

## CAÏMANS, LUXEMBOURG OU SUISSE

# Quelle juridiction pour les hedge funds?

Traditionnellement, mais aussi par effet de mode, les gestionnaires de hedge funds choisissaient les îles Caïmans comme destination pour leurs fonds de placement. Or, de nombreuses autres juridictions ont récemment créé des véhicules dont les règles d'investissement sont suffisamment souples pour supporter une gestion alternative. Explications.

**Dominique LECOQ**

*Avocat – LL.M. in Securities and Financial Regulation*

*Associé du cabinet clopathlecocq  
lecocq@clopathlecocq.com*

Le Luxembourg, avec sa loi du 13 février 2007 relative aux Fonds d'investissement spécialisés (FIS), en est un bel exemple. Actuellement, plus de quarante FIS sont autorisés chaque mois à Luxembourg par la Commission de surveillance du secteur financier (CSSF). D'autres pays offrent des véhicules attractifs, comme les Pays-Bas avec le Dutch Exempt Investment Fund ou encore les fonds pour investisseurs qualifiés liechtensteinois. On y pense moins ou pas, mais la législation suisse permet également de créer des véhicules à gestion alternative.

### Restrictions d'investissement

Les fonds des îles Caïmans offrent une flexibilité absolue. Ils ne connaissent aucune restriction quant aux investissements sous-jacents. Tout type de placement est permis, y compris des placements immobiliers et illiquides. Les FIS ne sont également soumis à aucune restriction d'investissement, si ce n'est une obligation de diversification minimale des investissements sous-jacents. Un placement ne peut, en principe, pas dépasser 30% de la valeur nette d'inventaire d'un compartiment. Les fonds des îles Caïmans et les FIS ne doivent respecter aucune règle de sous-capitalisation. Ils peuvent prendre des engagements et effectuer des opérations à effet de levier considérable.

Les fonds suisses en placements alternatifs sont autorisés à investir dans les valeurs mobilières, le marché monétaire, les valeurs immobilières, les métaux précieux, les matières premières, les produits dérivés, les produits structurés, les placements collectifs, les avoirs à vue et à terme, jusqu'à douze mois d'échéance. Ils peuvent, en particulier, procéder à des ventes à découvert et effectuer des placements qui bénéficient d'un accès limité au marché, qui sont sujets à de fortes variations de cours, ou qui impliquent une répartition limitée des risques. Les fonds suisses en placements alternatifs peuvent, en outre, recourir à des crédits jusqu'à concurrence de 50% de la fortune nette du fonds, mettre en gage ou en garantie jusqu'à 100% de la fortune nette du fonds et contracter des engagements dont l'ensemble représente 600%, au plus, de la fortune nette du fonds. En comparaison avec les fonds des îles Caïmans et les FIS, les seuils fixés par la législation suisse sont très compétitifs. Dans les faits, les gérants de hedge funds n'excèdent que rarement ces seuils qui sont déjà très élevés.

### Structure et investissement minimum

Un fonds des îles Caïmans peut être constitué sous la forme d'une société (Exempted Company), d'un fonds commun de placement (Unit Trust) ou d'une société en commandite (Partnership). L'investissement minimum requis est de 100 000 dollars par investisseur, étant toutefois précisé qu'il n'y a pas de règle sur la fortune minimale du fonds.

Les FIS peuvent, quant à eux, prendre la forme d'un fonds commun de placement ou

d'une Société d'investissement à capital variable (SICAV) qui peut être constituée en société anonyme, en société en commandite par actions, en société à responsabilité limitée ou en société coopérative. L'investissement minimum requis est, en principe, de 125 000 euros à moins qu'il ne s'agisse d'un investisseur institutionnel, d'un investisseur professionnel ou d'un investisseur au bénéfice d'une appréciation d'un intermédiaire financier, auxquels cas l'investissement initial peut être en deçà de 125 000 euros. L'actif net du FIS doit atteindre, au minimum, 1 250 000 euros dans un délai de douze mois à compter de l'émission de l'agrément par la CSSF.

Les fonds suisses en placements alternatifs ouverts (open-end) peuvent prendre la forme d'un fonds commun de placement ou d'une SICAV (autogérée ou à gestion externe). Au moment de la fondation d'une SICAV autogérée, les actionnaires entrepreneurs doivent verser un apport minimal de 500 000 francs suisses. L'apport minimal est de 250 000 francs pour une SICAV à gestion externe. Dans tous les cas, le fonds doit disposer d'une fortune minimale nette de 5 millions de francs suisses, au plus tard un an après son lancement. La loi n'impose pas d'investissement minimum par investisseur. Les options des îles Caïmans et du Luxembourg sont très flexibles et moins onéreuses à mettre en place. Un fonds suisse en placements alternatifs nécessite des moyens plus importants au lancement, mais l'exigence d'une fortune minimale nette de 5 millions après une année est très raisonnable. Quelle que soit sa juridiction, un fonds dont la fortune n'excède pas 5 millions est difficilement viable.

## Investisseurs et commercialisation en Suisse

Un fonds d'investissement étranger ne peut être distribué au public en Suisse que dans la mesure où il est enregistré auprès de la Commission fédérale des banques (CFB). Or, la CFB n'accepte d'autoriser la distribution des fonds étrangers que pour autant que l'autorité de surveillance du pays d'origine du fonds exerce une protection des investisseurs comparables aux standards suisses. Etant donné que la CFB ne reconnaît pas la surveillance exercée par la Cayman Islands Monetary Authority (CIMA), un fonds des îles Caïmans ne peut pas être offert au public en Suisse. Il doit être uniquement destiné à des investisseurs qualifiés.

La CFB reconnaît, en général, les normes de surveillance de la CSSF, mais a toutefois laissé entendre qu'un FIS n'offre pas une protection suffisante pour une distribution au public. Dès lors, les FIS ne peuvent également être offerts qu'à des investisseurs qualifiés en Suisse.

Le fait qu'un fonds étranger ne puisse être distribué qu'à des investisseurs qualifiés a un impact important sur son mode de commercialisation en Suisse. Le distributeur du fonds doit s'abstenir de toute publicité, que ce soit par voie de médias, de courriers électroniques, d'envois non sollicités d'information, de recommandations, de conférences de presse, de communications téléphoniques, de road-shows, de reportages ou de visites à domicile. Les sites internet diffusant des informations sur ces fonds doivent contenir une clause de non-responsabilité (disclaimer) ou une restriction d'accès.

Le distributeur est uniquement autorisé à publier le prix, le cours et la valeur d'inventaire, ainsi que les données fiscales du fonds, pour autant que la publication ne contienne aucune coordonnée de contact. La publication de données sur des systèmes d'information électroniques tels que Bloomberg ou Reuters est également admissible, indépendamment de l'existence de coordonnées de contact, pour autant qu'il soit garanti que la publication ne s'adresse qu'à des investisseurs qualifiés.

Le critère de l'appel au public est de prime abord sans importance pour les placements collectifs de droit suisse. Dans la mesure où une approbation de la CFB est toujours nécessaire pour un fonds suisse, il n'y a que peu de restrictions sur les moyens de publi-



«On y pense peu ou pas, mais la législation suisse permet également de créer des véhicules à gestion alternative»

DOMINIQUE LECOCQ – CABINET CLOPATHLECOQC

cités utilisés en Suisse. Il en va de même pour les fonds suisses destinés uniquement à des investisseurs qualifiés. C'est un avantage non négligeable en termes de visibilité pour le fonds et son gérant.

La structure d'un fonds suisse destiné uniquement à des investisseurs qualifiés peut de surcroît être considérablement allégée. La CFB peut soustraire le fonds à l'obligation de remettre des certificats, d'établir un prospectus, d'établir un rapport semestriel et d'accorder aux investisseurs le droit de dénoncer le contrat en tout temps. Les règles applicables à la répartition des risques sont également assouplies.

### Des délais assez variables

Un fonds des îles Caïmans doit requérir un agrément auprès de la CIMA avant le commencement de ses opérations. La procédure est rapide et l'agrément est, en règle générale, émis dans les dix jours suivant le dépôt de la requête.

Un FIS peut commencer son activité avant l'octroi d'un agrément de la CSSF. Le fonds doit, toutefois, déposer une demande d'agrément dans le mois qui suit sa création. Cette procédure d'autorisation a posteriori permet une réactivité très appréciée par les promoteurs.

La procédure d'autorisation d'un fonds suisse en placements alternatifs est plus

complète et peut durer jusqu'à huit semaines à compter de la réception de la requête. Ce délai, qui paraît long en comparaison des délais offerts par la CIMA et la CSSF, s'explique par le fait qu'un fonds suisse en placements alternatifs peut être offert à des investisseurs non sophistiqués. La CFB souhaite s'assurer que le fonds répond aux critères de protection requis pour une offre au public. Si le fonds en placements alternatifs est destiné à des investisseurs qualifiés uniquement, le délai est réduit à quatre semaines.

Il est difficile de concurrencer des juridictions offrant des véhicules aussi flexibles que les îles Caïmans ou que le FIS. Le choix final de la juridiction dépendra non seulement des critères énumérés dans cet article, mais également de l'impact fiscal pour le fonds et ses investisseurs.

Par l'adoption des règles applicables aux fonds suisses en placements alternatifs, le législateur a souhaité trouver un compromis entre des véhicules quasiment dérégulés et les fonds de placement soumis à des règles strictes. Le panachage est bien réussi. Dans tous les cas, les fonds suisses en placements alternatifs bénéficient du «Swiss Branding», qui est un excellent argument de vente dans de nombreux pays. ■

D.L.