée en Europe sur la distribution de produits alternatifs, soit par le biais d'une directive propre, soit en complétant les dispositions des directives actuelles 2001/107/CE et 2001/108/CE du 21 janvier 2002. Ce rapport, dans son ensemble favorablement accueilli par les milieux concernés, trouve un juste équilibre entre protection des investisseurs, au travers de la documentation marketing devant comprendre diverses

¹⁰⁸ Art. 25 OFP-CFB.

¹⁰⁹ En France, l'Autorité des Marchés Financiers permet l'investissement dans des fonds de fonds alternatifs à partir d'un montant minimum de EUR 10'000.- ; elle pourrait également créer une catégorie de fonds de fonds moins réglementée mais dont l'investissement initial serait de EUR 500'000.-. En Irlande, l'investissement initial doit atteindre EUR 12'500. En Italie, la Banque Centrale a fixé l'investissement minimum à EUR 500'000.-. En Asie, des règles identiques existent, par exemple à Hong Kong, où l'investissement minimum est fixé à USD 10'000.-. Aux USA, les seuils sont plus élevés : l'investisseur doit disposer au cours des deux années précédentes d'une fortune de 1 million au moins ou d'un revenu annuel de USD 200'000 au moins. En Allemagne, au Luxembourg et en Suisse, les autorités de surveillance n'ont pas imposé aux investisseurs un seuil minimum pour investir dans des fonds de fonds alternatifs.

explications liées au risque de l'investissement, et flexibilité en faveur des gérants dans l'usage des différents produits et techniques de gestion, se concentrant essentiellement sur les capacités des gérants ainsi que sur la gestion quotidienne des risques présentés par les fonds. Au travers de ce projet de législation, les autorités européennes espèrent le rapatriement onshore de certains fonds alternatifs, ce qui permettrait, outre une meilleure transparence et protection des investisseurs, également la création d'emplois.

Relevons encore que les hedge funds jouent un rôle important dans le système financier, contribuant à l'efficacité des marchés et améliorant leur liquidité¹¹⁰. Une réglementation trop contraignante pourrait donc également mettre en péril la stabilité du système financier dans son ensemble.

L'industrie alternative n'apprécie que moyennement les intentions de la SEC et des autres autorités de surveillance et s'est élevée contre ce besoin soudain de réglementer ce domaine d'activité, estimant que les règles actuelles, en particulier celles régissant l'activité des gérants, suffisent à assurer un standard de protection satisfaisant. Elle regrette que ne soient pas privilégiés l'auto réglementation et les efforts des gérants et des différents intervenants du marché pour assurer une transparence suffisante ainsi qu'une rationalisation de l'utilisation des différentes techniques de gestion, qui auraient probablement constitué une alternative préférable aux règles unilatérales et contraignantes des législateurs. Cette évolution, sous l'impulsion de la SEC, semble néanmoins inéluctable.

¹¹⁰ John G. Gaine, Chairman de la Managed Fund Association : selon lui, les fonds alternatifs permettent d'absorber les chocs financiers en acceptant certains risques sur des marchés volatiles ; ils rendent les marchés plus liquides ; ils stabilisent les marchés financiers ; ils contre-balancent les effets comportementaux de masse des investisseurs ; ils donnent des signaux à certains acteurs du marché ; enfin, ils innovevent dans la gestion du risque. En 1994, la SEC avait conclu que les hedge funds ne représentaient qu'un faible risque pour le système financier.

Annexe I : LTCM

Le cas LTCM est intéressant à plus d'un titre. D'abord parce qu'il marque un tournant dans l'histoire de l'industrie des fonds alternatifs. Depuis cet événement de l'été 1998, les investisseurs et les gérants ont réalisé qu'un investissement dans un tel fonds peut présenter des risques conséquents. Il aura toutefois eu le mérite de leur faire prendre conscience des erreurs de jeunesse et de les corriger. C'est également à partir de cette date que les autorités de surveillance se sont sérieusement penchées sur l'industrie alternative. Ensuite, parce que LTCM constitue un cas d'école et illustre les extrêmes qui ont pu avoir cours dans cette industrie naissante¹¹¹.

Long Term Capital Portfolio était une limited partnership domiciliée aux Iles Caïmans. Elle était entièrement détenue par une limited partnership du Delaware, Long Term Capital Partners, qui détenait également d'autres véhicules de placement collectif offshore. Les investisseurs acquerraient des parts de cette entité américaine, dont la valeur dépendait des placements effectués par les entités détenues (structure du master-feeder funds). Cette structure était gérée par Long Term Capital Management, un gérant de fonds de placement (ces entités sont désignées ci-après par « LTCM »).

LTCM a été fondé en 1994 par plusieurs gérants réputés, dont les prix Nobel d'économie Meyron S. Scholes et Robert Merton, qui ont contribué à conférer une aura au fonds, compensant d'une certaine manière l'absence totale de transparence dudit fonds vis-à-vis de ses investisseurs. LTCM suivait une dizaine de stratégies réputées peu risquées basées sur l'arbitrage. Les premières années furent pour le moins encourageantes avec des rendements annuels parfois supérieurs à 40%, cependant expliqués en grande partie par le recours à un endettement massif. Ainsi, en avril 1998, les positions du fonds s'élevaient à environ 135 milliards de dollars alors que les fonds propres atteignaient 4,8 milliards, soit un effet de levier de 27 fois ses fonds propres !

L'une des stratégies suivie par LTCM consistait à prendre des positions long sur des obligations de pays émergents et des positions short sur les bonds du Trésor américain, tablant sur la convergence des prix (buying a credit spread strategy). En substance, aussi longtemps que la marge entre les deux cours reste stable ou diminue, la stratégie permet de dégager un rendement positif. Dans les premiers mois de l'année 1998, l'écart entre les cours augmenta de manière significative, atteignant jusqu'à 7 fois l'écart type. Toutefois, statistiquement, le calcul des probabilités concluait à la quasi-certitude d'un rapprochement des cours. Or, en août 1998, la Russie, pays émergent, annonça son défaut sur sa dette. Le taux d'intérêt des obligations de pays émergents augmenta de manière conséquente, le prix des obligations chutant, de sorte que tous les investisseurs cherchèrent à sortir en même temps de ces positions. LTCM détenait alors des positions long sur ces titres, constituant ainsi une première source de pertes. A l'inverse, les investisseurs se tournèrent alors vers des instruments plus sûrs, comme les bonds du Trésor américain. Face à la demande, le taux d'intérêt de ces derniers chuta et le prix du titre augmenta alors que LTCM avait des positions short sur cette valeur. De plus, une opération de fusion et acquisition, dans laquelle LTCM était engagé, suivant une stratégie d'arbitrage sur fusions et acquisitions censée diversifier ses positions, ne se conclut pas et engendra pour LTCM une perte de quelque 500 millions de dollars en quelques heures. Finalement, en août 1998, l'endettement du fonds était proche de

¹¹¹ Hedge Funds, Leverage and the Lessons of Long-Term Capital Management – Report of the President's working group on the financial Markets, SEC, avril 1999 ("LTCM Report").

cinquante fois le montant de ses fonds propres ! En septembre 1998, le fonds accusait une perte de 2 milliards et affichait une performance annuelle négative de 52%.

L'industrie des fonds de placement alternatifs a analysé ce cas et a identifié, en substance, les facteurs suivants ayant conduit LTCM à sa perte et qui, aujourd'hui, sont attentivement pris en compte dans le cadre des diverses procédures de due diligence.

La taille du fonds, estimée à près de 135 milliards de dollars, a tout d'abord fortement handicapé LTCM dans sa capacité à s'adapter rapidement aux changements des conditions économiques et financières. Faute de contrepartie, les titres que détenait LTCM dans des obligations de pays émergents ont souffert d'un manque de liquidité de sorte que le fonds n'a pu s'en débarrasser rapidement. Les gérants n'avaient par ailleurs pas prévu suffisamment de portes de sortie en cas de crise et n'ont pas su anticiper l'évolution du marché. L'effet de levier extrême et le hasard lié à la transaction de fusion et acquisition se sont chargés de précipiter la chute du fonds.

Annexe II : Caractéristiques des fonds alternatifs

Financement par des fonds de tiers

Le recours à cette technique suppose la possibilité pour le fonds, en vertu de la législation applicable et des règles contenues dans son prospectus, de pouvoir contracter des emprunts auprès de tiers permettant ainsi aux gérants de fonds alternatifs d'augmenter les sommes investies sur les marchés et, idéalement, la performance de leurs fonds.

Supposons que le gérant dispose d'un million et qu'il acquiert pour ce montant des actions. A terme, il vend les titres et comptabilise, par hypothèse, une performance de 10%, qui représente un gain de 100'000.-.

Supposons maintenant que le gérant dispose d'un montant équivalent et de la possibilité d'emprunter 500'000.- à un taux de 5% pour le même achat d'actions. Le gérant investit 500'000.- de ses fonds propres et les 500'000.- empruntés. La performance du titre s'élève également à 10%. A l'échéance de son placement, le gérant doit rembourser le capital emprunté et les intérêts, soit un total de 525'000.-. Le gain net s'élève donc à 75'000.-, soit une performance de 15% calculée sur les fonds propres.

A l'évidence, il est donc plus intéressant de financer des projets de placement en recourant à des fonds étrangers plutôt que d'investir la totalité de ses fonds propres dans un nombre limité d'opérations. Dans ce premier cas, l'investisseur obtient, dans notre exemple, une performance de 10% alors qu'elle s'élève à 15% dans le deuxième exemple. L'effet de levier, induit par le recours à des fonds de tiers, augmente donc bel et bien les montants investis ainsi que le potentiel de rendement.

Néanmoins, le recours à des fonds de tiers peut avoir de désagréables conséquences lorsque le placement se solde par une perte. Supposons à nouveau que le gérant dispose d'un million et qu'il acquiert des titres pour ce montant. A l'échéance du placement, il comptabilise une perte de 10%, soit 100'000.-, et ne dispose par conséquent plus que de 900'000.-.

Lorsque le gérant investit dans deux projets, chacun pour un montant de un million et financés pour moitié par des fonds de tiers rémunérés à un taux de 5% et que chacun des placements engendre une perte de 10%, le gérant rembourse le capital et les intérêts à l'échéance des opérations, soit un total de 1'050'000.-. Il comptabilise alors une perte de 250'000.-, soit 25%, calculée sur ses fonds propres, et ne dispose plus que d'un capital de 750'000.-.

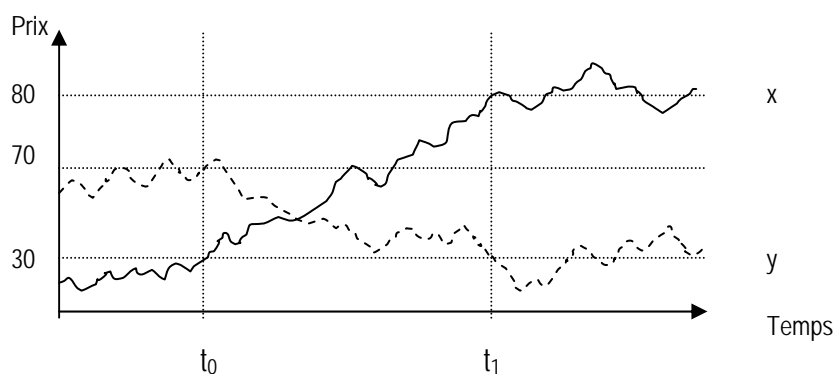
L'effet de levier implique donc également un effet multiplicateur à la baisse et donc un risque dans la gestion des fonds qui recourent à des fonds de tiers. En pratique, les gérants empruntent aujourd'hui généralement jusqu'à deux fois les actifs des fonds qu'ils gèrent. Avant la débâcle de LTCM, certains gérants ont eu recours à des emprunts vertigineux. Selon les estimations d'un gérant, effectuées en 1998 avant la débâcle du fonds précité sur un échantillon de 2'600 hedge funds, 30% des fonds ne recouraient pas à l'effet de levier ; 55% empruntaient jusqu'à deux fois leurs fonds propres ; 15% utilisaient massivement un effet de levier supérieur à deux fois leurs fonds propres¹¹². Aujourd'hui, l'utilisation de l'effet de levier

¹¹² Testimony of Richard R. Lindsay, SEC, Director, Division of Market Regulation, before the House Committee on Banking and Financial Services, concerning hedge funds activities in the US Financial Markets, October 1, 1998.

dépend principalement de la stratégie poursuivie par les fonds et de l'approche de chaque gérant¹¹³.

L'effet de levier se comprend donc clairement comme un financement externe, généralement à hauteur de 100% à 300% du capital sous gestion, structuré sous la forme de nantissement sur le portefeuille du fonds. Un tel financement s'obtient moyennant le respect de certaines conditions portant en particulier sur la composition, la diversification ainsi que la liquidité du portefeuille et doit être rémunéré. Il se différencie en cela du « crédit bancaire relais » (bridge financier), ligne de crédit de l'ordre de 10% à 30% des fonds propres, généralement ouverte par la banque dépositaire du fonds et dont le but est de permettre de faire face à des problèmes de liquidités temporaires, par exemple à de fortes demandes de rachat. Le recours au bridge financier dans un but d'investissement est donc exclu de sorte que les fonds en valeurs mobilières de droit suisse, à l'image des OPCVM de droit européen, sont habilités à recourir à un tel crédit¹¹⁴.

Les ventes à découvert



X et Y correspondent au cours de deux titres.

Par hypothèse, ces deux titres font partie de l'univers d'investissement d'un gérant traditionnel. Ce dernier, en t_0 , en acquiert 100 de chaque. En t_1 , les titres X réalisent un gain de 5'000.- alors que les titres Y enregistrent une perte de 4'000.-. Par conséquent, le gain du gérant traditionnel est, en t_1 , de 1'000.-.

A t_0 , le gérant alternatif estime que le cours du titre X est sous-évalué ; il croit fortement en l'évolution positive de cette valeur et en acquiert 100 au prix de 30 (positions « long » du fonds); il identifie également le titre Y comme étant sur-évalué. Il décide donc de se faire prêter 100 titres Y, généralement par son broker ou en les obtenant sur le marché des securities lending, qu'il vend immédiatement au prix de 70 et empoche donc 7'000.- (positions « short » du fonds). A l'échéance du prêt, en t_1 , il doit rendre les titres Y au prêteur. Il se procure donc sur le marché les 100 titres au prix de 30 et dénoue ainsi l'opération. Dans le même temps, il décide de vendre ses titres X au prix de 80. Par conséquent, il enregistre un gain de 5'000 sur

¹¹³ Rapport de la SEC, Implications of Growth of Hedge Funds, septembre 2003, p. 37 : selon les estimations rapportées, près de 90% des fonds suivant une stratégie macro recourent à l'effet de levier. Plus de la moitié de ces fonds présentent un ratio supérieur à deux fois leurs fonds propres. Au contraire, la moitié des fonds suivant une stratégie distressed securities utilisent du levier, dont 6% ont un ratio supérieur à deux fois leurs fonds propres.

¹¹⁴ Art. 34 al.2 lit. c LFP.

les titres X et un gain de 4'000 sur les titres Y, soit un gain total, en t_1 , de 9'000.-, alors que le gérant traditionnel, souvent contraint d'acquérir des titres faisant partie de son indice de référence qu'il sait sur-évalués et dont le cours est condamné à la baisse, ne présente à ses investisseurs qu'un gain absolu de 1'000.- pour les mêmes titres et la même période.

Le succès de la technique de la vente à découvert repose donc sur la capacité d'analyse du gérant alternatif afin d'anticiper les mouvements de marché et identifier les titres sous-évalués et sur-évalués. Le risque lié à ce genre d'opération ne peut être quantifié : la perte peut être infinie selon l'évolution des titres. Par exemple, en t_0 , le gérant estime que le titre X est sur-évalué et décide donc de le shorter. Il se fait remettre 100 titres au prix de 30, les vend immédiatement et empoche le prix de vente, soit 3'000.-. En t_1 , il doit rendre les titres au prêteur ; il doit donc se les procurer sur le marché au prix de 80. Il doit alors comptabiliser une perte de 5'000.-. La perte peut être illimitée en fonction de la baisse du titre considéré. Si le gérant a de surcroît identifié un potentiel de hausse dans le titre Y, il devra encore comptabiliser une perte supplémentaire de 4'000.-. Il totalisera donc une perte totale de 9'000.-. Le risque peut encore être amplifié si l'opération est financée par des fonds de tiers.

Les produits dérivés

Nous ne traiterons ici que des options, les mêmes considérations valant toutefois pour les futures, forwards, swaps, warrants et autres produits dérivés.

Une option se définit comme le droit, et non l'obligation, d'acheter (option call) ou de vendre (option put) un nombre déterminé de titres d'une valeur de base (sous-jacent) à un prix déterminé d'avance (prix d'exercice de l'option) à une certaine date (échéance). Ce droit résulte d'un contrat d'option par lequel l'acquéreur obtient l'option contre paiement du prix (prix de l'option).

Les hedge funds se différencient des fonds traditionnels dans l'usage qu'ils peuvent faire de produits dérivés, non dans un but de couverture comme pourrait le laisser croire la traduction du terme de « hedge » (couverture), comme cela est autorisé dans la gestion de fonds traditionnels, mais dans le but d'améliorer la performance du portefeuille du fonds, ce que les législations européennes et nord-américaines interdisent en principe aux gérants traditionnels. L'usage de produits dérivés est donc spéculatif puisqu'il se fonde sur des estimations à la hausse ou à la baisse des sous-jacents envisagés et induit également un effet de levier sur le portefeuille du fonds. A l'instar de l'effet de levier résultant d'un financement extérieur, l'utilisation de produits dérivés, en particulier les options et les futures, peut également aboutir à des conséquences indésirables lorsque les marchés n'évoluent pas conformément aux projections des gérants.

Par hypothèse, un gérant dispose d'un montant de un million. Une étude attentive du titre X l'amène à conclure que le cours du titre devrait suivre une évolution positive dans les six prochains mois. Il acquiert donc pour un million de titres X au cours de 50 par action. Six mois plus tard, le cours du titre est de 62. Le gérant décide donc de vendre ses 20'000 titres X et empoche un gain de 240'000.-, soit une performance de 24%.

Supposons maintenant que le gérant, disposant d'un même montant, parvient à des conclusions identiques sur l'évolution du cours du titre X. Plutôt que d'acquérir directement des titres X, il décide d'acheter des options call lui permettant d'acquérir des titres X, le sous-jacent, au cours déterminé de 50 à une échéance de six mois. Par hypothèse, le prix de l'option, ou la

prime, est de 5. Le gérant obtient donc 200'000 options. A l'échéance, le cours du titre est de 62. A l'évidence, le gérant décide donc d'appeler l'émetteur des options afin d'exercer son droit à l'achat de titres X au cours de 50, titres qu'il revend immédiatement au cours du marché, soit 62. Cette opération lui procure donc un gain de 2'400'000.-, soit une performance de 140% calculée sur les fonds propres de départ ! Plutôt que d'acquérir les titres X puis les revendre, ce qui suppose de disposer de liquidités importantes, le gérant peut également vendre les options qu'il détient et obtiendra ainsi une même performance. C'est généralement ce que font les gérants alternatifs. Il peut en outre lever les titres et les conserver s'il estime que ces derniers devraient encore prendre de la valeur.

L'usage de produits dérivés induit donc bel et bien un effet de levier. Ce dernier provient du fait que le rendement obtenu sur une option est plus important que le rendement sur le titre. Il n'en demeure pas moins que l'usage de tels produits financiers dans ce but, et non dans celui de couvrir les risques d'une position par exemple, relève de la spéculation et le succès de ces opérations repose donc sur la capacité du gérant à lire l'évolution des marchés financiers. Dans le cas contraire, l'effet multiplicateur joue également à la baisse, auquel cas la perte est souvent totale.

Par exemple, si à l'échéance le titre X ne vaut que 55, ce qui représente tout de même une hausse de 10% par rapport au cours d'achat, le gain du gérant qui aura eu recours à des options sera nul alors que le gérant qui aura acquis les titres X comptabilisera un gain de 100'000.-. Si le cours du titre se maintient à 50, le gérant qui détient les titres X enregistre une performance nulle. Dans le cas du gérant qui a acquis des options, ce dernier n'exercera pas son droit et subit une perte totale de son investissement initial. Enfin, si le cours chute à 38, le gérant détenant des options essuie également une perte totale alors que la perte du gérant détenant les titres se limite à une perte de 240'000.-, soit une performance négative de 24%.

Exposition brute et exposition nette

L'exposition brute permet de déterminer facilement si le gérant d'un fonds alternatif a recours, cas échéant dans quelle proportion, à l'effet de levier résultant d'emprunts.

Pour obtenir ce ratio, il suffit d'additionner la proportion représentée dans le portefeuille du fonds envisagé des positions long à celle des positions short. Un ratio supérieur à 100% indique que le gérant investit plus d'argent que les fonds propres dont il dispose. Partant, le gérant recourt à du financement externe.

Par exemple, dans le fonds A, les positions long représentent 87% du portefeuille du fonds, les positions short 23%. Le ratio ainsi obtenu est de 110% : le gérant utilise du levier mais dans une très faible proportion.

Pour le fonds B, les positions long représentent 95% du portefeuille et les positions short 50%. Le ratio est donc de 145%, indiquant que le gérant B recourt dans une plus large mesure au financement de ses placements par des fonds de tiers que ne le fait le gérant A.

A ce stade, un investissement dans le fonds B induit donc un risque plus élevé qu'un investissement dans le fonds A.

L'exposition nette permet de connaître le niveau de corrélation du fonds par rapport aux marchés, ou la quantité de risque de marché prise par le gérant. Ce ratio dépend donc fortement des convictions de ce dernier sur l'évolution des marchés financiers. Il est déterminé par la proportion des positions long dont il faut retrancher les positions short. Plus le pourcentage est proche de zéro, moins le fonds est sujet au risque de marché.

Pour le fonds A, le ratio obtenu est de 64% ; pour le fonds B, le ratio est de 45%.

En terme de risque de marché, le fonds B est donc moins risqué que le fonds A, orienté de manière prépondérante vers des positions long. La proportion de positions long du fonds B, pourtant élevée, est atténuée par la proportion des ventes à découvert.

Un gérant traditionnel aura quant à lui une exposition nette comprise entre 90 et 100% selon qu'il est plus ou moins investi alors que le calcul de l'exposition brute n'a pas de sens puisque les législations interdisent généralement le recours au financement externe dans le cadre de la gestion traditionnelle. C'est la raison pour laquelle certains économistes affirment que la gestion traditionnelle n'est pas plus risquée que la gestion alternative qui, elle, parvient à diminuer de manière importante l'exposition des portefeuilles à la volatilité et le risque des marchés. Le législateur suisse, quant à lui, fait abstraction de cette définition du risque et se concentre uniquement sur le risque global découlant de l'usage de certains produits financiers ou autres techniques de gestion, en particulier l'effet de levier, et la qualité des placements des fonds. Dans ces conditions, il est difficile de contester la pratique de la CFB consistant à appréhender les hedge funds comme des fonds présentant un risque particulier, au sens de l'art. 35 al.6 LFP.

Annexe III : Conformité des positions des fonds de placement par rapport à leur dénomination

L'annexe aux directives de la Commission fédérale des banques pour des requêtes concernant l'approbation du règlement d'un fonds de placement suisse, l'autorisation d'une direction de fonds et l'autorisation d'une banque dépositaire du 18 décembre 2001 dispose ce qui suit :

«8. Fonds de fonds (Fund of Funds)

Un fonds de fonds doit investir en principe sa fortune à 100 % conformément à son nom, car déjà au niveau des sous-fonds, les placements ne correspondent pas toujours au nom du fonds. Par exemple, la fortune d'un «Fund of Funds Swiss Equity» doit être investie entièrement dans d'autres fonds qui investissent en actions de sociétés suisses.

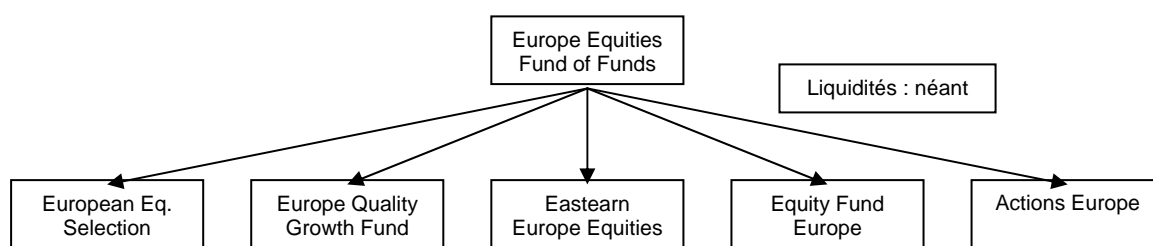
De manière alternative, il est admis de satisfaire aux conditions précitées sur une base consolidée. C'est-à-dire que les placements des sous-fonds peuvent respecter de manière consolidée les limitations de la présente annexe.

Si, en outre, des investissements directs ont lieu, les règles de ladite annexe s'appliquent à ces derniers.

Il n'est pas nécessaire de mentionner expressément la construction de fonds de fonds elle-même dans le nom du fonds. »

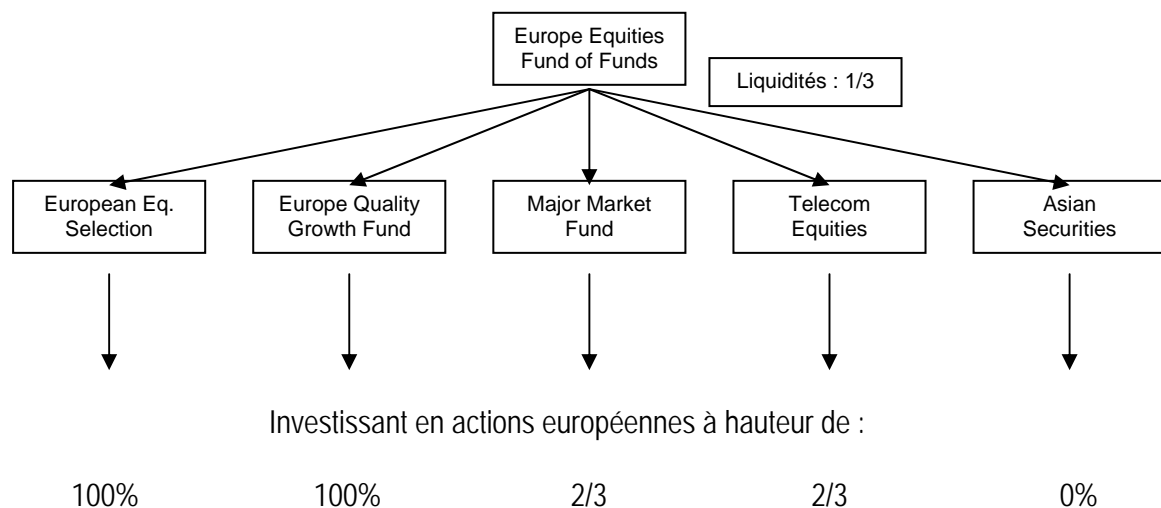
Ce qui précède peut être illustré comme suit :

Un fonds de fonds, par hypothèse dénommé « Europe equities fund » peut investir de la manière suivante :



Dans ce cas, la CFB vérifie la conformité des placements du fonds principal. Ce dernier doit donc investir la totalité de sa fortune dans des fonds secondaires investissant en actions européennes et ne dispose d'aucune liquidité.

Ou alternativement :



Les fonds secondaires investissent donc bel et bien ensemble, de manière consolidée, 2/3 des actifs du fonds principal dans des actions européennes. Cette alternative permet au fonds de garder en outre des liquidités, ce qui peut être important pour un fonds de fonds alternatifs.

Dans ce cas, la CFB vérifie la conformité des placements des fonds secondaires à la lumière de la politique d'investissement du fonds principal. Cette solution permet donc au gérant du fonds principal une plus grande marge de manœuvre.

Annexe IV : Principe du « point de plus haute marée »

Dans la règle, les gérants de fonds alternatifs prélèvent habituellement une commission forfaitaire annuelle de 1.5%, calculée sur la base des actifs nets gérés et destinée à couvrir les frais usuels de gestion et d'administration, ainsi qu'une commission de performance de 20% intéressant directement le gérant. La performance nette de frais peut donc s'en trouver considérablement réduite. A priori, cette dernière commission peut sembler élevée mais est toutefois soumise à condition. Ainsi, le point de plus haute marée, le High Watermark, sur une base absolue, permet de protéger les investisseurs de devoir s'acquitter de commissions de performance pour des rendements qui ont déjà été réalisés dans le passé. Ce qui implique, en d'autres termes, pour le gérant de rattraper des pertes éventuelles avant de pouvoir prétendre à une commission de performance.

Par exemple, un investisseur acquiert des parts de fonds pour 10'000.-. Par hypothèse, le fonds lui procure un rendement de 10%, ce qui représente un gain de 1'000 pour l'investisseur. Sur ce montant, le gérant prélève sa commission de performance de 20%, soit 200. Pour l'investisseur, à la fin de la première année, le High Watermark est donc fixé à 11'000. Aussi longtemps que le capital de l'investisseur ne croît pas au-delà de ce seuil, le gérant ne pourra prétendre à aucune commission de performance.

La deuxième année, le fonds présente une performance négative de 20% ; le gérant ne peut donc prélever de commission de performance. La troisième année, le fonds affiche une hausse de 10% qui ne suffit toutefois pas à dépasser le seuil de 11'000.- de sorte que le gérant doit à nouveau se passer de commission de performance. Cette dernière peut enfin être prélevée la quatrième année grâce à un rendement de 30%. L'investisseur voit alors son capital croître à 12'584.-, constituant ainsi un nouveau High Watermark. La commission de performance de 20% est ainsi calculée sur le montant excédant le premier seuil, soit 1'584.-.

Dans l'hypothèse où le gérant prélève une commission de performance selon le principe du High Watermark sur une base annuelle, le High Watermark est calculé à la fin de chaque année fiscale du fonds. L'investisseur s'acquitte donc de la même commission de 200 lors de la première année et n'en paie pas la seconde année, le fonds présentant une performance négative de 20%. La troisième année, le fonds offre un rendement de 10% qui procure à l'investisseur un capital de 9'680. Le seuil étant à 8'800 la dernière année, une commission de performance pourra être prélevée par le gérant sur la base du montant excédant le dernier High Watermark, soit 880, alors même que l'investisseur ne voit pas son capital augmenté par rapport à sa mise de fonds. La quatrième année, l'investisseur devra également payer une commission de performance calculée sur le montant excédant le seuil du nouveau High Watermark de 9'680, à savoir 2'904. Comme lors de la première année, il s'acquitte donc à nouveau d'une commission de performance pour l'augmentation de son capital de 10'000 à 11'000.-.

Le tableau ci-dessous compare les performances payées par l'investisseur selon que le gérant recourt au principe du High Watermark sur une base absolue ou sur une base annuelle.

En outre, signalons encore qu'un investisseur entrant, dans notre premier exemple, la seconde année dans un fonds appliquant un High Watermark sur une base absolue, ne paiera pas de commission de performance aussi longtemps que le point de plus haute marée du fonds n'aura pas été dépassé, et ce malgré si cet investisseur voit la valeur de son capital augmenter.

	Année 1	Année 2	Année 3	Année 4
Performance annuelle du fonds	+10%	-20%	+10%	+30%
Capital de l'investisseur en fin d'année fiscale du fonds (capital initial de 10'000)	11'000	8'800	9'680	12'584
High Watermark (base absolue)	11'000	11'000	11'000	12'584
Commission de performance due par l'investisseur	200	0	0	316.80
	Année 1	Année 2	Année 3	Année 4
Performance annuelle du fonds	+10%	-20%	+10%	+30%
Capital de l'investisseur en fin d'année fiscale du fonds (capital initial de 10'000)	11'000	8'800	9'680	12'584
High Watermark (base annuelle)	11'000	8'800	9'680	12'584
Commission de performance due par l'investisseur	200	0	176	580.80

Bibliographie générale

Aeberli Urs : Anlagefonds : Voraussetzungen für eine Vertriebsbewilligung der EBK-Praxis. Ein Schuss ins Schwarze, Schweizer Versicherung 9/97, 72.

Bizzozero Alessandro / Zufferey Jean-Baptiste, le champ d'application de la loi fédérale sur les fonds de placement, PJA 5, 1996, 28.

Broche Michel / Magnollay Florian, la révision des fonds de placement, ECS 70, 1996, 209.

Bulletin de la Commission Fédérale des Banques, disponibles sur le site Internet de la CFB, www.ebk.ch.

Daeniker Daniel, Das revidierte Anlagefondsgesetz im Europäischen Umfeld, SZW 66, 1994, 273.

Den Otter Matthäus J., Neuerung im Bereich der Anlagefonds, Aktuelle Rechtsprobleme des Finanz- und Börsenplatzes Schweiz, vol. 9, Berne, 2001.

Den Otter Matthäus J., Anlagefondsgesetz, Kommentar mit ergänzenden Gesetzen und Bestimmungen zur Regulierung und Selbstregulierung von Anlagefonds, Orell Füssli, 1996.

Du Pasquier Shelby, fonds de placement: un état des lieux, SJ 119, 1997, 197.

Forstmoser Peter, Kommentar zum schweizerischen Anlagefondsgesetz, Zürich, 1997.

Glaus Andreas, Anlagefonds, Typen, Funktionen und nationale Märkte, Thèse, St-Gall, 1997.

Ineichen Alexandre, Absolute Returns, Risks and Opportunities of Hedge Funds Investing, New York, John Wiley & Sons, 2003.

Kühne Armin, Bewilligungspflicht gemäss Anlagefondsgesetz, Thèse, Zürich, 2002.

L'Habitant François-Serge, Gestion alternative: comprendre et investir dans les hedge funds, Paris, 2004.

L'Habitant François-Serge, Hedge funds, myths and limits, Chichester, J.Wiley, 2003.

Luchsinger Gähwiler Catrina, Der Vertrieb von Fondsanteilen, Thèse, Zürich, 2004.

Marti Romain, Erste Erfahrungen der Eidg. Bankenkommission mit dem neuen Anlagefondsgesetz, Aktuelle Fragen des Kapitalmarktsrechts, Zürich, 1996, 159.

Rapport de gestion de la Commission Fédérale des Banques, disponibles sur le site Internet de la CFB, www.ebk.ch.

SFA News, disponibles sur le site Internet de la Swiss Fund Association, www.sfa.ch.

Spinler Peter, Das neue schweizerische Anlagefondsgesetz und das europäische Investmentgeschäft, PJA 3, 1994, 284.

Stadler Ralph, Europäisches Investmentrecht und das Schweizerische Anlagefondsgesetz, Zürich, 1990.

Stotz Félix, Wer darf Fonds anbieten, Swiss Fund Guide 2000, 44.

Stotz Félix, Das Konzept der Aufsicht über Anlagefonds, ECS 69, 1995, 931.

Watter Rolf, Investorenschutz im Kapitalmarktrecht, PJA 6, 1997, 269.

Zufferey Jean-Baptiste, Protection de l'investisseur et protection de la fonction, ZSR 115 I cahier 2, 1996, 169.