



HAL
open science

La localisation des hedge funds en Europe et son impact sur les politiques réglementaires

Michel Boutillier, Georges Cavalier, Suel Elisabeth, Michel Aglietta, Sandra Rigot, Yamina Tadjeddine, Philippe Frouté

► To cite this version:

Michel Boutillier, Georges Cavalier, Suel Elisabeth, Michel Aglietta, Sandra Rigot, et al.. La localisation des hedge funds en Europe et son impact sur les politiques réglementaires. pp.104, 2009. hal-02961854

HAL Id: hal-02961854

<https://univ-lyon3.hal.science/hal-02961854v1>

Submitted on 9 Oct 2020

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

Janvier 2009

La localisation des *hedge funds* en Europe et son impact sur les politiques réglementaires

Contrat AMF-EconomiX

Contact : Michel Boutillier
Professeur de Sciences Economiques à l'Université Paris X
Adresse postale : UFR SEGMI, bât. G
Université Paris - Ouest – Nanterre – La Défense
200, avenue de la République
92001 Nanterre cedex
Adresse électronique : Michel.Boutillier@u-paris10.fr

TABLE DES MATIERES GENERALE

« Executive summary »	v
L'équipe de recherche	vii
Introduction générale	ix

Premier volet : approche positive

La localisation des *hedge funds* en France et en Grande-Bretagne et son impact sur les politiques réglementaires
Aspects juridiques et fiscaux

Georges **Cavalier** et Elisabeth **Suel**

1/143

Localisation urbaine et européenne des *hedge funds* (Londres, Paris, Genève)
La dynamique des liens faibles

Yamina **Tadjeddine**

105/143

Deuxième volet : approche normative

Hedge funds, marchés financiers et régulation

Michel **Aglietta** et Sandra **Rigot**

1/98

« Executive Summary »

Au niveau européen, le leadership londonien en matière de localisation de la gestion des *hedge funds* est incontestable et un examen approfondi de Paris et de Londres, centré sur leur compétitivité comparée en cette matière, s'impose.

Les hedge funds se définissent par leurs techniques de gestion, plutôt que par leur forme juridique. Aussi, le premier volet de cette étude se livre d'abord à un exercice inédit de qualification juridique. Les hedge funds peuvent être qualifiés d'OPCVM dérogatoires se distinguant des OPCVM généraux comme des OPCVM coordonnés par leurs objectifs, leurs instruments et leurs techniques. La comparaison menée entre l'attractivité de la France et celle de la Grande-Bretagne en matière de gestion des hedge funds révèle que le cadre réglementaire mis en place par la loi financière du 1er août 2003, avec la création notamment des OPCVM ARIA et contractuels, a doté la France de véhicules spécialement dédiés à l'industrie alternative et jugés attractifs par de nombreux acteurs, même si ils sont difficilement exportables.

Le principal attrait de la place de Londres resterait donc la fiscalité, notamment relative à l'imposition des plus-values. Néanmoins, le durcissement opéré en Grande-Bretagne à travers le *Finance Act* de 2008 ainsi que les récentes mesures relatives au bouclier fiscal ou au crédit d'impôt-recherche en France amorcent une convergence entre les deux systèmes. Certes, cette évolution est encore trop récente pour que son impact soit perceptible, en raison de la « dépendance au sentier ». Cette dernière a conduit la place de Londres à se singulariser par l'exceptionnelle diversité des institutions financières qui y sont présentes ; ainsi Londres connaît des conditions de concurrence et d'innovation supérieures à celles de Paris. Cette situation peut cependant évoluer car l'industrie de la gestion alternative, parvenue à maturité, peut connaître une rationalisation catalysée par la crise actuelle et être redistribuée au sein des places et des groupes financiers.

Le premier volet de l'étude montre également comment les gérants de *hedge funds* ont cherché de nouveaux vecteurs de communication pour attirer dans leurs *start-up* clients et employés. Ces stratégies mobilisent largement les canaux de la *soft information* comme en témoigne la proximité des sociétés de gestion londoniennes avec les clubs privés. Cette localisation peut aussi s'analyser comme un signal pour les investisseurs. Sur ce plan, comparativement à Londres, la place de Paris a pâti des contraintes explicites sur la commercialisation des fonds *offshore*.

Toutefois, la crise financière actuelle illustre que le développement des *hedge funds* n'est pas sans risque car ces derniers transmettent un risque systémique au même titre que des banques du fait de leur structure financière. Ils sont vulnérables à l'interaction du risque de crédit et du risque de liquidité du fait de leur levier. Ils sont donc vendeurs forcés d'actifs en temps de crise, comportement qui propage la détresse entre les marchés.

Ces éléments amènent le second volet de cette étude à préconiser un renforcement de la réglementation financière, renforcement qui concernerait les *hedge funds* (en leur appliquant par exemple un ratio de solvabilité) mais aussi les produits structurés (création d'une infrastructure de compensation et règlement pour les produits dérivés négociés aujourd'hui sur les marchés de gré à gré) et les agences de notation (qui devraient être strictement cantonnées à l'évaluation et dont l'activité devrait être rémunérée par une taxe spécifique pour éliminer les conflits d'intérêt). En effet, pour endiguer assez tôt la propagation des crises, la sensibilité au risque de liquidité dû aux *hedge funds* ne peut être détectée par les banques centrales que si elles ont une évaluation de la position agrégée de tous les *hedge funds* sur tous les marchés.

L'équipe de recherche

La coordination et l'animation d'ensemble a été assurée par Michel Boutillier, professeur à l'Université Paris X, la constitution et l'animation du pôle juriste ayant été confiée à Bertrand du Marais en sa qualité de professeur associé à l'Université Paris X.

L'équipe de recherche a en outre compté les personnes suivantes :

- Michel Aglietta, professeur émérite à l'Université Paris X et conseiller scientifique au CEPII
- Gunther Capelle-Blancard, aujourd'hui professeur à l'Université Paris I
- Georges Cavalier, maître de conférences à l'Université Lyon III
- Philippe Frouté, post-doctorant à l'UMR EconomiX (CNRS-Paris X)
- Sandra Rigot, doctorante à l'Université Paris X
- Thomas Straub, professeur à l'Université de Berne et chercheur à HEC Genève
- Elisabeth Suel, doctorante à l'Université Paris XI et chercheur au CRDP (Centre de recherche en droit public) de l'Université Paris X
- Yamina Tadjeddine, maître de conférences à l'Université Paris X

Toutes les personnes rattachées à Paris X sont également membres permanents ou chercheurs associés à EconomiX (UMR 7166 CNRS-Paris X).

En particulier, G. Cavalier, S. Rigot, T. Straub, E. Suel et Y. Tadjeddine ont mené les interviews à Genève, Londres, New-York et Paris. Une mention spéciale est destinée à S. Rigot qui a creusé les sillons londoniens (avec l'appui de Y. Tadjeddine) et new-yorkais, à G. Cavalier et E. Suel (avec les « coups de pouce » de B. du Marais) pour leurs incursions dans les cabinets d'avocats et de fiscalistes (notamment parisiens) et à T. Straub qui a su ouvrir pour le groupe les portes très feutrées de la place genevoise.

Le rapport rassemble les contributions suivantes :

- le résumé et l'introduction générale ont été conçus par M. Boutillier et P. Frouté ;
- la première partie est constituée des textes de G. Cavalier et E. Suel d'une part (aspects réglementaires et fiscaux) et de Y. Tadjeddine d'autre part (aspects économiques) ;
- la seconde partie a été entièrement rédigée par M. Aglietta et S. Rigot.

Chaque auteur (ou groupe d'auteurs) détaille dans sa contribution les nombreux soutiens et les diverses coopérations dont il a bénéficié.

Outre le financement accordé par l'AMF – sans lequel le projet et ce rapport n'auraient pas vu le jour - et le soutien bienveillant de Fabrice Pansard et de Hubert Reynier, l'équipe a bénéficié du soutien matériel et financier du laboratoire EconomiX, et en particulier de son secrétariat ; l'équipe adresse donc à toutes ces institutions et à toutes ces personnes ses remerciements les plus sincères, et particulièrement sa gratitude à l'égard de l'AMF.

La localisation des *hedge funds* en Europe et son impact sur les politiques réglementaires

Éléments de contexte

Le présent rapport étudie les déterminants de la localisation croissante des gestionnaires de *hedge funds* dans la capitale britannique. Face au développement de cette activité, il est en effet nécessaire de s'interroger sur les ressorts de l'attractivité londonienne, notamment au regard de la place de Paris.

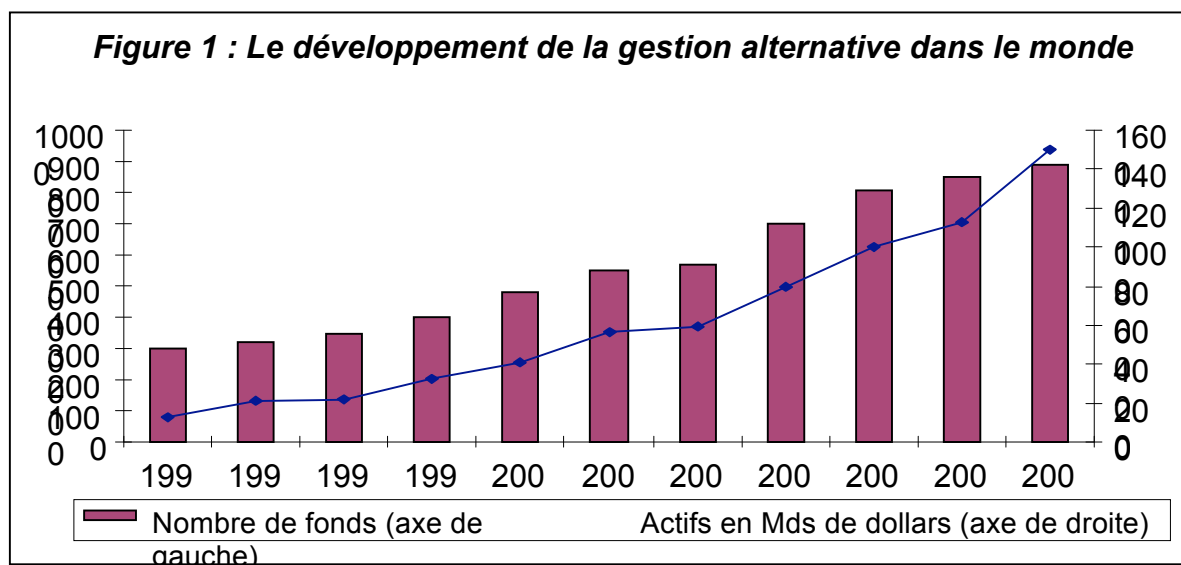
Il convient également d'inscrire la réflexion dans une perspective plus large de réflexion sur les conséquences en termes prudentiels de cette migration et de la nécessité d'une réglementation européenne adaptée au regard des risques inhérents à cette activité dont la crise des *subprimes* et ses répercussions sur le marché de la titrisation et le système bancaire illustrent l'ampleur.

En effet, les dernières décennies ont vu le maintien du rythme soutenu des innovations financières initié dans les années 80. L'essor des nouvelles technologies de l'information et de la communication (NTIC) a favorisé la baisse des coûts de transaction et l'accroissement des mouvements internationaux de capitaux. Ces éléments combinés à l'harmonisation réglementaire au sein de l'Union européenne ainsi qu'à la constitution de grands groupes européens ont contribué à la transformation de l'industrie de la gestion d'actifs. La gestion d'actifs s'est institutionnalisée par métiers et par fonctions à travers la constitution de filiales au sein de groupes conglomérats ainsi que par l'externalisation de certaines activités. En particulier, certaines sociétés spécialisées dans les activités de back-office (administration, dépositaire, reporting) ont depuis longtemps élu domicile au Luxembourg ou en Irlande.

Les années 2000 ont vu le cœur de métier de la gestion d'actifs, la constitution de fonds, connaître de nouveaux développements : par exemple, l'allongement multiforme de la chaîne des délégations, l'émergence de la multi-gestion (la création de fonds de fonds) et donc, selon les pays, le développement d'une architecture ouverte ou intégrée au sein des groupes financiers. Dès lors, les clients (particuliers comme institutionnels) se sont vu proposer des fonds conçus et gérés par des sociétés de gestion tierces, leur interlocuteur n'étant plus qu'un simple distributeur. Bon nombre de ces évolutions ont concerné la gestion alternative.

Les fonds gérés par celle-ci, dénommés *hedge funds*, connaissent un succès grandissant depuis le milieu des années 1990 et ont relativement bien résisté à l'éclatement de la bulle internet. Fin 2006, les *hedge funds* représentent un encours de près de 1 500 milliards de dollars, contre moins de 100 milliards de dollars 10 ans plus tôt et une étude du cabinet TowerGroup prédit que cette croissance devrait se poursuivre dans les années à venir au taux de 15% par an (*cf.* figure 1).

Ce succès global masque des disparités considérables en termes de localisation des fonds. En effet, ceux-ci sont pour la plupart concentrés au sein d'un nombre restreint de pays.



Lorsqu'on évoque la question de la localisation des *hedge funds*, il convient de distinguer la domiciliation des fonds et la localisation des gérants. Plus de la moitié des fonds (soit près des deux tiers des actifs gérés) sont localisés offshore, en particulier dans les Iles Caïmans, les Iles Vierges et les Bermudes.

Si l'on exclut ces derniers, l'essentiel des fonds est domicilié aux États-Unis avec 48% des fonds et près des 2/3 des montants gérés, loin devant l'Europe (12% des fonds et 24% des montants gérés).

Si l'on s'intéresse à la localisation des équipes de gestion, la situation est bien différente. Les États-Unis dominent largement le marché avec plus de la moitié des équipes, loin devant l'Europe. C'est bien sûr la place financière de New York qui est la plus active dans ce domaine.

Selon l'IFSL, toujours fin 2006, 80% de la gestion des *hedge funds* en Europe est localisée à Londres, pour un montant de plus de 450 milliards de dollars, cinq fois plus qu'en 2002. On trouve ensuite : Paris, Genève, et plus récemment Francfort. On observe toutefois que, si l'avantage de Londres s'est légèrement renforcé en termes de montants gérés, il s'est plutôt tassé en nombre de fonds (64,0% en 2006 au lieu de 68,0% en 2002). Le leadership de la place britannique n'en reste pas moins écrasant alors que cette activité de gestion jouit encore d'un plein essor.

Aussi, comme nous l'avons précédemment signalé, cette situation pose la question des déterminants de l'attractivité de la place de Londres.

La méthodologie retenue pour étudier ces déterminants a consisté à procéder, en France et en Grande-Bretagne principalement (mais aussi à New-York et surtout à Genève), à des entretiens avec des gérants de fonds, des organisations professionnelles, des représentants des administrations concernées, et des conseils ainsi qu'à l'utilisation de bases de données incluant les fonds alternatifs¹.

¹ Base Bloomberg pour Londres, et base de données AMF pour Paris.

Organisation du rapport

La première partie du rapport traite la question sous un angle positif. Elle propose une description approfondie de l'environnement institutionnel dans lequel évoluent les *hedge funds* afin d'explicitier les leviers d'intervention susceptibles d'être mobilisés pour réguler ce secteur d'activité.

L'un des principaux arguments évoqués pour expliquer la plus grande attractivité de la place londonienne serait la plus grande flexibilité du cadre juridique régissant les gérants ainsi que la plus grande attractivité du régime fiscal relatif aux *hedge funds* en Grande-Bretagne. Aussi la première partie s'intéresse-t-elle dans un premier temps à l'examen des déterminants juridiques et fiscaux à travers une comparaison fine entre les cadres juridiques régissant les *hedge funds* et leurs gérants en France et en Grande-Bretagne.

Elle aboutit à un travail inédit de qualification juridique. En effet, les *hedge funds* sont le plus couramment définis par leur stratégie de gestion plutôt que par leur forme juridique. La première partie du rapport montre que le cadre mis en place par l'article 63-I de la loi de sécurité financière du 1^{er} août 2003 a offert à ces véhicules alternatifs un cadre réglementaire attractif en permettant la constitution de *véhicules de gestion alternative réservés à certains investisseurs*.

Le principal attrait de la place de Londres serait la fiscalité relative aux *hedge funds* même si l'on a pu observer récemment une certaine convergence entre Paris et Londres. Cette première partie relève également l'influence de la singularité londonienne en termes de diversité des institutions financières et tente de relier à cela l'existence d'une certaine inertie des comportements, ou phénomène de lock-in.

Ce constat est confirmé par la mobilisation des outils et concepts de la nouvelle économie géographique. Une attention particulière est portée sur les spécificités organisationnelles de l'industrie des *hedge funds* qui sont mises en perspective avec les mutations récentes à l'œuvre dans l'industrie de la finance. Ainsi, les effets d'agglomération (*clustering*) pourraient également expliquer le tropisme observé en faveur de la place londonienne au-delà des déterminants réglementaires. En effet, les choix de chacun en matière de localisation ne sont pas indépendants des choix des autres –qu'ils soient clients, fournisseurs ou concurrents – et peuvent être analysés en termes d'externalités.

Ces externalités, sources de rendements d'échelle croissants au niveau du secteur lors de son apparition et de son développement — les sociétés de gestion alternative ayant été d'authentiques *start-up* dans ce domaine de la finance —, expliqueraient ensuite l'inertie observée des choix de localisation : les forces d'agglomération seraient ainsi à l'origine d'un effet de cliquet (*lock-in*). Cet effet qui traduit concrètement la « dépendance au sentier » chère aux théoriciens, a effectivement conduit la place de Londres à se singulariser par l'exceptionnelle diversité des institutions financières qui y sont actives, du fait de leur objet, de leur taille et de leur nationalité ; ainsi Londres connaît des conditions de concurrence et d'innovation supérieures à celles de Paris. Toutefois, selon un processus catalysé par la crise actuelle, la maturité à laquelle est parvenue l'industrie de la gestion alternative peut aussi conduire à une rationalisation qui redistribue les cartes entre places financières du fait de l'intégration élevée des groupes financiers français.

La seconde partie du rapport envisage la question de la localisation sous un angle normatif. La crise financière actuelle pose en effet la question de la mise en place d'une réglementation adaptée des *hedge funds* qui apparaissent comme un vecteur majeur de la transmission des risques systémiques. Cette seconde partie expose ainsi les conditions pour que l'attractivité puisse être bénéfique à l'économie.

Plusieurs approches ont été combinées pour étayer les propositions effectuées. Cette partie examine d'un point de vue critique les fondements théoriques sous-tendant la régulation des *hedge funds*. Elle élabore ensuite une cartographie des risques liés à l'activité des *hedge funds* : *reporting*, levier, concentration des positions, contreparties, non linéarités qu'elle relie aux prises de positions des instances autorisées à l'égard des recommandations.

L'analyse de la structure financière des *hedge funds* révèle ainsi que ces derniers sont vulnérables au même titre que des banques à l'interaction du risque de crédit et du risque de liquidité, du fait de leur levier. Ils sont donc vendeurs forcés d'actifs en temps de crise, comportement qui propage la détresse entre les marchés. Ces éléments incitent à préconiser un renforcement de la réglementation financière à plusieurs niveaux. D'une part, ce renforcement concernerait en premier lieu les *hedge funds* (en leur appliquant par exemple un ratio de solvabilité au même titre qu'une banque) mais également les produits structurés qui constituent une part importante des portefeuilles des *hedge funds* (mise en place d'une infrastructure de compensation et règlement pour les produits dérivés négociés actuellement sur les marchés de gré à gré) et enfin les agences de notation (qui devraient être strictement cantonnées à l'évaluation et dont l'activité devrait être rémunérée par une taxe spécifique pour éliminer les conflits d'intérêt).

Enfin, il s'avère que la sensibilité au risque de liquidité dû aux *hedge funds* ne peut être détectée par les banques centrales, pour endiguer assez tôt la propagation des crises, que si elles ont une évaluation de la position agrégée de tous les *hedge funds* sur les marchés. Il est donc nécessaire que l'opacité traditionnelle des *hedge funds* et de leurs gestionnaires cède la place à une certaine transparence, ce qui n'est pas sans risque pour une telle industrie.

Premier volet : approche positive

LA LOCALISATION DES *HEDGE FUNDS*
EN FRANCE ET EN GRANDE-BRETAGNE
ET SON IMPACT SUR LES POLITIQUES REGLEMENTAIRES

-

ASPECTS JURIDIQUES ET FISCAUX

par

Georges Cavalier
Maître de conférences
Université Lyon 3

et

Elisabeth Suel
Doctorante
IEDP (Paris XI)
CRDP (Paris X)

- juillet 2008 -

Note

Ce travail a été réalisé conjointement par G. Cavalier et E. Suel de la manière suivante. Les entretiens et réunions ont été conduits à deux. E. Suel a soumis un projet concernant la première partie du rapport intitulée « Réglementation des *hedge funds* et de leurs gérants » dont elle a rédigé la moitié, G. Cavalier ayant rédigé l'autre moitié. G. Cavalier s'est également chargé de l'intégralité de la seconde partie intitulée « Fiscalité des *hedge funds* et de leurs gérants ». Enfin G. Cavalier a inséré ces deux parties dans un texte unique et a révisé l'ensemble.

Remerciements

à l'ensemble des personnes (dont la liste est en Annexe 2) qui ont contribué à la réalisation de cette étude, et en particulier à

*Maîtres Stéphane Henrion et Alain Charlet
du Cabinet d'Avocats Landwell & Associés,
membre du réseau PricewaterhouseCoopers,*

pour leur note écrite concernant la partie fiscalité indirecte (TVA) – Annexe 1.

Plan sommaire

RESUME	6
I INTRODUCTION	9
A. UNE INDUSTRIE CONTROVERSEE	9
B. UNE DEFINITION AVANT TOUT TIREE DE LA THEORIE FINANCIERE MODERNE	10
C. LA SITUATION DES HEDGE FUNDS DANS L'INDUSTRIE FINANCIERE	13
II REGLEMENTATION DES HEDGE FUNDS ET DE LEURS GERANTS	19
A. REGLEMENTATION FRANÇAISE DES HEDGE FUNDS FRANÇAIS.....	20
1. <i>Caractéristiques générales</i>	21
a) Qualification	21
b) Formes juridiques	28
1) <i>OPCVM ARIA</i>	28
2) <i>OPCVM contractuels</i>	28
2. <i>Comparaison des principales formes juridiques</i>	31
a) Conditions d'accès.....	31
b) Publicité.....	33
c) Conditions de souscription et de rachat	36
d) Composition des actifs	38
e) Règles de dispersion des risques	40
1) <i>Titres d'un même émetteur</i>	41
2) <i>Dépôts auprès d'un même dépositaire</i>	41
3) <i>Même catégorie de titres</i>	41
f) Stratégies alternatives	44
B. REGLEMENTATION DE LA GESTION DE FONDS OFFSHORE EN FRANCE ET AU ROYAUME-UNI ..	44
1. <i>Formes juridiques de la gestion</i>	45
2. <i>Contrôles des gérants</i>	47
a) Contrôle a priori.....	48
1) <i>Agrément de l'AMF</i>	48
2) <i>Enregistrement auprès de la FSA</i>	51
b) Contrôles a posteriori	52
1) <i>France</i>	52
2) <i>Royaume-Uni</i>	53
3. <i>Commercialisation des hedge funds offshore</i>	54
a) Qualification	55
1) <i>Iles Caïman</i>	55
2) <i>Irlande</i>	58
b) Commercialisation.....	58
1) <i>France</i>	59
2) <i>Royaume-Uni</i>	61
4. <i>Bilan comparatif</i>	63

III	FISCALITE DES HEDGE FUNDS ET DE LEURS GERANTS	65
A.	FISCALITE FRANÇAISE	65
1.	<i>Fiscalité directe</i>	65
a)	Fonds	65
1)	<i>Fonds français</i>	65
2)	<i>Fonds aux îles Caïman</i>	66
b)	Gestionnaires	66
1)	<i>SGP</i>	66
2)	<i>Personnes physiques</i>	67
α)	Salaires	67
β)	Dividendes	68
γ)	Retour sur investissement	68
c)	Investisseurs.....	71
1)	<i>Investisseur français dans un fonds français</i>	71
α)	Personne physique.....	71
β)	Personne morale	72
2)	<i>Investisseur français dans un fonds étranger</i>	73
α)	Personne physique.....	73
β)	Personne morale	74
3)	<i>Récapitulatif</i>	75
2.	<i>TVA</i>	79
B.	FISCALITE BRITANNIQUE	80
1.	<i>Fiscalité directe</i>	80
a)	Hedge funds <i>offshore</i>	80
1)	<i>Exonération étrangère</i>	80
2)	<i>Possible exonération britannique</i>	80
b)	Sociétés de gestion	84
c)	Investisseurs.....	85
1)	<i>Personne physique</i>	85
2)	<i>Personne morale</i>	87
2.	<i>TVA</i>	87
3.	<i>Bilan comparatif</i>	88
IV	ELEMENTS DE CONCLUSION	89
V	ANNEXES.....	91
A	ANNEXE 1 : NOTE SUR LE REGIME TVA DE LA GESTION DES HEDGE FUNDS	92
B	ANNEXE 2 : LISTE DES PERSONNES INTERROGÉES	102
1.	<i>Pouvoirs publics</i>	102
2.	<i>Opérateurs</i>	102
3.	<i>Conseils</i>	103

Résumé

Ce rapport est réalisé à l'initiative et sous la supervision du Conseiller d'Etat Bertrand du Marais en sa qualité de professeur associé de droit à l'Université Paris X Nanterre et de membre de l'équipe réunie dans cette Université sous la direction du Professeur Michel Boutillier, co-directeur du Laboratoire EconomiX (Paris X Nanterre). L'objectif général de cette étude est de répondre à la demande de l'AMF d'analyser de façon pluridisciplinaire (droit et économie) la localisation des *hedge funds* entre la France et la Grande-Bretagne et son impact sur les politiques réglementaires¹. Il vise à présenter les éléments juridiques et fiscaux applicables à l'industrie des *hedge funds* dans une perspective comparée France / Royaume-Uni.

De façon synoptique, on retiendra que la France dispose de véhicules spécialement dédiés à l'industrie alternative (fonds ARIA et contractuels) qui paraissent adaptés. Ces fonds sont cependant difficilement exportables s'ils visent à la fois une commercialisation en France et à l'étranger, notamment compte tenu de barrières d'ordre culturel (prospectus en français, etc.). Des barrières d'ordre technique peuvent également être un frein à l'exportation : ainsi, de nombreux fonds n'autorisent pas toujours le système des *gates*, même si beaucoup de fonds contractuels en sont dotés. Ils ont alors du mal à contrebalancer « l'effet d'agglomération » lié à la taille respective des marchés et à la puissance de marché des investisseurs anglo-saxons (l'attrance de fournisseurs spécialisés conduit à l'accroissement du bassin d'emploi et des externalités informationnelles) lié à la place de Londres.

La construction d'une industrie forte des *hedge funds* en France pourrait passer par l'assouplissement des conditions de commercialisation des *hedge funds offshore*. Cela pourrait prendre la forme d'une harmonisation avec les règles relatives à la commercialisation des *produits structurés* qui, bien que pouvant refléter la performance d'un *hedge fund*, sont soumis à une réglementation bien plus légère sans faire face aux difficultés commerciales des *hedge funds*. L'idée d'une harmonisation minimale du cadre juridique, d'un *level playing field* en la matière, pourrait constituer un futur axe de recherche.

Le contrôle des gérants de fonds emprunte des voies largement communes : *agrément* en France contre *enregistrement* au Royaume-Uni, tous deux délivrés en environ trois mois. La véritable différence se situe sans doute dans la perception qu'ont les professionnels de la FSA, vue davantage comme un appui que comme un « gendarme de la

¹ Le présent rapport se distingue ainsi du rapport du 18 sept. 2007 sur l'évaluation du cadre de la réglementation de la multigestion alternative rédigé par les services de l'AMF sous la présidence du Philippe Adhémar, membre du Collège de l'AMF, et disponible sur le site Internet de l'AMF. Pour un résumé, F. Bussière, *Rapport AMF sur l'évaluation du cadre de la régulation de la multigestion alternative en France et les voies envisageables de son amélioration*, Banque & Droit nov. - déc. 2007, p. 55.

bourse ». On pourrait cependant accélérer encore l'agrément de l'AMF pour certaines sociétés de gestions qui ne gèrent que des fonds pour investisseurs qualifiés, en prévoyant par exemple un dispositif en deux temps : une validation des structures et procédures par des entités compétentes afin d'autoriser un démarrage quasi-immédiat, et une obligation de mise à niveau dans les trois mois par exemple, si l'AMF la juge utile.

S'agissant de la fiscalité, les salaires des gestionnaires français qui résident au Royaume-Uni, ainsi que les plus-values réalisées par les investisseurs personnes physiques *non-doms* au Royaume-Uni étaient dans une position très compétitive. Aujourd'hui, l'écart entre la fiscalité anglaise et française se réduit, avec un durcissement du régime fiscal anglais des *non-doms*, et l'existence de régimes français désormais attractifs (impatriés, crédit d'impôt recherche, bouclier fiscal). Mais l'incitation fiscale n'a de raison d'être que si une véritable industrie des *hedge funds* est développée en France.

La France peut donc encore s'améliorer, et peut-être profiter de la présidence française de l'Union européenne pour reconsidérer le cadre réglementaire de l'industrie des *hedge funds* en Europe.

La comparaison avec la Grande-Bretagne montre enfin que la philosophie ou plutôt la cible de la régulation est différente : en Grande-Bretagne la régulation distingue davantage selon les catégories d'investisseurs, en particulier en facilitant la commercialisation des fonds *offshore* auprès des investisseurs institutionnels. En France la régulation s'organiserait par type de produits. Il n'est pas exclu que l'approche britannique ait facilité le dynamisme de la place de Londres auprès des investisseurs institutionnels.

Une réflexion d'ensemble sur les catégories à partir desquelles s'organise la régulation française pourrait être menée en utilisant plusieurs types de scénario afin de voir quel cadre permettrait d'optimiser l'avantage que présente la souplesse statutaire française.

I INTRODUCTION

A. Une industrie controversée

1. Les *hedge funds* rassurent autant qu'ils tourmentent personnalités politiques, investisseurs, et législateurs. Ils sécurisent ceux qui se décident à placer leur argent en ce qu'ils promettent un rendement absolu non-corrélé aux variations traditionnelles des marchés financiers. Mais ils alarment les élus en ce qu'ils participent à un capitalisme sauvage et non régulé qui pourrait déstabiliser les marchés financiers, au point que certains brandissent le spectre de la crise de 1929. Pire, le XXI^{ème} siècle serait celui du déclin des multinationales et de l'avènement des *hedge funds*² !

2. Ces derniers utilisent, par exemple, la technique de la vente de titres à découvert. Ils peuvent également parier sur une hausse des cours du pétrole en achetant à terme. Certains estiment d'ailleurs qu'une telle spéculation renchérirait le baril « de 15 à 20 dollars »³. On comprend donc les inquiétudes des politiques et des régulateurs.

3. Le grand public rend responsable les *hedge funds* de multiples maux tandis que régulateurs et gouvernants s'inquiètent de leur influence⁴, allant par exemple, jusqu'à leur reprocher de rendre inopérantes les opérations de sauvetage d'entreprises, pourtant renforcées par la récente loi de sauvegarde⁵. Aussi, le projet de réforme de cette loi envisage-t-il de faire entrer ces fonds dans le comité des établissements de crédit, afin qu'ils ne puissent continuer à spéculer sur les

² M. Hutchinson, *The Brave New World, Avoided?*, journal The Globalist, 12 sept. 2007.

³ C. Gatinois, *Pétrole : les fonds spéculatifs attendent la flambée des cours*, journal Le Monde, 23 nov. 2007, p. 14.

⁴ V. par ex., M. Prada, *Hedge-Funds : le point de vue du régulateur*, Rev. mens. de l'AMF, n° 2.924, 23 mai 2007 ; L. Garnaud, *Crise des marchés : les gérants commencent à saisir les opportunités*, Option Finance n° 945, 3 sept. 2007, p. 42 (43) : « les *hedges funds*, fauteur [sic] de troubles ? ». Pour un exemple de faillite spectaculaire de *hedge funds*, v. l'affaire de 1998 du *Long Term Capital Management* (LTCM) et plus récemment, celle d'Amaranth Advisors (L. B. Chincarini, *The Amaranth Debacle : Failure of Risk Measures or Failure of Risk Management*, Journal of Alternative Investments, hiver 2007) ; V. Robert, *Bear Stearns : deux anciens dirigeants de fonds spéculatifs arrêtés*, journal Les Echos, 21 juin 2008, p. 27.

⁵ Loi n° 2005-845 du 26 juill. 2005, JORF n° 173 du 27 juill. 2005, de sauvegarde des entreprises en difficulté. Rappr. ABN AMRO aux Pays-Bas qui sera bientôt démantelé selon les vœux du fonds d'arbitrage britannique TCI : D. Burg, *Le gouvernement néerlandais veut brider les fonds activistes*, journal Les Echos, 15 janv. 2007, p. 34.

dettes de l'entreprise⁶. Les *hedge funds* ont également été vilipendés pour avoir parié à court terme sur l'effondrement des titres adossés aux crédits à risques, et réalisé ainsi, sur le dos de la crise du « *subprime* », 30 milliards de dollars de profits en 2007⁷. Les politiques, de tous bords, s'intéressent à la question : Angela Merkel et Nicolas Sarkozy ont déclaré, lors de leur réunion informelle de septembre 2007, vouloir limiter l'impact des *hedge funds* en élaborant, avec le FMI, un *code de conduite pour les fonds à effet de levier*.⁸ D'autres dénoncent le *vortex du monde*⁹, alors que la presse étrangère abonde en ce sens¹⁰. Or, l'essentiel de ces activités est effectué, en Europe, à partir de Londres. Une approche française de la question des *hedge funds* ne pouvait donc se faire que par opposition – ou plutôt par comparaison – avec ce que l'on observe à Londres.

B. Une définition avant tout tirée de la théorie financière moderne

4. Pour comprendre l'attrait des investisseurs pour les *hedge funds*, il convient d'en expliquer la nature. L'anglicisme *hedge funds* (littéralement *fonds de couverture*) se traduit plutôt par d'autres expressions car le *hedge fund* ne limite pas ses activités à l'arbitrage et utilise des techniques de gestion de plus en plus diversifiées. Ainsi, on trouve les traductions suivantes : *fonds à effet de levier*

⁶ V. de Senneville, Loi de sauvegarde : *la notion de cessation des paiements en débat*, journal *Les Echos*, 23 oct. 2007, p. 2. Le projet de loi de modernisation de l'économie (adopté le 17 juin 2008 par l'Assemblée nationale) envisage de lever les incertitudes concernant la composition du comité des établissements de crédit. Le décret du 28 déc. 2005 définit, en effet, la notion d'établissement de crédit par référence à l'article L. 511-11 du C. mon. fi. Or, en pratique, des difficultés d'interprétation de cette disposition surviennent lorsque les créances ont été rachetées aux banques par des fonds spécialisés, tels les *hedge funds*, qui ne sont pas, au sens strict du code monétaire et financier, des établissements de crédit (le fonctionnement des marchés est, en effet, aujourd'hui caractérisé par une forte mobilité des créances et le prêteur d'origine n'est pas toujours le titulaire de la créance au moment de l'ouverture de la sauvegarde d'entreprise). Aussi, pour tenir compte de la diversité des statuts des prêteurs et des investisseurs ainsi que de la mobilité des créances, le projet d'ordonnance prévoit-il d'intégrer dans la catégorie des créanciers du comité des établissements de crédit les détenteurs d'une créance détenue à l'origine par un établissement de crédit (en modifiant, par conséquent, certaines dispositions du Code de commerce).

⁷ P. de Gasquet, *Les vrais gagnants de la crise du « subprime »*, journal *Les Echos*, 21 déc. 2007, p. 12.

⁸ C. C., *Merkel et Sarkozy veulent limiter l'impact des fonds spéculatifs*, journal *Les Echos*, 11 sept. 2007, p. 7. Depuis, l'Allemagne a augmenté ses exigences de transparence, y compris pour les *hedge funds* : Kaye Scholer LLP, *Activist Investor Beware: Government Approves Basic Rules for New Risk Limitation Act*, 8 nov. 2007. Par exemple, un actionnaire dont la participation dépasse 10 % doit informer le marché du but, stratégique ou purement financier, de cette participation.

⁹ J. Attali, *Le vortex du monde*, *L'express*, 29 déc. 2007 ; rappr. M. Rocard, *La crise mondiale est pour demain*, *Le Nouvel Observateur*, 13 déc. 2007.

(avec un fort recours à l'endettement), *fonds d'arbitrage à gestion agressive* (exploitent les différences entre divers actifs financiers), *fonds de performance absolue* (car ils assurent un rendement indépendant des conditions de marché). Ces techniques permettent de *spéculer* sur l'évolution future de marchés divers – gaz naturel, devises ou... art contemporain. C'est dans ce contexte de diversité sémantique que l'on trouve la dénomination générale de *fonds spéculatifs*¹¹, même si l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) préfère l'expression, encore plus large, de *fonds de gestion alternative*¹², car l'industrie des *hedge funds* est très différente de la gestion d'actifs traditionnelle¹³.

5. La gestion traditionnelle est généralement une gestion ayant uniquement des positions acheteuses. Cette gestion utilise plusieurs techniques, qu'il s'agisse du *stock picking*¹⁴ ou de la gestion dite « *top down*¹⁵ ». Il peut également s'agir de

10 V. par ex., le journal anglais *The Guardian*, 26 juin 2006 ; le journal suisse *Neue Zuercher Zeitung* du même jour ; le journal allemand *Frankfurter Allgemeine Zeitung* du 28 juin 2006.

¹¹ Au regard de la langue française, seule la dénomination de *fonds spéculatif* est autorisée depuis sa parution au journal officiel du 14 août 2008 !

¹² L'Autorité AMF met ainsi l'accent sur les techniques utilisées, alors que d'autres préfèrent souligner les investisseurs fortunés participants à ce type de fonds et parlent alors de *fonds privés*. De nombreuses différences terminologiques existent selon les autorités : la *Financial Services Authority* (FSA : l'autorité de régulation britannique) emploie le terme de « *hedge fund* » ; le *Financial Stability Forum* (FSF) fait parfois référence à la notion, plus large, d'institutions à fort effet de levier (« *highly leveraged institutions* ») et la Commission européenne, de même que les professionnels du secteur de la gestion financière comme l'association française de la gestion financière (AFG), les qualifient parfois de *fonds spéculatifs*.

¹³ Elle se distingue également du *capital-investissement*, qui est une activité financière consistant pour un investisseur à entrer au capital de sociétés qui ont besoin de capitaux propres. Le terme de capital-investissement concerne généralement l'investissement dans des sociétés non cotées en bourse (d'où son nom de *capital non coté* ou de *private equity* en anglais en opposition au terme *public*). Le capital-investissement se décline sous plusieurs formes :

- le capital-risque pour financer le démarrage de nouvelles entreprises ;
- le capital-développement pour financer le développement de l'entreprise ;
- le capital-transmission ou LBO destiné à accompagner la transmission ou la cession de l'entreprise ;
- le capital-retournement pour aider au redressement d'une entreprise en difficulté.

Tant l'industrie des *hedge funds* que l'industrie du capital-investissement sont peu régulées, et rémunèrent les managers des fonds d'investissements en fonction du profit réalisé par le fonds. La différence essentielle est que les *hedge funds* investissent dans des actifs liquides autorisant les investisseurs à quitter le fonds avec peu de préavis (en général, pour sortir d'un *hedge funds*, l'investisseur doit respecter un délai de blocage qui dure en règle générale trois mois). Au contraire, les fonds de capital-investissement se concentrent sur des actifs peu liquides et les investisseurs sont généralement contraints de demeurer dans le fond pendant une période substantielle (« *lock up period* »). Les *hedge funds* investissent volontiers dans des fonds de capital-investissement. V. aussi, sous la dir. de B. Jacquillat, *Hedge Funds, Private Equity, marchés financiers : les frères ennemis ?*, Les Cahiers du Cercle des économistes, janv. 2008, PUF.

¹⁴ Le *stock picking*, ou « sélection de valeurs », est à la fois un style et une philosophie d'investissement. Le *stock picking* repose sur la conviction que ce sont les titres et non l'allocation d'actif qui apportent le plus de valeur ajoutée dans un portefeuille.

gestion indicielle, qu'on appelle parfois gestion « *benchmarkée* » ou *bornée*, laquelle suit fidèlement un indice¹⁶.

6. La gestion alternative s'est construite par opposition à la gestion traditionnelle. Le terme « *alternative* » en anglais renvoyant d'ailleurs à une idée de contre-modèle. Et si l'on veut aujourd'hui opposer la gestion alternative à la gestion traditionnelle, on dirait que la gestion classique est *long only* – c'est-à-dire une gestion ayant uniquement des positions acheteuses – alors que la gestion alternative peut vendre à découvert (*selling short*)¹⁷. Entre les deux extrémités du spectre, des variantes sont naturellement possibles¹⁸.

7. Il ne faut donc pas comprendre la gestion alternative comme une gestion visant une classe d'actifs particulière. Il s'agit au contraire d'une non-classe, et la bonne traduction d' « *alternative asset management* » serait sans doute « *autres manières de gérer* » ou « *autres types de gestion* »¹⁹. La gestion alternative peut se définir comme l'activité de gestion qui a pour objectif de *décorréliser* la valeur d'un fonds des variations des marchés financiers. L'objectif est ainsi d'obtenir une performance constante (objectif de performance absolue), en dépit des fluctuations des marchés, en utilisant des produits dérivés et en recourant aux ventes à découvert et à des leviers financiers (les fonds empruntent auprès des banques et autres institutions financières sur la base d'actifs apportés en

¹⁵ Le *top down* est un mode de sélection de titres par les investisseurs en fonction des types de titres (actions, obligations, marché monétaire) et selon les marchés internationaux sur lesquels ils veulent investir ; le choix des actions importe alors peu.

¹⁶ A la suite des travaux de Markowitz, Tobin, puis Sharpe, la gestion traditionnelle se conformait, à partir de 1970, à la *théorie moderne du portefeuille*. Cette théorie désigne un ensemble de techniques qui isolent et quantifient les prises de décision en gestion de portefeuille. Ainsi, l'investissement est réparti entre le marché monétaire et le portefeuille dit *de marché*. La théorie des moyennes posée par Adolphe Quetelet au XIX^{ème} siècle n'est donc pas très loin. Ces techniques étaient à la fois utilisées comme un repère (*benchmark*) pour la performance et comme borne pour la prise de risque. En d'autres termes, la gestion traditionnelle était bornée, limitée par des références indiciaires.

¹⁷ Le gérant a ainsi la possibilité d'emprunter plus de titres qu'il n'en possède (achat à découvert) ou inversement (vente à découvert), dans le but d'augmenter l'effet de levier financier.

¹⁸ Entre la gestion traditionnelle et la gestion alternative, on trouve des intermédiaires, comme les fonds dits « d'allocation dynamique » : N. A.-K., *Performance absolue : la nouvelle frontière*, journal Les Echos, 12 nov. 2007, p. 35 ; rapp. des *fonds monétaires dynamiques*, in N. A.-K., *La gestion française plie mais ne rompt pas*, journal Les Echos, 23 juin 2008, p. 32 ; v. aussi les *Lignes directrices du CESR concernant les actifs éligibles aux investissements des OPCVM*, mars 2007, <http://www.cesr.eu/index.php?docid=4421>.

¹⁹ C. Walter, *L'émergence de la gestion alternative est liée à l'affaiblissement de la gestion traditionnelle*, journal Les Echos, 12 nov. 2007, p. 36.

garantie)²⁰. Dans cette mesure, il est ainsi souvent soutenu que les fonds de *hedge funds* permettent également d'atténuer les risques. Les *hedge funds* utilisent ces méthodes de gestion alternative²¹. Economiquement, et à l'origine, les *hedge funds* semblent donc se définir plus par les techniques de gestion utilisées que par leur forme juridique.

C. La situation des *hedge funds* dans l'industrie financière

8. Mais ces modèles économiques revêtent de nombreuses formes juridiques par lesquels les investisseurs placent leur argent afin que les gérants du fonds l'investissent – généralement sur une base collective – en utilisant des méthodes de gestion alternative. Ces fonds exigent des investissements initiaux élevés et leur accès est donc limité à une clientèle fortunée privée ou institutionnelle. En général, le fonds est géré par une société de gestion constituée d'une équipe de professionnels de la finance, même si l'on trouve d'autres variantes²². L'activité de ces sociétés de gestion est désormais réglementée à l'échelle communautaire. Créer un *hedge fund* est donc un exercice de gestion *collective*.

9. Or à ce stade de l'analyse, il convient de noter qu'il existe deux métiers nettement différenciés : la gestion *sous mandat* et la gestion *collective*. La gestion sous mandat est une gestion individuelle où – pour schématiser – un client donne pouvoir sur son compte à un établissement financier. La gestion sous mandat est

²⁰ A. Achard, C. Millar, J. Sutour, N. Simmonds, J. Kindermann, *La gestion alternative en Europe*, Option finance, n° 763, 15 déc. 2003, p. 35. La notion de *hedge fund* ne semble se confondre que partiellement avec celle de gestion alternative. En effet, il faut rappeler que les stratégies de gestion alternative peuvent être employées non seulement pour la gestion pour compte de tiers mais également pour la gestion pour compte propre (notamment des établissements de crédit). Ainsi, toute personne peut utiliser des techniques de gestion alternative pour son propre compte. En revanche, seuls les sociétés de gestion de portefeuille habilitées peuvent gérer des *hedge funds* qui, par définition, sont des tiers (v. infra § 9).

²¹ Certains fonds, comme les nouveaux fonds *130/30*, s'inscrivent à mi chemin entre la gestion traditionnelle et la gestion alternative. Par exemple, un gestionnaire qui a 100 millions d'euros à placer les investit à hauteur de 100 % dans des actions, puis vend pour 30 millions d'euros de titres à découvert. Il récupère alors des liquidités qu'il investira dans de nouveaux achats d'actions à hauteur de 30 millions d'euros, d'où une exposition acheteuse de 130 % et vendeuse de 30 % (N. Ait-Kacimi, *Vente à découvert : le « 130/30 » ou le dernier enfant terrible de la convergence*, journal Les Echos, 12 nov. 2007, p. 38 ; v. aussi F. Lebel, *Les hedge funds à la croisée des chemins ?*, journal La Tribune, 14 nov. 2007). Les fonds de *hedge funds* permettent également d'atténuer les risques (N. A.-K., *Les « hedge funds, un potentiel mal utilisé*, journal Les Echos, 24 sept. 2007, p. 33).

²² Le fonds peut être géré par une équipe de gestion dans le cadre d'un contrat de délégation (souvent assimilé à un mandat de gestion) ou d'un contrat de conseil. Ainsi, la gestion sous mandat et le conseil peuvent être exercées par d'autres entités, comme des établissements de crédit par exemple.

donc un *service d'investissement* rendu par un prestataire de services d'investissement (PSI). Ce prestataire est soit une entreprise d'investissement, soit un établissement de crédit agréé²³. Parmi les entreprises d'investissement, on distingue les sociétés de gestion de portefeuille (SGP). Une SGP est une entreprise d'investissement qui fournit, à titre principal, le service de gestion de portefeuille pour le compte de tiers, ou qui gère notamment un ou plusieurs organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM)²⁴. Seules les SGP peuvent rendre à titre *principal* le service de gestion de portefeuille pour le compte de tiers. Ceci est l'application de la directive sur les marchés d'instruments financiers (Directive MIF) de 2004²⁵, qui modifie et remplace la directive sur les services d'investissement de 1993 (Directive SI). Mais lorsque la gestion sous mandat est seulement exercée à titre accessoire, le statut de SGP (contrôlée par l'AMF) n'est pas nécessaire. Il suffit d'être un prestataire de services d'investissement (c'est-à-dire un « PSI non SGP »), contrôlé par les autorités bancaires²⁶. En pratique, nombre d'établissements de crédit font de la gestion sous mandat à titre accessoire. L'intérêt de la qualification de PSI est de sortir du champ du contrôle de l'AMF, puisque les PSI, à l'inverse des SGP, sont dans le champ de contrôle prudentiel de la Commission bancaire²⁷. Toutefois, le contrôle du respect des règles de bonne conduite relatives à la gestion sous mandat relève toujours de l'AMF.

10. Dans ce schéma général, où se situe l'industrie des *hedge funds* ? Contrairement à la gestion sous mandat qui est une gestion individuelle, la gestion collective n'est pas un service d'investissement au sens de la Directive SI. Car ce type de gestion ne se limite pas à la gestion du compte d'un client, mais s'occupe de la gestion de SICAV ou de FCP. Elle relève – pour ce qui est des OPCVM coordonnés seulement – de la directive OPCVM de 1985 (la « Directive

²³ Art. L 531-1 et L. 321-1-4° C. mon. fi.

²⁴ Art. L. 532-9 du C mon. et fi.

²⁵ Directive sur les marchés d'instruments financiers n° 2004/39 du 21 avr. 2004 (« Directive MIF ») (MiFID en anglais pour *Markets in Financial Instruments Directive*), modifiée par la directive n° 2006/31 du Parlement européen et du Conseil du 5 avr. 2006. V. généralement le colloque sur *Le marché financier après la directive MIF : diversification et concurrence*, publié à la revue *Banque & Droit* n° 102, juill. – août 2005, p. 3 s.

²⁶ Le *CECEI* délivre les agréments aux PSI, et la *Commission bancaire* détient le pouvoir de contrôle et de sanction.

²⁷ Rapp. L. B. et B. J., *Bercy veut unifier le contrôle des banques et des assurances*, *Les Echos*, 3 juill. 2008, p. 24.

OPCVM »²⁸) et non de la Directive MIF. Et pour effectuer ce type de gestion, à titre principal ou accessoire, il est nécessaire *dans tous les cas* de revêtir la forme de SGP (comme pour la gestion individuelle à titre principal). Dans le secteur de la gestion collective, le droit communautaire distingue deux types de SGP : celles relevant de la directive OPCVM qui gèrent au moins un OPCVM *coordonné* – que la pratique française traduit par « SGP de type 1 » ; et celles, relevant de la Directive MIF, dont l'activité de gestion collective²⁹ ne bénéficie pas du passeport européen, mais qui peuvent en revanche exercer des activités plus étendues (ex. activité de réception/transmission d'ordres³⁰ (« RTO ») – les « SGP de type 2 ». Les OPCVM coordonnés sont des OPCVM ayant obtenu le passeport européen et qui peuvent, par conséquent, être librement commercialisés dans l'ensemble des Etats membres de l'Union européenne. Les OPCVM non coordonnés sont des OPCVM ne bénéficiant pas du passeport européen. L'activité de RTO est interdite aux SGP gérant des OPCVM coordonnés, c'est-à-dire aux SGP de type 1.

11. A cet égard, les *hedge funds* n'étant en principe pas soumis à la Directive OPCVM de 1985, leurs gérants prennent la forme de SGP de type 2 et peuvent donc exercer l'activité de RTO.

12. Les sociétés de gestion doivent être agréées par l'AMF qui leur impose des fonds propres minimum (125.000 euros de capital libéré en totalité et numéraire³¹) et un programme d'activité précisant la structure de l'organisation de la société de

²⁸ Dir. du Conseil du 20 déc. 1985 n° 85-611 portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM) - (JO L 375 du 31 déc. 1985, p. 3). Egalement nommée directive UCITS en anglais, pour « *Undertaking for Collective Investments in Transferable Securities* ».

²⁹ L'activité de gestion sous mandat peut, elle, bénéficier du passeport européen.

³⁰ L'art. D 321-1 du C. mon. fi. dispose « *constitue le service de réception et transmission d'ordres pour le compte de tiers le fait de recevoir et de transmettre à un prestataire de services d'investissement ou à une entité relevant d'un Etat non membre de la Communauté européenne et non partie à l'accord sur l'Espace économique européen et ayant un statut équivalent, pour le compte d'un tiers, des ordres portant sur des instruments financiers* ». Il s'agit, par exemple, pour une SGP, de réceptionner et de transmettre à un autre prestataire de service d'investissement les ordres de ses clients portant sur la souscription de parts d'OPCVM. L'activité de réception et de transmission n'opère aucune modification de l'ordre. Si le transmetteur agit au nom et pour le compte du donneur d'ordre, il est lié par un contrat de mandat. Si le transmetteur agit en son propre nom, il est lié à son donneur d'ordre par un contrat de commission.

³¹ Art. 312-3 RG AMF, qui précise que lors de l'agrément et au cours des exercices suivants, la société de gestion de portefeuille doit pouvoir justifier à tout moment d'un niveau de fonds propres au moins égal au plus élevé des deux montants ci-après : 1° 125.000 euros complété d'un montant égal à 0,02 % du montant de l'actif géré par la société de gestion de portefeuille excédant 250 millions d'euros ; 2° le quart des frais généraux annuels de l'exercice précédent.

gestion³². En particulier, ce document doit préciser les procédures de sélection et de suivi des instruments financiers, les modalités d'intervention sur les marchés, ou encore les moyens de contrôle à la disposition des gestionnaires dans la mise en œuvre des techniques de gestion qui utilisent des instruments sophistiqués tels que les dérivés de crédit ou les dérivés complexes (modèles de valorisation, procédures du gestionnaire)³³.

13. La plupart des gérants de ces fonds y placent, aux côtés des investisseurs, une partie de leur richesse pour lancer le fonds et sont rémunérés suivant leur performance. Les compétences que l'on trouve dans ces fonds sont très variés : dans les fonds spécialisés en gestion quantitative³⁴, par exemple, les gérants sont entourés d'équipes d'ingénieurs et de mathématiciens/actuaire et basent leur stratégie d'investissement sur des algorithmes³⁵. Dans les fonds *long-short equity*, on trouve plutôt des analystes financiers³⁶, comme dans un OPCVM effectuant une gestion classique.

14. Les organes de régulation plaident pour une autorégulation plutôt que de se résigner à une régulation imposée. En témoignent alors les multiples et récents travaux sur la question des régulateurs : l'AMF, la FSA³⁷, l'OICV³⁸ ou encore le

³² V. infra § 89.

³³ V. notamment art. 21 Directive OPCVM modifiée. Les sociétés de gestion qui investissent dans des fonds alternatifs *off-shore* doivent déposer un programme de travail spécifique.

³⁴ Le *quantitative trading* consiste à prendre des positions basées sur des prédictions effectuées par un modèle quantitatif, c'est-à-dire par une analyse des cours et des informations dans le but de déceler des signaux acheteurs ou vendeurs. Cette stratégie est efficace sur les *futures* uniquement, car les frais de courtages sont très faibles et la liquidité suffisante.

³⁵ Par exemple, le *hedge fund* français « Capital Fund Management » comprend 27 physiciens/mathématiciens et 28 ingénieurs/système (N. Aït-Kacimi, *Capital Fund Management espère retrouver la moitié de sa mise*, journal Les Echos, 2 oct. 2007, p. 35). Pour un exercice de classification des *hedge funds* en fonction d'un algorithme d'investissement, v. B. Maillet, P. Rousset, *Classifying Hedge Funds with Kohonen Maps: A First Attempt*, oct. 2001.

³⁶ Les fonds *long short Equity* utilisent une stratégie fondée sur la sélection de titres. Ceci consiste à prendre des positions aussi bien longues (acheteuses) que courtes (vendeuses) sur des actions sélectionnées appartenant au même secteur ou à la même zone géographique, avec une position nette résultante plutôt longue (*long bias*), ou plutôt vendeuse (*short bias*), ou neutre (*market neutral*). Ceci nécessite de bien maîtriser les outils de sélection des titres (*stock picking*) – v. supra note n° 14.

³⁷ La *Financial Services Authority* (FSA) a notamment publié en mars 2006 un rapport intitulé « *Hedge funds : a discussion of risk and regulatory engagement* ».

³⁸ L'OICV (IOSCO selon l'acronyme anglais) a publié en mars 2007, pour consultation, la proposition relatives aux principes / standards applicables aux *hedge funds* (*Principles for the valuation of hedge fund portfolios*), et en mars 2006, un rapport s'intitulant *Consultation Report – The Regulatory Environment for Hedge Funds*, notant qu'aucun des 18 pays examinés n'a de définition juridique des *hedge funds*.

FSF³⁹ et d'autres acteurs du marché⁴⁰. Tous recherchent d'abord à parvenir à un équilibre entre d'une part, un encadrement adéquat pour éviter les risques systémiques en améliorant la transparence de cette activité et d'autre part, le maintien d'une flexibilité et d'une marge de manœuvre suffisantes pour les gérants des fonds. Ce double souci vise à préserver leur performance économique et financière tout en évitant leur fuite vers des Etats dont la réglementation serait moins contraignante⁴¹.

15. Entre ces deux réactions antagonistes, le chercheur vise l'objectivité, et de nombreuses études indépendantes sont menées sur la question des *hedge funds*⁴².

16. Les juristes se devaient donc, eux aussi, d'analyser ces problématiques nouvelles. Une question mérite d'être posée : en matière de gestion alternative, la France offre-t-elle désormais des conditions réglementaires suffisamment attractives à même d'étendre à la gestion alternative le rôle de *leader* qu'elle occupe dans la gestion d'actifs traditionnelle ? Sinon, quels aspects de la réglementation française peuvent être améliorés lorsque l'on envisage les avantages compétitifs de la place de Londres qui domine le marché de la gestion alternative en Europe⁴³ ? En dehors des raisons économiques et des effets d'agglomération⁴⁴, il est en effet tentant de vouloir trouver des explications

³⁹ Le *Financial Stability Forum* (FSF) a publié en mai 2007 ses recommandations pour renforcer la protection contre les risques systémiques susceptibles d'être provoqués par les *hedge funds* et autres entités à fort effet de levier.

⁴⁰ Par ex., la Managed Funds Association, *Sound Practices for Hedge Fund Managers*, New York (2007).

⁴¹ Cette question fait parfois l'objet de débats au sein d'un même Etat comme en témoignent les divergences existant aux Etats-Unis entre la *Security Exchange Commission* (la SEC est l'autorité de régulation américaine) et le secrétaire d'Etat au Trésor. Alors que la SEC est favorable à une plus forte réglementation, le secrétaire d'Etat au Trésor estime que la régulation actuelle « fonctionne bien » et que toute réglementation supplémentaire serait inutile et improductive. La SEC avait décidé, en octobre 2004, d'imposer aux gérants des *hedge funds* de s'enregistrer auprès d'elle dès lors qu'ils ont des clients américains, mais cette obligation d'enregistrement a été invalidée par la Cour fédérale d'appel du district de Columbia (Washington) le 23 juin 2006. La Cour a demandé à la SEC de revoir sa réglementation, considérant qu'elle allait au-delà de l'objectif fixé par l'*Investment Adviser Act* de 1940. Il semble que la SEC entende toutefois édicter une nouvelle règle d'enregistrement des gérants mais, cette fois, avec une base légale différente.

⁴² V. la création du *BNP Paribas Hedge Fund Center* : N. Raulot, *Un « hedge fund center » à Paris*, journal La Tribune, 29 nov. 2007 ; J.-C. Lewandowski, *HEC met les « hedge funds » à l'étude*, journal Les Echos, 7 déc. 2007. Ce centre parisien s'intéressera au « modèle entrepreneurial » des *hedge funds* et à leur structure de management. V. aussi Banque de France, *Revue de la stabilité financière*, avr. 2007, n° spec., 207 p. ; McKinsey, *The New Power Brokers, how oil, Asia, hedge funds and private equity are shaping global capital markets*, oct. 2007.

⁴³ M. Aglietta, S. Rigot, *Rapport pour l'AMF - Hedge Funds, marchés financiers et régulation*, Université de Paris X Nanterre (EconomiX).

⁴⁴ On relèvera la récente reprise par la première banque française de l'activité de *prime brokerage* jusque-là réservé aux banques américaines (Goldman Sachs, Morgan Stanley) ou à quelques

réglementaires et fiscales. Michel Prada le rappelle puisque *l'attractivité de la place dépend d'une régulation intelligente*⁴⁵. L'importance de la réglementation comme vecteur de concurrence entre les places financières est soulignée depuis longtemps⁴⁶. Mais l'ascendant fiscal est souvent délaissé : pourtant, la fiscalité est une arme redoutable dans la bataille économique toujours plus poussée que se livrent les Etats. Ces aspects, réglementaire et fiscal, seront donc analysés une fois établie la qualification des *hedge funds* à proprement parler.

17. La méthodologie retenue a consisté à procéder, en France et en Grande-Bretagne, à des entretiens avec les gérants de fonds, des organisations professionnelles, des représentants des administrations concernées, et des conseils⁴⁷. En revanche, il n'a pas pu être procédé à un examen sur pièce des documents contractuels pour des raisons de confidentialité. Il s'agit d'une limite à ce travail de recherche.

18. Une distinction pourrait également être établie entre l'activité de gestion alternative directe (par les *hedge funds*) et l'activité de gestion alternative indirecte (par les « fonds de fonds » qui investissent dans les *hedge funds*⁴⁸). Cette seconde activité s'est considérablement développée et fait l'objet d'une attention croissante de la part des autorités tant nationales qu'internationales et communautaires⁴⁹. Elle sera incluse dans le champ de cette recherche, car la

banques européennes (UBS, Crédit Suisse, Deutsche Bank) : E. Conesa, *BNP Paribas reprend le « prime brokerage » de Bank of America*, journal Les Echos, 11 juin 2008, p. 35.

⁴⁵ M. Prada, *L'attractivité de la place dépend d'une régulation intelligente*, journal Les Echos, 23-24 sept. 2007, p. 31.

⁴⁶ M. A. Frison-Roche, *Le cadre juridique de la mondialisation des marchés financiers, réflexions générales*, Banque & Droit n° 41, 1995 ; A. Couret, *De quelques apports conceptuels du droit financier contemporain*, Mélanges en l'honneur de Claude Champaux, Dalloz ; H. de Vauplane, *L'amélioration de la compétitivité de la place de Paris à l'heure du passage à l'euro : commentaires de la loi n° 98-546 du 2 juillet 1998*, Bull. Joly Bourse 1998, p. 412.

⁴⁷ V. Annexes p. 102.

⁴⁸ Les *fonds de fonds* évaluent et identifient des stratégies et choisissent des fonds pour les mettre en application. Ils permettent l'accès à des investisseurs qui ne rempliraient pas les critères sélectifs pour effectuer directement des placements dans des *hedge funds* (aujourd'hui, environ 35% des investissements dans les *hedge funds* se font par l'intermédiaire des *fonds de fonds* : A. Crockett, *Evolution et régulation des hedge funds*, Banque de France, Revue de la stabilité financière, n° spécial *hedge funds*, n° 10, avr. 2007, p. 22).

⁴⁹ L'AMF a publié le 18 sept. 2007 le rapport du groupe de travail sur l'évaluation du cadre de la multigestion alternative en France (fonds « ARIA III ») et les voies envisageables de son amélioration ; l'OICV a lancé en avril 2007 une consultation sur les enjeux de régulation posés par les fonds de multigestion alternative.

plupart des *hedge funds* français (environ les deux tiers) sont des fonds de fonds⁵⁰. En revanche, et en dépit du titre en apparence restrictif de ce projet de recherche, l'investigation s'attachera non seulement à examiner les *hedge funds*, mais également la situation des *gérants* de ces fonds. Dans ces conditions, on distinguera la réglementation juridique des *hedge funds* et leurs gérants (II), de la fiscalité qui leur est applicable (III), avant de livrer quelques éléments de conclusion (IV).

II REGLEMENTATION DES HEDGE FUNDS ET DE LEURS GERANTS

19. Comprendre le cadre juridique des *hedge funds* implique en premier lieu un exercice de qualification juridique. Or, la qualification des *hedge funds* se fait surtout par opposition aux catégories juridiques existantes et donc, au plan européen, par rapport à celle des OPCVM coordonnés. En second lieu, l'examen du cadre juridique des *hedge funds* révèle une différence majeure entre la France et le Royaume-Uni : les gérants de *hedge funds* installés en France gèrent des fonds français, étrangers coordonnés, ou étrangers non coordonnés (on réservera l'expression « fonds *offshore* » à cette dernière catégorie de fonds), alors que les gérants installés au Royaume-Uni *ne gèrent pas* de fonds alternatifs nationaux (il n'en existe pas), mais *uniquement* des fonds *offshore* (ainsi que des fonds coordonnés). Cette différence s'explique, d'abord, par le fait que les gérants de *hedge funds* installés au Royaume-Uni préfèrent, pour des raisons fiscales, gérer des fonds domiciliés dans les pays aux régimes fiscaux favorables (« fonds *offshore* ») plutôt que des fonds domiciliés au Royaume-Uni⁵¹. Un fonds domicilié au Royaume-Uni serait, en effet, assujéti à la « *corporation tax* » sur les revenus et gains en capital⁵². Elle s'explique, ensuite, par le fait qu'en France, et contrairement au Royaume-Uni, ont été créées des catégories d'OPCVM dérogatoires au droit commun, dédiées à la gestion alternative. Le législateur français a en effet institué par la loi de sécurité financière du 1^{er} août 2003 de nouvelles catégories d'OPCVM : les OPCVM ARIA et les OPCVM

⁵⁰ En juin 2008, sur 221 OPCVM à règles d'investissement allégées (ARIA), il y a 145 « fonds de fonds » (ou OPCVM ARIA III) (chiffres disponibles sur le site de l'AMF, page sur les OPCVM : www.amf-france.org/bio/rech_opcvm.aspx).

⁵¹ Rappr. I. C., *Les Français, stars de la City*, journal Les Echos, 26 mars 2008, p. 11.

⁵² FSA, Discussion Paper n° 16, *Hedge funds and the FSA*, août 2002, pt 4.2.

contractuels⁵³. Ces OPCVM sont spécialement conçus pour favoriser la compétitivité de la place financière française, tout en assurant la sécurité des investisseurs par un encadrement réglementaire.

20. Il s'agira donc d'étudier si la structuration en France de fonds spéculatifs est plus attractive qu'une structure *offshore* (A). Et dans l'hypothèse d'une gestion de fonds *offshore*, il conviendra de mener une comparaison entre le cadre juridique français et le cadre juridique britannique pour tenter de déterminer s'il est plus intéressant de gérer des fonds *offshore* de France ou du Royaume-Uni (B).

A. Réglementation française des *hedge funds* français

21. Les fonds, qu'ils soient français ou *offshore* (c'est-à-dire les fonds étrangers non coordonnés) doivent obtenir un agrément de l'AMF pour être commercialisés en France⁵⁴. *A contrario*, les fonds *offshore* non commercialisés en France, c'est-à-dire ne faisant l'objet ni de publicité, ni de démarchage auprès du public⁵⁵, ne sont pas soumis au contrôle *a priori* de l'autorité de régulation. Ces fonds *offshore* « non commercialisés » en France peuvent néanmoins être achetés par des investisseurs français, sous réserve qu'ils signent une reconnaissance d'absence de démarchage. En conséquence, la différence fondamentale entre les fonds français et les fonds *offshore*, résulte des restrictions – à travers le contrôle de l'AMF visant à protéger l'investisseur – imposés à la commercialisation en France des fonds *offshore*. C'est pourquoi, on distinguera les caractéristiques générales des fonds français (1) avant d'envisager de distinguer, au sein de la catégorie *hedge funds*, les principales formes juridiques utilisées (2).

⁵³ Le projet de loi de modernisation de l'économie (adopté par l'Assemblée nationale le 17 juin 2008) prévoit, en outre, la création de fonds communs de placements à risques contractuels (art. 10 dudit projet).

⁵⁴ V. infra §§ 113 s.

⁵⁵ La COB a défini la commercialisation d'un fonds de droit étranger comme « sa représentation par différentes voies (publicité, démarchage ou placement par un prestataire d'investissement) en vue d'inciter un investisseur potentiel, y compris un gérant pour compte de tiers, à la souscription de parts. A ce titre, constitue un acte de commercialisation toute proposition d'acquisition ou de souscription d'un fonds faite à un souscripteur potentiel, sauf lorsque cette proposition répond à une demande de l'investisseur portant sur un OPC précisément désigné » (Bull. COB, 2003, n° 378, p. 21).

1. Caractéristiques générales

22. Il convient d'abord de qualifier les *hedge funds* et de décrire plus spécifiquement ensuite les formes juridiques qu'ils peuvent emprunter.

a) Qualification

23. Il a été montré que les *hedge funds* sont généralement identifiés à partir de leur seule stratégie d'investissement et font l'objet de dénominations diverses⁵⁶. Economiquement, il s'agit de véhicules ou de partenariats de placement collectif de type privé qui investissent dans une variété de produits⁵⁷. Juridiquement, la notion de « *hedge fund* » ne bénéficie, à l'heure actuelle, d'aucune définition légale⁵⁸.

24. La COB a cependant tenté une définition des *hedge funds* en droit français par opposition aux OPCVM réglementés que sont les OPCVM à vocation générale⁵⁹ en relevant : « *outre l'objectif de gestion de ces fonds, les fonds alternatifs sont entendus comme tout organisme de gestion collective ne relevant pas des catégories suivantes : OPCVM agréées de droit français (hors FCPE, FCPR, FCPI), OPCVM de droit étranger conforme à la directive et autorisés à la commercialisation en France* »⁶⁰. Cette définition est antérieure à la création des OPCVM spécifiquement dédiés aux *hedge funds* (OPCVM ARIA et OPCVM contractuels)⁶¹, ce qui explique qu'elle ne précise pas que ces fonds peuvent être des *hedge funds*. Avant de définir ce qu'est un *hedge fund* français (au sens de fonds alternatif de droit français) il est nécessaire de définir, préalablement, les notions d'OPCVM à vocation générale et d'OPCVM coordonnés.

⁵⁶ V. supra § 12.

⁵⁷ Capocci (Introduction aux hedge funds, Economica, 2004) définit le *hedge fund* comme « une association privée d'investissements utilisant un éventail d'instruments financiers comme la vente à découvert d'actions, les produits dérivés, le levier ou l'arbitrage, et ceci sur différents marchés (...) » (cité par E. FROMONT, L'EVALUATION DU RISQUE ET DE LA PERFORMANCE DES HEDGE FUNDS, Thèse, Rennes 1, 2006, p. 21). V. également Capital Performance Partners, *Qu'est-ce qu'un hedge fund ?* (www.cperformance.com_funds1.htm) ; pour cette définition, voir également le site de Absolute Return Fond (www.absolutereturnfund.com).

⁵⁸ On notera que les observations récentes des éditions Francis Lefebvre sous l'arrêt *Melon* (v. supra note 255) assimilent un peu rapidement les OPCVM aux *hedge funds*.

⁵⁹ Contrairement aux OPCVM à vocation générale, on trouve des OPCVM ayant pour objectif une stratégie d'épargne salariale (ex. fonds communs de placement d'entreprises), ou de capital risque (ex. fonds communs de placement à risques (FCPR)).

⁶⁰ COB, relevé de décision, *La régulation de la multigestion alternative*, 3 avr. 2003.

⁶¹ V. infra § 28.

25. Les OPCVM à vocation générale – que l'on oppose volontiers aux OPCVM particuliers – n'ont, pendant longtemps, pas fait l'objet d'une définition globale par le législateur. Or, s'ils sont soumis à quelques règles juridiques communes fixées par le Code monétaire et financier, ils se déclinent en différentes catégories soumises à des règles particulières pour répondre à des besoins divers. Le Code précise notamment la forme juridique que les OPCVM agréés peuvent revêtir : les OPCVM « prennent la forme soit de société d'investissement à capital variable (SICAV) soit de fonds communs de placement (FCP) »⁶². La doctrine a donc d'abord défini les OPCVM à vocation générale comme un véhicule d'investissement, de forme sociale ou contractuelle, géré le plus souvent par un professionnel de la gestion agréé à cet effet sous le contrôle d'un dépositaire nécessairement distinct de ce gestionnaire, en fonction de règles de composition de l'actif et de contraintes de diversification des risques, et dont les investisseurs peuvent, sauf exceptions légales ou réglementaires, demander la souscription ou le rachat des parts ou actions du véhicules d'investissement à tout moment. En droit communautaire, il existe depuis plus de vingt ans une définition d'un OPCVM qui est (1) un organisme « dont l'objet exclusif est le placement collectif en valeurs mobilières et/ou dans d'autres actifs financiers liquides (...), des capitaux recueillis auprès du public et dont le fonctionnement est soumis au principe de la répartition des risques, et (2) dont les parts sont, à la demande des porteurs, rachetées ou remboursées, directement ou indirectement, à charge des actifs de ces organismes (...)»⁶³.

26. Les OPCVM coordonnés, quant à eux, sont les fonds d'investissement relevant de la réglementation européenne qui repose sur la directive OPCVM de 1985, modifiée par deux directives de 2001⁶⁴. La directive OPCVM a pour objectif de permettre à un OPCVM coordonné d'être librement commercialisable dans l'Union européenne, sous réserve de soumettre un dossier à l'autorité de

⁶² Art. L. 214-2 C. mon. fi. La différence entre ces deux formes juridiques est que l'une a la personnalité morale (la SICAV) et que l'autre n'est qu'une simple copropriété sans personnalité morale (le FCP).

⁶³ Art. 2, Directive OPCVM de 1985.

⁶⁴ Dir. n° 2001/107/CE et 2001/108/CE. La première contient des dispositions relatives aux sociétés de gestion d'OPCVM (on notera l'exigence de fonds propres des sociétés de gestion avec un capital minimum fixé à 250.000 euros et des montants supplémentaires de fonds propres dans certaines hypothèses) ; la seconde élargit l'éventail des choix d'investissement et des techniques de

contrôle du pays d'accueil⁶⁵. Celle-ci dispose d'un délai de deux mois pour l'examiner. En pratique, ce délai n'est pas toujours respecté par certains pays et la procédure se traduit dans certains cas par un nouvel agrément de l'OPCVM.⁶⁶ Le passeport OPCVM n'était en principe pas accessible aux *hedge funds*⁶⁷. Les *hedge funds* étaient donc des fonds d'investissement dits « *non-UCITS* »⁶⁸.

27. Toutefois, une directive du 19 mars 2007 (dite « OPCVM III » ou « UCITS 3 ») a résolu certaines des interrogations sur le point de savoir si les OPCVM pouvaient placer leurs actifs dans tel ou tel instrument⁶⁹. Notamment, le régime des instruments financiers à terme et des cessions temporaires de titres a été refondu⁷⁰. En pratique ainsi, les OPCVM coordonnés peuvent utiliser

gestion autorisés pour les OPCVM coordonnés (v. P. Boys, J.-L. Emery, *La nouvelle directive Opcvm*, Banquemagazine n° 644, fév. 2003, p. 44).

⁶⁵ F. Bussière, *Livre Blanc de la Commission européenne sur l'amélioration du cadre régissant le marché unique des fonds d'investissement*, Banque et Droit n° 112, mars-avr. 2007, p. 53.

⁶⁶ Pour y remédier, la Commission européenne a récemment proposé la modification de la directive OPCVM et l'amendement des dispositions relatives au passeport « produit ». L'idée est de simplifier les procédures administratives de commercialisation d'un OPCVM dans les Etats membres et de faciliter les échanges des documents entre autorités de contrôle nationales (v. Livre Blanc sur l'amélioration du cadre régissant le marché unique des fonds d'investissement, disponible sur <http://ec.europa.eu>). L'AMF en revanche respect presque toujours ce délai.

⁶⁷ C. McCreevy, *Vers une modernisation du cadre réglementaire des fonds*, Rev. Banque n° 693 juill.-août 2007, p. 28 (29).

⁶⁸ A. Leclair, *La Commission revisite la réglementation : quelles opportunités ?*, Rev. Banque n° 693 juill.-août 2007, p. 33 (34). Plus précisément, v. le Livre Blanc du 15 nov. 2006 et F. Bussière, *Chronique de gestion collective*, Banque et Droit n° 112, mars-avr. 2007, p. 53.

⁶⁹ V. infra § 59.

⁷⁰ V. F. Bussière, *Décret du 10 août 2007 – Modification du Code monétaire et financier. Investissements des OPCVM – Transposition de la directive Actifs éligibles*, Banque & Droit sept - oct. 2007, p. 54. L'utilisation de dérivés avait été autorisée bien avant par certains Etats Membres (dont la France) en utilisant un article-balai de la Directive de 1985 sur les techniques « *employées aux fins d'une gestion efficace du portefeuille* ». L'art. 21.2 dispose en effet que « Les États membres peuvent autoriser les OPCVM à recourir aux techniques et aux instruments qui ont pour objet les valeurs mobilières et les instruments du marché monétaire aux conditions et dans les limites qu'ils fixent pour autant que ces techniques et ces instruments soient *employés aux fins d'une gestion efficace du portefeuille*. Lorsque ces opérations concernent l'utilisation d'instruments dérivés, ces conditions et ces limites sont conformes aux dispositions de la présente directive ». Dans les réformes actuellement en préparation (v. Livre Blanc du 15 nov. 2006), il est également prévu que la Commission européenne présente des propositions législatives introduisant la possibilité de fusionner ou de regrouper (*pooling*) les fonds d'investissement de petite taille et de coût élevé : le but serait d'introduire une structure harmonisée de fonds maîtres nourriciers (*master feeder funds*) : l'idée est de permettre aux petits fonds (*feeder funds*) de n'investir que dans un fonds de grande taille (*master fund*). Le Livre Blanc relève en effet que 54 % des OPCVM gèrent moins de 50 millions d'euros d'actifs. Or, des économies d'échelle, susceptibles de profiter à l'investisseur, peuvent être réalisées via des regroupements d'actifs gérés. L'*entity pooling* utilise des OPCVM maîtres et nourriciers : la gestion financière est logée au sein de l'OPCVM maître, lui-même souscrit par les OPCVM nourriciers à hauteur de 100 % de leur actif. L'avantage de cette technique est de créer des nourriciers dans chaque Etat membre, sachant que de nombreux investisseurs souscrivent, pour des raisons réglementaires et culturelles, des OPCVM régis par leur propre droit (v. F. Bussière, *Chronique de gestion collective*, Banque et Droit n° 112, mars-avril 2007, p. 53) ; rapp. infra note n° 139 *in fine*.

aujourd'hui certaines⁷¹ techniques de gestion alternative, ce qui étend les formes juridiques susceptibles d'être utilisées par les *hedge funds*.

28. Les fonds alternatifs français (les *hedge funds* français) bénéficient aujourd'hui d'un cadre réglementaire sécurisé pour les investisseurs, même s'il est dérogoire du droit commun. L'article 63-I de la loi de sécurité financière du 1^{er} août 2003⁷² a, en effet, offert à ces véhicules alternatifs un cadre réglementaire attractif en permettant la constitution de *véhicules de gestion alternative réservés à certains investisseurs* : ces véhicules peuvent notamment prendre la forme juridique d'un OPCVM contractuel ou d'un OPCVM à *règles d'investissement allégées* (ci-après OPCVM ARIA). Si les *hedge funds* français présentent des caractéristiques communes avec les OPCVM à *vocation générale et coordonnés*, ils s'en distinguent sur de nombreux points⁷³.

29. Les fonds alternatifs français ont d'abord plusieurs points communs avec les OPCVM à vocation générale. *Tout d'abord*, les OPCVM ARIA et les OPCVM contractuels relèvent du régime général applicable aux OPCVM et, à ce titre, doivent être gérés par une société de gestion de portefeuille (SGP) et leurs actifs doivent être conservés par un dépositaire⁷⁴. *Ensuite*, en tant qu'OPCVM, les OPCVM ARIA et les OPCVM contractuels doivent prendre la forme soit d'une

Une société de gestion installée en France gérant des fonds de droit caïman peut d'ores et déjà recourir à la structure maître/nourriciers suivante. Tout d'abord, une société à responsabilité limitée de droit caïman (Ltd) agit en tant que *master fund*. Ensuite, des fonds nourriciers (*feeder funds*) sont constitués sous forme de sociétés à responsabilité limitée de droit caïman. Les investisseurs investissent dans les fonds nourriciers. L'actif du *feeder* est constitué des actions du *master funds* et le passif du *feeder* est constitué des parts du client. L'activité de négociation des fonds est réalisée par l'intermédiaire du *master fund* correspondant : à chaque fois que des investisseurs achètent des actions du *feeder fund*, le *feeder* va acheter de nouvelles actions dans le *master fund*. Le *feeder* est enregistré auprès des autorités caïmanes, tandis que le *master* bénéficie d'une exemption.

⁷¹ Certaines seulement, car les fonds coordonnés doivent respecter des limites de risque qui font que toutes les gestions alternatives ne sont pas possibles dans ces fonds.

⁷² Voir notamment AMF, Dispositions relatives aux OPCVM à vocation générale bénéficiant d'une procédure allégée, Revue mens. AMF, juillet-août 2004 ; F. Bussière et S. Puel, *La gestion collective dans la loi de sécurité financière*, Bull. Joly Bourse, sept.-oct. 2003 ; J.-B. Lenhof, *La réforme des organismes de placement collectif*, in La loi de sécurité financière, LPA, 14 nov. 2003, p. 31.

⁷³ S. Robillot, J.-J. Essombè Moussio, *Hedge fund et gestion alternative : vers une clarification de la notion et du cadre juridique*, Mélanges AEDBF – France IV (2004), Banque éd., p. 305.

⁷⁴ Pour les OPCVM ARIA, art. L. 214-35-1 C. mon. et fi. ; pour les OPCVM contractuels, art. 413-40 règlement général de l'AMF (ci-après « RG AMF »). Les actifs de la SICAV et du FCP sont conservés par un dépositaire unique distinct de la société anonyme ou du fonds. Le dépositaire doit être désigné dans les statuts de la SICAV ou le règlement du FCP et être choisi sur une liste de personnes morales arrêtée par le ministre chargé de l'économie. Le dépositaire s'assure de la régularité des décisions de la SICAV ou du FCP (art. L. 214-16 et 214-26 C. mon. fi.).

SICAV soit d'un FCP⁷⁵. Le législateur l'a précisé expressément s'agissant des OPCVM contractuels⁷⁶. Il est néanmoins resté silencieux quant à la forme que pouvaient prendre les OPCVM ARIA. Mais il ne semble exister aucun obstacle à ce que ces derniers revêtent l'une ou l'autre forme. Dans le silence des textes, la règle posée par l'article L. 214-2 du Code monétaire et financier, en vertu de laquelle les OPCVM peuvent prendre la forme soit de SICAV, soit de FCP, s'applique. En effet, lorsque les catégories spécifiques d'OPCVM bénéficient de dérogations au droit commun, le législateur s'attache à les exposer précisément aux articles qui leur sont consacrés.

30. En pratique, il semble que les OPCVM de gestion alternative prennent plus souvent la forme de FCP en raison de leur plus faible coût de constitution et des facilités d'administration plus légères que les contraintes qui pèsent sur les SICAV, en tant que sociétés anonymes (surtout depuis la réforme de sécurité financière de 2003). En effet, la SICAV est une société anonyme qui a pour objet la détention d'un portefeuille d'instruments financiers et de dépôts⁷⁷. En tant que telle, elle est soumise à la réglementation des sociétés anonymes, telle qu'elle résulte du Code de commerce, sauf dispositions contraires⁷⁸. Cela implique une gestion lourde. Chaque investisseur devient actionnaire de la SICAV et peut, à ce titre, exercer ses droits de vote à l'assemblée générale de la société. La SICAV peut assurer elle-même la gestion de ses actifs ou confier cette fonction à une société de gestion de portefeuille (cas le plus fréquent). Enfin et surtout, le capital initial de la SICAV ne doit pas être inférieur à 8 millions d'euros⁷⁹.

31. Le FCP, au contraire, ne dispose pas de la personnalité morale : il est une copropriété d'instruments financiers et de dépôts⁸⁰. Les porteurs de parts sont des copropriétaires et non des associés. Le règlement du fonds décrit certains de leurs rapports. Mais ils ne disposent, par conséquent, d'aucun pouvoir de décision ou de contrôle sur la société de gestion et le dépositaire. Les porteurs de parts ne sont tenus des dettes de la copropriété qu'à concurrence de l'actif du fonds et

⁷⁵ V. supra § 15.

⁷⁶ Art. L. 214-35-2, C. mon. fi.

⁷⁷ Art. L. 214-15, C. mon. fi.

⁷⁸ L'art. L. 214-18 du C. mon. fi. écarte ainsi l'application de plusieurs dispositions du Code de commerce.

⁷⁹ Art. D 214-20, C. mon. fi.

⁸⁰ Art. L. 214-20, C. mon. fi.

proportionnellement à leur quote-part⁸¹. Un FCP est représenté et géré par la société de gestion. Le montant minimum des actifs que les FCP doivent réunir lors de leur constitution est de 400.000 euros⁸². Ce n'est donc pas étonnant que sur les 221 OPCVM ARIA répertoriés sur la base de l'AMF, presque tous sont des FCP⁸³.

32. Il est enfin juridiquement possible d'utiliser une *fiducie* dans la structuration d'un *hedge fund*, mais la relative nouveauté de l'institution n'autorise pas le recul pour décrire le détail des techniques⁸⁴.

33. Mais les fonds alternatifs français se *distinguent*, à plusieurs égards, des OPCVM à vocation générale. *D'abord*, les contraintes législatives et réglementaires pesant sur les *hedge funds* français sont en général plus légères que celles qui pèsent sur les OPCVM à vocation générale⁸⁵. Toutefois, que les OPCVM soient généraux ou dérogatoires du droit commun (à l'image des fonds alternatifs), leur gestion est soumise à un contrôle quasi identique de l'AMF via le contrôle exercé par cette autorité sur les *sociétés de gestion* installées en France (les sociétés de gestion de portefeuille, SGP). En effet, le contrôle exercé sur les sociétés de gestion de fonds alternatifs reste largement fondé sur le contrôle de droit commun exercé sur toute société de gestion. Une distinction doit, par conséquent, être établie entre, *d'une part*, l'encadrement réglementaire des fonds (conditions d'accès aux fonds, publicité, conditions de souscription et de rachat, composition de l'actif, ratios de dispersion des risques, etc.) et, *d'autre part*, le contrôle exercé par l'autorité de régulation sur les SGP gérant ces fonds (notamment sur leur capacité à gérer les fonds).

34. *Ensuite*, la liquidité inhérente aux OPCVM de droit commun fait parfois défaut dans les *hedge funds* qui peuvent très bien prévoir une période de *lock-up* ou d'immobilisation, au terme de laquelle les investisseurs n'auront la possibilité de sortir du fonds concerné qu'à des échéances déterminées. Pour les *hedge funds*

⁸¹ Art. L. 214-23, C. mon. fi.

⁸² Art. D. 214-21, C. mon. fi.

⁸³ Dans le détail : 55 ARIA I (sans effet de levier) dont 52 FCP et 3 SICAV ; 21 ARIA II (avec effet de levier) qui sont uniquement des FCP ; 145 ARIA III (fonds de fonds alternatifs) dont 142 FCP et 3 SICAV. Pour la distinction des trois catégories de fonds, v. infra p. 31 s.

⁸⁴ Rapp. R. Mortier, F. Le Mentec, *Fiscalité de la fiducie : la neutralité à tout prix*, Droit & Patrimoine, 2008, n° 171, p. 82.

français, cette période est pour l'instant limitée à 2 ans à compter de la création du fonds. En revanche, et à la différence de nombreux *hedge funds* étrangers, les OPCVM ARIA et contractuels ne peuvent pas être fermés (*closed-end funds*), c'est-à-dire interdire les rachats.

35. *Enfin*, les règles de composition des actifs et de diversification des risques des OPCVM à vocation générale interdit de prendre des positions excessives sur des titres d'un même émetteur ou limitent l'usage qui pourrait être fait des instruments financiers à terme ou d'opérations d'acquisitions ou de cessions temporaires de titres. Au contraire, ces types d'opérations financières ou d'instruments financiers sont autorisés aux *hedge funds*.

36. En d'autres termes, le *hedge fund* ne fait en principe pas partie de la catégorie des OPCVM à vocation générale, mais peut être *coordonné* dans la mesure où certains fonds coordonnés peuvent désormais faire usage de stratégies alternatives, même si toutes les stratégies utilisées par les *hedge funds* ne leur sont pas ouvertes. Par exemple, alors que les ventes à découvert sont prohibées par la Directive OPCVM de 1985, cette technique est fréquemment employée par les *hedge funds*⁸⁶.

37. Un *hedge fund* est donc un véhicule de placement collectif dérogatoire du droit commun. La définition suivante peut être donnée des *hedge funds* : il s'agit d'un OPCVM dérogatoire qui se distingue en principe des OPCVM à vocation générale par ses objectifs (la recherche d'une performance *décorrélée* des principaux marchés financiers)⁸⁷, par ses instruments (des investissements *exotiques* - marchés émergents, immobilier, météo⁸⁸), et par ses techniques (possibilité de « *shorter* » des positions (emprunt de titres, swaps), et possibilité d'utiliser un niveau élevé de levier financier par le crédit ou par l'utilisation des produits dérivés)⁸⁹.

⁸⁵ Les contraintes légales et réglementaires pesant sur les fonds ARIA I et ARIA EL sont en effet plus légères que celles qui pèsent sur les OPCVM traditionnels. Elles le sont davantage concernant les fonds contractuels.

⁸⁶ V. supra § 69.

⁸⁷ Même si l'on trouve parfois des OPCVM à vocation générale qui ont un tel objectif et mettent en œuvre des stratégies de gestion alternative (dérivés sur marchandises, par ex.).

⁸⁸ Par ex. A. Caillemer du Ferrage, *Les dérivés climatiques*, Le Juriste, déc. 2000 – janv. 2001, p. 8.

⁸⁹ V. entretiens avec A. Reinhold et J. Sutour ; c'est le niveau du levier – et non son existence – qui distingue le *hedge funds* des OPCVM à vocation générale, dans lesquels un levier 2 est permis.

38. Il s'agit désormais d'examiner plus avant les avantages de ces formes juridiques de gestion alternative.

b) Formes juridiques

39. Les formes juridiques nouvelles créées par la loi de sécurité financière et dédiées à la gestion alternative sont au nombre de deux : les OPCVM ARIA qui font l'objet d'un *agrément*, et les OPCVM contractuels qui font l'objet d'une *déclaration*⁹⁰.

1) *OPCVM ARIA*

40. L'OPCVM ARIA est un OPCVM soumis à agrément de l'AMF. Il se subdivise en trois sous-catégories : les OPCVM à règles d'investissement allégées *sans* effet de levier (ARIA I), les OPCVM à règles d'investissement allégées *avec* effet de levier (ARIA II ou ARIAEL), et les OPCVM de fonds alternatifs (ARIA III ou fonds de fonds alternatifs)⁹¹. Les OPCVM ARIA obéissent à un régime « mixte ». Ils bénéficient d'un régime dérogatoire au droit commun quant à leur politique d'investissement (notamment concernant les ratios d'investissement) mais sont soumis au régime de droit commun quant à leur constitution (ils doivent être agréés par l'AMF⁹²).

2) *OPCVM contractuels*

41. A titre liminaire, il convient de noter que l'emploi de l'adjectif *contractuel* signifie que la société de gestion et son client fixent *contractuellement* les règles d'investissement qui seront appliquées par la société de gestion pour le compte de son client. L'emploi du terme « contractuel » s'entend donc de la faculté de dresser des modalités d'investissement et de fonctionnement sans les contraintes réglementaires que connaissent les autres catégories d'OPCVM. Ces OPCVM sont bien réputés contractuels par la loi, mais leur fonctionnement reste dominé par le régime réglementaire⁹³.

42. Ils bénéficient d'une grande souplesse non seulement de gestion, mais aussi de constitution. Cette dernière ne requiert pas l'agrément de l'AMF : les

⁹⁰ Art. L. 214-35-2 s. C. mon. fi. ; art. 413-22 RG AMF.

⁹¹ Art. L. 214-35, L. 214-35-1, R. 214-29 s. C. mon. fi. ; art. 413-1 s. RG AMF. Les OPCVM de fonds alternatifs sont ceux investissant plus de 10 % de leur actif dans des fonds alternatifs.

⁹² Les OPCVM sont soumis à l'agrément de l'AMF (pour leur constitution, transformation, fusion, scission ou liquidation : art. L. 214-3 C. mon. fi.).

OPCVM contractuels doivent être *déclarés* auprès d'elle⁹⁴. La constitution d'un OPCVM contractuel ou d'un nouveau compartiment d'OPCVM contractuel doit être déclarée à l'AMF dans le mois qui suit l'établissement de l'attestation de dépôt (pour une SICAV) ou du certificat de dépôt (pour un FCP) constatant les souscriptions. Le dossier de déclaration doit comporter (i) deux exemplaires d'une fiche de déclaration⁹⁵, (ii) plusieurs pièces à joindre obligatoirement⁹⁶ (comprenant notamment le prospectus complet), ainsi que (iii) tout autre document que la société de gestion de portefeuille estime nécessaire. À réception du dossier complet de déclaration, l'AMF procède à l'enregistrement de la déclaration. Un avis de réception de la déclaration est alors adressé dans les huit jours qui suivent cette réception. Cet avis atteste du dépôt officiel du dossier auprès de l'AMF, mais ne préjuge pas de la qualité des informations contenues dans le dossier qui demeure sous la responsabilité de la SICAV ou de la société de gestion de portefeuille⁹⁷. Si l'AMF ne peut donc pas s'opposer à la création de tels fonds, elle ne se borne pas pour autant à être une simple chambre d'enregistrement. Elle exerce en effet un contrôle sur le respect des obligations légales et réglementaires qui s'imposent à eux ainsi que sur les documents, à caractère promotionnel, établis ou diffusés par l'OPCVM contractuel en pouvant exiger qu'ils lui soient communiqués. Elle peut même faire modifier à tout moment la présentation ou la teneur de ces documents afin d'assurer que ces informations soient correctes,

⁹³ J.-B. Lenhof, *La réforme des organismes de placement collectif*, in La loi de sécurité financière, LPA, 14 nov. 2003, p. 31 (§ 35).

⁹⁴ Art. L. 214-35-4, C. mon. fi.

⁹⁵ V. annexe I, instr. AMF n° 2005-03.

⁹⁶ Ces pièces jointes sont : (1) le prospectus complet qui doit, *d'une part*, comprendre une note détaillée (mentionnant l'identité de la SGP et du dépositaire et précisant les règles d'investissement et de fonctionnement de l'OPCVM ainsi que l'ensemble des modalités de rémunération directe et indirecte de la société de gestion de portefeuille et du dépositaire) et les statuts de la SICAV ou le règlement du FCP et, *d'autre part*, indiquer de manière explicite qu'il s'agit d'un OPCVM contractuel non soumis à l'agrément de l'AMF ; (2) le certificat ou attestation de dépôt de fonds ; (3) le dossier relatif aux moyens affectés à la SICAV ne déléguant pas globalement la gestion de son portefeuille ; (4) l'accord du dépositaire et la convention entre le dépositaire et la société de gestion ; (5) le programme de travail du commissaire aux comptes et le budget ; (6) pour les OPCVM maîtres et nourriciers, le cahier des charges du dépositaire et la convention d'échange d'information entre commissaires aux comptes, le cas échéant ; (7) pour les OPCVM commercialisés uniquement à l'étranger, l'engagement de la société de gestion ou de la SICAV de ne pas commercialiser l'OPCVM en France ou auprès de ressortissants français ; (8) pour les OPCVM ayant recours à un ou plusieurs *prime brokers* (v. la partie économique du présent rapport), la convention de *prime brokerage*.

⁹⁷ Art. 4 de l'instruction AMF n° 2005-03.

claires et non trompeuses⁹⁸. S'appliquent ainsi aux personnes qui distribuent des OPCVM contractuels les dispositions de droit commun applicables aux PSI. Il n'en demeure pas moins que la procédure de *constitution* est moins lourde que pour un OPCVM ARIA.

43. S'agissant de leur *gestion*, le règlement ou les statuts de l'OPCVM contractuel fixent les règles d'investissement et d'engagement⁹⁹. La politique de gestion de ces OPCVM est donc définie par la seule documentation constitutive de l'organisme (donc contractuellement), qui déterminera les ratios d'investissement, les actifs éligibles, la limite d'engagement sur les marchés dérivés ainsi que les modalités de souscription et de rachat des parts ou actions. Ces OPCVM sont des structures libres d'investir dans tout instrument financier et dans des dépôts bancaires, parce que la périodicité des valeurs liquidatives peut être mensuelle (OPCVM ARIA) ou trimestrielle (OPCVM contractuels). Le gestionnaire de ces fonds peut choisir d'investir dans des titres peu liquides et n'est pas contraint de les revendre rapidement en cas de demande de rachat de parts par un investisseur¹⁰⁰.

44. Contrairement à la plupart des OPCVM, les OPCVM ARIA et les OPCVM contractuels, en tant que fonds alternatifs, ne peuvent pas bénéficier, à l'heure actuelle, du régime des OPCVM coordonnés et ne relèvent donc pas de la Directive OPCVM de 1985. Or le système du passeport (qui postule que l'OPCVM est librement commercialisable dans l'Union européenne sous réserve de soumettre un dossier à l'autorité de surveillance du pays d'accueil) est applicable aux seuls OPCVM coordonnés. C'est la raison pour laquelle certains *hedge funds* français préfèrent se placer sous le régime des fonds coordonnés plutôt que sous celui des OPCVM ARIA ou contractuels. Ceci bien que la forme des OPCVM coordonnés ne soit pas nécessairement la plus adaptée pour les *hedge funds*, puisque toutes les stratégies alternatives ne leur sont pas ouvertes.

⁹⁸ L'art. 413-29 RG de l'AMF renvoie en effet à l'art. 314-30 du même règlement.

⁹⁹ Art. L. 214-35-2, C. mon. fi., par dérogation aux dispositions de l'art. L. 214-4 du même Code.

¹⁰⁰ F. Bussière et S. Puel, *La gestion collective dans la loi de sécurité financière : entre modernisation et sécurité*, Bull. Joly Bourse, sept. 2003, n° 5, p. 555 et s.

45. En résumé, le *hedge fund* est un OPCVM dérogatoire qui peut emprunter trois principales formes juridiques (contractuel, ARIA, et éventuellement coordonné) qu'il convient de comparer.

2. Comparaison des principales formes juridiques

46. Il sera distingué successivement les éléments suivants dans chacune des catégories d'OPCVM évoquées : (1) conditions d'accès aux *hedge funds*, (2) règles de publicité, (3) conditions de souscription et de rachat, (4) règles de composition de l'actif, (5) ratios de dispersion des risques, et (6) stratégie alternative.

a) Conditions d'accès

47. Bien que les *hedge funds* ne disposent généralement que d'un nombre limité d'investisseurs (au départ des personnes très fortunées et de plus en plus des investisseurs institutionnels, tels les fonds de pension¹⁰¹ ou les fondations¹⁰²), ils tentent d'élargir progressivement leur clientèle en se tournant davantage vers les particuliers. S'agissant des OPCVM ARIA ou contractuels¹⁰³, ils restent réservés aux seuls investisseurs qualifiés ou nommés expressément : il s'agit de l'Etat, de la Banque centrale européenne, des banques centrales, de la Banque mondiale, du Fonds monétaire international, de la Banque européenne d'investissement, et des sociétés dont le bilan social, le chiffre d'affaires et les capitaux propres s'élèvent respectivement à plus de 20.000.000 €, 40.000.000 € et 2.000.000 € ainsi que des investisseurs particuliers mais fortunés¹⁰⁴. Un investisseur qualifié est *une personne ou une entité disposant des compétences et des moyens nécessaires pour*

¹⁰¹ Par exemple, les retraites ARCO peuvent investir en fonds de fonds (mais il n'est pas à exclure que certains fonds de pension étrangers puissent être autorisés à investir dans des *hedge funds* directement, dans certaines limites). A cet égard, les ratios des institutions de retraites en France sont certainement un obstacle au développement d'un marché français des *hedge funds* (la réglementation interne de la plupart des investisseurs institutionnels et des assureurs français leur interdit, en effet, de s'exposer à des *hedge funds* ou limite très strictement cette exposition, avec le plus souvent des dispositions un peu plus permissives s'il s'agit de fonds de *hedge funds*).

¹⁰² Par ex. *l'endowment* de l'Université de Yale (22,5 milliards USD) est investi en grande partie en alternatif (Yale Endowment, 2007, disponible sur le site : <www.yale.edu/investments/> ; v. aussi journal The New York Times, 27 sept. 2007 ; et Wall Street Journal, 27 sept. 2007).

¹⁰³ Art. L. 214-35-1 al. 1^{er} C. mon. fi. ; art. 413-2 et 413-13 RG AMF (OPCVM ARIA) ; art. L. 214-35-3 C. mon. fi. et 413-35 RG AMF (OPCVM contractuels)

¹⁰⁴ RG AMF : art. 413-2 (pour les OPCVM ARIA avec ou sans effet de levier) ; art. 413-13 (pour les OPCVM ARIA de fonds alternatifs) et art. 413-35 (pour les OPCVM contractuels).

*appréhender les risques inhérents aux opérations sur instruments financiers*¹⁰⁵. Cette catégorie correspond en réalité aux *clients professionnels*, définis par la Directive MIF de 2004 comme des clients qui possèdent l'expérience, les connaissances et la compétence nécessaires pour prendre leurs propres décisions d'investissement et évaluer correctement les risques encourus¹⁰⁶. Pour pouvoir être considéré comme un client professionnel, le client doit satisfaire aux critères fixés à l'annexe II de ladite directive.

48. Pour investir dans des OPCVM *contractuels*, les investisseurs privés doivent : *soit* justifier d'une souscription initiale d'au moins 30.000 euros, lorsque la personne a exercé pendant au moins un an dans le secteur financier une position professionnelle lui ayant permis d'acquérir une connaissance suffisante de la stratégie des OPCVM ; *soit* justifier d'une souscription initiale d'au moins 30.000 euros, lorsque la personne détient au moins 1.000.000 euros en dépôts, produits d'assurance vie ou portefeuille d'instruments financiers ; *soit* justifier d'une souscription initiale d'au moins 250.000 euros¹⁰⁷.

49. Les OPCVM ARIA I et II sont en revanche plus ouverts, et les seuils applicables ont des montants inférieurs : des investisseurs privés fortunés peuvent y accéder en souscrivant initialement au moins 10.000 euros dans les actifs de l'OPCVM et sous réserve qu'ils aient occupé pendant au moins un an dans le secteur financier une position professionnelle leur ayant permis d'acquérir une connaissance de la stratégie mise en œuvre par l'OPCVM. Les personnes physiques suivantes peuvent également souscrire, si le montant de la souscription initiale est d'au moins 10.000 euros dans les actifs de l'OPCVM et qu'elles détiennent au moins 1.000.000 euros de dépôts, produits d'assurance vie ou portefeuilles d'instruments financiers. Enfin, les personnes physiques souscrivant initialement au moins 125.000 euros dans les actifs de l'OPCVM ne sont pas soumises à des conditions supplémentaires¹⁰⁸.

50. Enfin, s'agissant des OPCVM de fonds alternatifs (ARIA III), ils bénéficient de règles de commercialisation plus souples dans la mesure où le

¹⁰⁵ Cette définition est donnée au c) du 5° du II de l'article L. 411-2 C. mon. fi. V. également M.-J. Experton, *L'investisseur qualifié*, Bull. Joly Bourse, mars-avr. 1999, p. 140.

¹⁰⁶ V. Annexe II, Directive MIF.

¹⁰⁷ Art. 413-35, RG AMF.

¹⁰⁸ Art. 413-2, RG AMF.

risque associé à un tel investissement est dilué¹⁰⁹. Peuvent ainsi investir dans de tels OPCVM, *soit* les personnes privées souscrivant initialement au moins 10.000 € lorsque l'OPCVM ne garantit pas le capital souscrit, *soit* tout investisseur lorsque l'OPCVM garantit le capital souscrit et bénéficie lui-même d'une garantie, ou fait bénéficier ses porteurs d'une garantie¹¹⁰.

51. Dans tous les cas, d'importantes précautions doivent être prises par les OPCVM pour s'assurer que les investisseurs ont bien pris connaissance des conditions d'entrée et des particularités que présentent ces véhicules de gestion alternative (règles d'investissement dérogatoires ; absence d'agrément délivré par l'AMF pour les OPCVM contractuels). L'investisseur doit être averti que la souscription ou l'acquisition des parts ou actions de l'OPCVM est réservée à certaines catégories d'investisseurs seulement¹¹¹. L'investisseur doit reconnaître par écrit qu'il en a effectivement été averti¹¹². De plus, le dépositaire de l'OPCVM doit veiller à ce que les investisseurs aient bien pris connaissance de ces éléments d'information¹¹³. Plus généralement, la Directive MIF s'applique, notamment en ce qui concerne l'obligation de meilleure exécution des ordres¹¹⁴.

b) Publicité

52. Les règles de publicité des OPCVM s'inscrivent dans le cadre des règles de commercialisation des OPCVM lesquelles relèvent d'une réglementation spécifique¹¹⁵ (et non de l'appel public à l'épargne¹¹⁶).

53. Pour les OPCVM *coordonnés*, les règles de publicité sont fixées par la directive OPCVM de 1985¹¹⁷. Elles sont notamment destinées à protéger les

¹⁰⁹ De la même manière en Allemagne, si les *hedge funds* étrangers ne peuvent être offerts que par voie de placement privé, les fonds de *hedge funds* peuvent en général être proposés par offre publique (A. Achard, C. Millar, J. Sutour, N. Simmonds, J. Kindermann, *La gestion alternative en Europe*, Option finance, n° 763, 15 déc. 2003, p. 35 (37)).

¹¹⁰ Art. 413-13 RG AMF (5° et 6°).

¹¹¹ Art. 413-5 RG AMF (ARIA I & II) ; art. 413-38 du même règlement (OPCVM contractuels).

¹¹² Art. 413-6 RG AMF (ARIA I & II) ; art. 413-39 du même règlement (OPCVM contractuels).

¹¹³ Art. 413-7 RG AMF (ARIA I & II) ; art. 413-40 du même règlement (OPCVM contractuels).

¹¹⁴ F. Bussière, B. Henry, *La directive MIF et la gestion d'actifs*, Banque & Droit n° 115, sept. - oct. 2007, p. 5.

¹¹⁵ La loi n° 2005-842 du 26 juillet 2005 pour la confiance et la modernisation de l'économie (JORF 26 juillet 2005), en son article 25, a exclu les OPCVM de l'appel public à l'épargne.

¹¹⁶ Lorsque les opérations relèvent de l'appel public à l'épargne, elles relèvent de la directive Prospectus (sauf lorsque l'offre s'adresse exclusivement à des investisseurs qualifiés ou restreints, v. not. art. L. 411-2, C. mon. fi.).

¹¹⁷ Art. 27 s., Directive OPCVM de 1985. En droit interne : art. L. 214-12 C. mon. fi. ; art. 411-45 et s. RG de l'AMF.

porteurs de parts. Pèse ainsi sur la société de gestion, promoteur de l'OPCVM coordonné, l'obligation d'élaborer et de diffuser un certain nombre d'informations dont le contenu doit être exact, clair et non trompeur. Doivent ainsi être publiés : *d'une part*, un prospectus complet (qui doit comprendre un prospectus simplifié¹¹⁸, une note détaillée¹¹⁹ et le règlement du FCP ou les statuts de la SICAV) ainsi que des rapports périodiques et, *d'autre part*, plusieurs autres renseignements¹²⁰. Lorsque l'OPCVM comporte certains risques, la société de gestion doit insérer, dans le prospectus simplifié, un avertissement pour informer les clients de ces risques.

54. Pour les OPCVM *non coordonnés*, tels les OPCVM ARIA et contractuels, des règles, en partie dérogatoires, ont été établies. Les OPCVM ARIA et contractuels sont soumis à une procédure de diffusion d'un prospectus qui doit être rédigé en français si le fonds est commercialisé en France et de documents d'information auprès des investisseurs, préalablement à leur investissement. Toutefois, tant pour les OPCVM ARIA que contractuels, il est possible de rédiger le prospectus en anglais directement, dès lors que le fonds n'est pas commercialisé en France. Lorsque l'OPCVM présente des caractères de risques spécifiques, une obligation de mise en garde est susceptible de peser sur les distributeurs chargés de commercialiser les parts ou actions d'OPCVM de gestion alternative¹²¹. A titre

¹¹⁸ Le prospectus simplifié se compose d'une partie statutaire (présentation succincte de l'OPCVM, informations relatives aux placements et à la gestion suivie par l'OPCVM, aux frais, commissions, à la fiscalité, etc.) ainsi que d'une partie statistique. V. la directive n° 2001/107/CE qui instaure le prospectus simplifié. V. également la recommandation de la Commission du 27 avril 2004 (n° 2004/384/CE, JOUE du 30 avril 2004, n° L. 144) qui porte sur certains éléments du prospectus simplifié. Le *Livre Blanc* de la Commission sur l'amélioration du cadre régissant le marché unique des fonds d'investissement souligne le caractère trop long et souvent mal compris du prospectus et entend simplifier ce document d'information.

¹¹⁹ La note détaillée doit décrire les règles d'investissement de l'OPCVM ainsi que les modalités de rémunération de la société de gestion et du dépositaire. Elle doit comporter les caractéristiques générales de l'OPCVM (forme, dénomination, etc.), les modalités de fonctionnement et de gestion de l'OPCVM, l'objectif de gestion poursuivi par l'OPCVM, l'indicateur de référence qui permet à l'investisseur d'apprécier la performance de l'OPCVM, les classes d'actifs entrant dans l'objectif de gestion, le profil de risque, les frais et commissions, les règles d'évaluation des actifs et de comptabilisation.

¹²⁰ Art. 34 et 35, Directive OPCVM de 1985.

¹²¹ Décision du conseil de discipline de la gestion financière du 24 oct. 2003, n° 6/02, Bull. COB, oct. 2003. Rappr. de l'obligation de mise en garde du banquier pour les seules opérations qui présentent un caractère spéculatif (Com. 8 juill. 2003, Bull. civ. IV, n° 118 et largement commenté, notamment à Banque & Droit, sept.-oct. 2003, p. 48, de Vauplane et Daigre). Ainsi un *swap* de taux d'intérêt est dépourvu de caractère spéculatif, car du point de vue de l'emprunteur qui recueille le taux fixe en contrepartie au taux variable reçu par le banquier, l'opération est dépourvue de caractère spéculatif puisqu'il s'agit d'une opération de couverture (v. Com. 19 juin 2007, D. 2007. AJ. 1952, obs. X. Delpech).

d'illustration, le prospectus de l'OPCVM ARIA doit mentionner obligatoirement l'avertissement suivant : *L'OPCVM X est un OPCVM (à règles d'investissement allégées sans effet de levier / avec effet de levier / de fonds alternatifs). Il n'est pas soumis aux mêmes règles que les OPCVM « tous souscripteurs » et peut donc être plus risqué. Seules les personnes mentionnées à la rubrique « souscripteurs concernés » peuvent acheter des (parts / actions) de l'OPCVM X*¹²².

55. Mais une différence existe entre les règles de publicité des OPCVM ARIA et celles des OPCVM contractuels. En effet, alors que les OPCVM ARIA sont soumis aux mêmes règles de publicité que les OPCVM à vocation générale (exigence d'établissement d'un prospectus complet qui doit comprendre un prospectus simplifié, une note détaillée, ainsi que le règlement ou les statuts de l'OPCVM)¹²³, les OPCVM contractuels sont soumis à des exigences moindres. Pour ces derniers, en effet, l'établissement d'un prospectus simplifié n'est pas exigé, mais simplement l'établissement d'une note détaillée accompagnée du règlement ou des statuts du fonds. L'information des porteurs doit néanmoins toujours être adaptée à la nature des stratégies mises en œuvre et le prospectus de l'OPCVM contractuel doit obligatoirement mentionner le même type d'avertissement que le prospectus de l'OPCVM ARIA¹²⁴. Plus généralement, toute sollicitation directe ou indirecte en vue de la souscription ou de l'acquisition des parts ou actions de cet OPCVM contractuel doit s'accompagner d'un avertissement rappelant que la souscription ou l'acquisition, la cession ou le transfert des parts ou actions d'OPCVM, directement ou par personne interposée, est réservée à certains investisseurs. Cet avertissement doit également rappeler qu'il s'agit d'un OPCVM non agréé par l'AMF dont les règles de fonctionnement sont fixées par le prospectus complet¹²⁵. Le dépositaire, ou la personne désignée par le prospectus complet de l'OPCVM doit, en outre, s'assurer que les critères

¹²² Indications données par l'AMF, *La gestion alternative, Les clés pour comprendre*, déc. 2006.

¹²³ Art. 413-1 et 411-15 RG AMF.

¹²⁴ L'AMF indique que l'avertissement suivant est obligatoire : *L'OPCVM X est un OPCVM contractuel. Il n'est pas soumis à l'agrément de l'Autorité des marchés financiers et n'est pas soumis aux règles applicables aux OPCVM agréés : ses règles de gestion et de fonctionnement sont fixées par son prospectus complet. Avant d'investir dans cet OPCVM, vous devez comprendre comment il sera géré et quels sont les risques particuliers liés à la gestion mise en œuvre. En particulier, vous devez prendre connaissance des conditions et des modalités particulières de fonctionnement et de gestion de cet OPCVM (...). Seules les personnes mentionnées à la rubrique « souscripteurs concernés » peuvent acheter des (parts/actions) de l'OPCVM X* (indications données par l'AMF, *La gestion alternative, Les clés pour comprendre*, déc. 2006).

relatifs à la capacité des souscripteurs ou acquéreurs ont été respectés et que ces derniers ont reçu l'information requise¹²⁶. Ces règles de publicité sont donc intimement liées aux règles de commercialisation¹²⁷.

c) Conditions de souscription et de rachat

56. Les actions de SICAV ou parts de FCP doivent en principe pouvoir être émises et rachetées à tout moment par l'OPCVM à la demande des actionnaires ou porteurs, sur la base de leur valeur liquidative augmentée ou diminuée, le cas échéant, des commissions de souscription ou de rachat. Ce principe fait toutefois l'objet de plusieurs dérogations. On utilise l'anglicisme de « *gate system* » pour décrire les mécanismes qui consistent à prévoir pour le gérant la possibilité de plafonner les *rachats*, lors de chaque sortie, le solde étant reporté au prorata sur la ou les valeurs liquidatives suivantes. Autrement dit, il s'agit d'une possibilité d'étalement en cas de rachats trop importants. On évite ainsi la vente bradée des actifs en cas de demandes de sorties importantes dans des conditions défavorables. Mais mal expliqué ou utilisé, ce mécanisme pourrait créer une défiance excessive des investisseurs pour les fonds qui peuvent y avoir recours. Et il ne doit pas être utilisé comme un outil de gestion au quotidien de la liquidité. Il doit donc être encadré, réservé à des circonstances exceptionnelles et assorti d'une information particulièrement claire pour le porteur. La loi française a bien prévu un mécanisme qui se rapproche : l'OPCVM peut suspendre, à titre provisoire, l'émission et le rachat des actions ou des parts, en cas de circonstances exceptionnelles et dans l'intérêt des actionnaires ou porteurs de parts, dans les conditions fixées par les statuts de la SICAV ou le règlement du fonds¹²⁸. Mais ce dispositif ne relève pas du périmètre des *gates* et s'apparente davantage à un « bouton d'arrêt d'urgence ». Une autre dérogation a été ajoutée par la loi de sécurité financière du 1er août 2003, conduisant à ce que les OPCVM ne soient plus contraints d'émettre des parts ou des actions à tout moment de la vie du fonds en dehors de toute circonstance exceptionnelle (afin que la société de gestion

¹²⁵ Art. 413-38 RG AMF.

¹²⁶ Art. 413-40 RG AMF. Cette disposition précise que le dépositaire doit également s'assurer de l'existence de la déclaration écrite mentionnée à l'article 413-39 du RG de l'AMF.

¹²⁷ V. infra §§ 98 s.

¹²⁸ Art. L. 214-19 et L. 214-30, C. mon. fi.

puisse refuser la souscription d'un investisseur)¹²⁹. Mais cette possibilité de bloquer les *souscriptions* ne peut pas davantage être présentée comme une dérogation à l'interdiction des *gates* en France dès lors que ceux-ci ne portent que sur les *rachats*.

57. En toute hypothèse, et même si ces dispositions s'appliquent aux OPCVM ARIA, l'AMF interprète strictement la loi ce qui la rend réticente, en pratique, à autoriser de telles circonstances. Il reste que l'interdiction des *gates* en France pose un véritable problème de concurrence avec la réglementation irlandaise ou des îles Caïman¹³⁰. Seuls les OPCVM contractuels bénéficient, à cet égard, d'un réel régime dérogatoire au droit commun s'agissant du système de « *gate* ». En effet, le règlement ou les statuts de l'OPCVM contractuel prévoient eux-mêmes les conditions et les modalités des souscriptions, acquisitions, rachats des parts et des actions¹³¹. Pour tenir compte de la présence d'actifs peu liquides, le règlement ou les statuts de l'OPCVM contractuel peuvent imposer une période de *lock-up* de *deux ans* à compter de la création du fonds, et au-delà de cette période de *lock-up*, un délai de préavis qui ne peut excéder *trois mois* pour les rachats des parts ou des actions¹³². Ce délai est plus court qu'en matière de capital-investissement¹³³, mais plus long que pour les OPCVM à vocation générale¹³⁴. Là encore, ce *lock-up* de deux ans est peu pratique et il n'est pas conforme aux pratiques internationales qui, d'une part, prévoient un *lock-up* dont la durée peut excéder deux ans et qui,

¹²⁹ Art. L. 214-19 et L. 214-30 du C. mon. fi. renvoient en effet au RG AMF le soin de fixer les cas et conditions dans lesquels les statuts de la SICAV et le règlement du FCP peuvent prévoir l'interruption de l'émission des actions ou des parts, de façon provisoire ou définitive (contrairement à l'hypothèse précédente, il ne s'agit donc que de l'interruption de l'émission et non du rachat des parts ou actions ; cette interruption peut être définitive et non pas seulement provisoire). L'article 411-12 RG AMF prévoit ainsi que l'OPCVM peut cesser d'émettre des actions ou des parts dans deux hypothèses : lorsqu'il est dédié à un nombre restreint d'investisseurs (20 porteurs au plus ; le nombre exact doit être fixé par le prospectus complet) ou à une catégorie d'investisseurs dont les caractéristiques sont définies par le prospectus complet – fonds dits *dédiés* ; lorsque le prospectus complet définit les situations objectives entraînant la fermeture provisoire ou définitive des souscriptions (par ex. un nombre maximum de parts ou d'actions émises) – fonds dits *à formule*. Ces dispositions ont été introduites dans le souci de rendre le droit interne compatible avec les objectifs fixés par la Directive OPCVM de 1985 qui fixait le principe de rachat des parts ou actions de l'OPCVM à tout moment mais qui ne s'opposait pas au refus de souscription d'un investisseur. Il s'agissait également d'aligner le droit interne sur le droit d'autres Etats comme l'Irlande ou le Luxembourg.

¹³⁰ V. infra.

¹³¹ Art. L. 214-35-5, C. mon. fi.

¹³² Id.

¹³³ V. supra note de bas de page n° 11.

¹³⁴ V. art. L. 214-15 C. mon. fi. qui dispose que « *les actions de la SICAV sont émises et rachetées à tout moment par la société à la demande des actionnaires* ».

d'autre part, la font courir à partir de la souscription, et non de la création du fonds.

d) Composition des actifs

58. Les règles relatives à la composition des actifs applicables aux OPCVM ARIA ainsi qu'aux OPCVM contractuels dérogent aux règles applicables aux OPCVM à vocation générale, même si la gamme des actifs dans lesquels ces derniers peuvent investir (les actifs éligibles) est désormais très étendue. Pour mémoire, tandis que les règles de composition des actifs d'un OPCVM ARIA sont fixées par les textes législatifs et réglementaires, la composition des actifs d'un OPCVM contractuel est librement déterminée dans son règlement ou ses statuts.

59. L'actif de tout OPCVM, général ou dérogatoire, peut comprendre : (i) des instruments financiers, qu'ils soient régis par le droit national ou un droit étranger, mais qui doivent être admis à la négociation sur un marché réglementé de droit national ou assimilé¹³⁵ : ces instruments financiers sont (i.a) les actions et autres titres donnant ou pouvant donner accès, directement ou indirectement, au capital ou aux droits de vote, transmissibles par inscription en compte ou tradition ; (i.b) les titres de créance qui représentent chacun un droit de créance sur l'entité qui les émet, transmissibles par inscription en compte ou tradition, à l'exclusion des effets de commerce ; (i.c) les parts ou actions d'OPCVM ; (i.d) les parts et titres de créance émis par des fonds communs de créances ; (i.e) les instruments financiers à terme ; (i.f) les instruments du marché monétaire¹³⁶. (ii) Des dépôts effectués auprès d'établissements de crédit français ou étrangers dès lors que certaines conditions sont remplies¹³⁷, ainsi que (iii) des liquidités, dans de strictes limites¹³⁸. Tout OPCVM peut placer la totalité de ses actifs dans une seule catégorie de ces titres dès lors qu'ils sont émis par des entités différentes.

¹³⁵ Art. R. 214-1-1 et R. 214-2 C. mon. fi.

¹³⁶ a) à f) du 2° de l'art. R. 214-1-1 C. mon. fi.

¹³⁷ En vertu de l'art. R. 214-3 C. mon. fi., pour être éligibles à l'actif d'un OPCVM, les dépôts doivent : 1° être effectués auprès d'un établissement de crédit avec lequel est passée une convention écrite et dont le siège est établi dans un Etat membre de la Communauté européenne ou partie à l'Espace économique européen ou auprès d'un établissement de crédit dont le siège est établi dans un autre Etat dès lors qu'il répond à des critères de sécurité suffisante fixés par l'AMF ; 2° avoir un terme inférieur ou égal à 12 mois ; 3° pouvoir être remboursés ou retirés à tout moment à la demande de l'OPCVM ; 4° la somme versée en réponse à la demande de remboursement (diminuée des éventuels frais ou pénalités de remboursement anticipé et augmentée des intérêts éventuels) doit être au moins égale à la valeur initiale du dépôt.

¹³⁸ Art. R. 214-4, C. mon. fi.

60. La directive n° 2007/16/CE de la Commission du 19 mars 2007¹³⁹ a permis de clarifier les critères permettant de déterminer si une catégorie donnée d'instruments financiers relève des actifs éligibles à l'investissement d'un OPCVM *coordonné*¹⁴⁰. Les OPCVM à vocation générale peuvent investir notamment dans les titres adossés à des actifs, les billets de trésorerie, les dérivés de crédit, de nombreux fonds de type fermé. Cette directive permet ainsi de tendre vers une meilleure harmonisation des règles applicables en matière d'éligibilité des actifs d'un OPCVM¹⁴¹.

61. L'actif d'un OPCVM peut comprendre, en sus des instruments mentionnés au § 59, mais dans la limite de 10% : des bons de souscription, des bons de caisse, des billets à ordre, des billets hypothécaires, des actions ou parts de fonds d'investissement de droit étranger répondant aux critères fixés par le règlement général de l'AMF, des actions ou parts d'OPCVM à régime spécial¹⁴², des instruments financiers *non admis* à la négociation sur un marché réglementé de droit national ou assimilé ; des parts ou actions d'organismes de placement collectif immobilier (OPCI) ou de certains organismes étrangers¹⁴³. Sont en outre incluses dans la limite de 10% les parts ou actions d'OPCVM ou de fonds d'investissement eux-mêmes investis à plus de 10% en parts ou actions d'OPCVM ou de fonds d'investissement.

¹³⁹ La directive 2007/16/CE de la Commission du 19 mars 2007, JOUE L. 79/11 du 20 mars 2007, porte application de la directive OPCVM de 1985, modifiée par les directives n° 2001/107/CE et n° 2001/108/CE. La Commission européenne prépare depuis quelques années déjà un véritable chantier destiné à modifier la directive OPCVM de 1985, pour la simplifier et réduire les coûts à la charge des professionnels. La Commission a tout d'abord adopté le 12 juill. 2005 un *Livre Vert* sur l'amélioration du cadre législatif de l'Union européenne pour les fonds d'investissement, qu'elle a soumis à consultation. Elle a ensuite réuni plusieurs groupes d'experts chargés d'élaborer trois rapports distincts sur le marché : des fonds d'investissement, des fonds spéculatifs (ou *hedge funds*) et des fonds de *capital-investissement* (ces rapports ont été rendus entre mars et juill. 2006). En réponse à ces rapports, la Commission a adopté le 15 nov. 2006 un *Livre Blanc* sur le renforcement du marché unique des fonds d'investissement, COM (2006)686 final. La Commission a publié, le 16 juill. 2008, une proposition de révision de la Directive de 1985 visant à reconnaître les fusions transfrontalières d'OPCVM, les structures maître-nourricier et le passeport au profit des SGP (rapp. note n° 70).

¹⁴⁰ V. notamment la dir. comm. CE n° 2007/16 du 19 mars 2007, JOUE 20 mars, n° L 79, et I. Riassetto, *Actif des OPCVM, clarification des définitions*, Rev. Lamy dr. aff. juill. 2007, p. 33 ; I. Riassetto, *Investissement des OPCVM – Clarification des notions*, Bull. Joly Bourse, 1^{er} juill. 2007, n° 4, p. 433 ; F. Bussière, *Directive d'application 19 mars 2007 – OPCVM coordonnés – Clarification des actifs éligibles*, Banque et Droit n° 114, juill.-août 2007, p. 44.

¹⁴¹ S. Matthias, *Un grand chantier s'annonce*, Revue Banque, n° 693, juill.-août 2007, p. 32.

¹⁴² Ces OPCVM sont notamment les suivants : fonds nourriciers, fonds de fonds, fonds ARIA, fonds contractuels, FCPR.

¹⁴³ La liste est fixée à l'art. R. 214-5, C. mon. fi.

62. La limite des 10 % est portée à 50 % pour les OPCVM ARIA I et II, sauf pour les parts ou actions d'OPCI ou d'organismes étrangers ayant un objet équivalent. Le ratio reste toutefois de 10% lorsque les OPCVM ARIA investissent dans des fonds de placement immobilier¹⁴⁴. Il est de 20% lorsque les OPCVM ARIA investissent en actions des sociétés de placement à prépondérance immobilière à capital variable¹⁴⁵. En outre, l'actif des OPCVM ARIA I et II peut également comprendre, par dérogation aux règles de droit commun applicables aux OPCVM à vocation générale, des actions ou parts de fonds d'investissement de droit étranger qui ne répondraient pas aux critères fixés par le règlement général de l'AMF (dans la limite de 10%)¹⁴⁶.

e) Règles de dispersion des risques

63. Afin de limiter les risques, des règles prudentielles ont à l'origine été établies par la directive OPCVM de 1985. Ces règles prennent notamment la forme de ratios de détention de titres entrant dans la composition de l'actif de l'OPCVM. Elles imposent une diversification de l'actif de l'OPCVM. La dispersion des risques se matérialise par des limites tenant aux titres émis par un même émetteur, au dépôt auprès d'un même dépositaire, et aux catégories de titres détenues.

64. Pour les OPCVM à *vocation générale*, la règle applicable est celle des « 5/10/20/40 ». Elle signifie que, en principe, l'OPCVM ne peut employer en titres d'un même émetteur plus de 5% de ses actifs. Cette limite de 5% peut être portée à 10% si la valeur totale des instruments investis dans plusieurs entités formant un même « groupe » ne dépasse pas 20% de l'actif et si le cumul des positions sur de tels « groupes » ne dépasse pas 40% de l'actif. Elle fait toutefois l'objet de plusieurs dérogations, notamment au profit des OPCVM ARIA soumis à des règles de dispersion des risques, dérogatoires du droit commun, fixés par les dispositions réglementaires. Pour les OPCVM *contractuels*, et comme pour les actifs éligibles, les règles d'investissement sont librement fixées par le règlement ou les statuts d'un commun accord entre l'investisseur et la société de gestion. Il

¹⁴⁴ C. mon. fi., art. R. 214-29 (ARIA I) ; art. R. 214-32 (ARIA II) (dispositions telles que complétées par le décret n° 2007-1206 du 10 août 2007, art. 1)

¹⁴⁵ C. mon. fi. , art. L. 214-120.

¹⁴⁶ C. mon. fi., art. R. 214-30 IV (ARIA I) ; art. R. 214-33 IV (ARIA II).

convient donc seulement d'examiner comment la règle de 5/10/20/40 est aménagée pour les OPCVM ARIA, en distinguant les investissements dans des *titres d'un même émetteur*, les *dépôts auprès d'un même émetteur*, et les investissements dans une *même catégorie de titres*.

1) Titres d'un même émetteur

65. En principe, un OPCVM général ne peut pas investir plus de 5 % de ses actifs en titres d'un même émetteur¹⁴⁷. Toutefois, plusieurs dérogations à cette limite de 5% s'appliquent dès lors que certaines conditions sont remplies¹⁴⁸. Par exemple, un OPCVM peut investir, en actions et autres titres donnant ou pouvant donner accès au capital ou aux droits de vote, en titres de créance, en parts et titres de créances émis par des fonds communs de créance et en instruments du marché monétaire, d'un même émetteur jusqu'à 10% de son actif. Cette limite des 10% est portée à 35% concernant les OPCVM ARIA auxquels ne s'applique pas la condition des 40% de l'actif¹⁴⁹. Cette limite des 35% est portée à 50% si les titres détenus ont été émis lors de trois émissions différentes¹⁵⁰. De même, un OPCVM peut employer, en parts ou actions d'un même OPCVM, jusqu'à 10% de son actif. Cette limite des 10% est portée à 50% concernant les OPCVM ARIA¹⁵¹.

2) Dépôts auprès d'un même dépositaire

66. En outre, un OPCVM peut employer, dans des dépôts placés auprès d'un même établissement, jusqu'à 20 % de son actif¹⁵². Cette limite des 20 % est portée à 35% concernant les OPCVM ARIA¹⁵³.

3) Même catégorie de titres

67. La directive OPCVM de 1985 interdit aux OPCVM d'exercer une influence notable sur les émetteurs de titres qu'ils détiennent¹⁵⁴. En outre, elle a posé le principe de prohibition aux OPCVM de détenir plus de 10% d'une même catégorie de valeurs mobilières d'un même émetteur¹⁵⁵. Il existe quatre catégories

¹⁴⁷ Art. L. 214-4 C. mon. fi.

¹⁴⁸ Art. R. 214-6 et R. 214-7, C. mon. fi.

¹⁴⁹ C. mon. fi., art. R. 214-30 I 2° (ARIA I) ; art. R. 214-33 I 2° (ARIA II).

¹⁵⁰ C. mon. fi., art. R. 214-30 I 3° (ARIA I) ; art. R. 214-33 I 3° (ARIA II).

¹⁵¹ C. mon. fi., art. R. 214-30 I 1° (ARIA I) ; art. R. 214-33 I 1° (ARIA II).

¹⁵² Art. R. 214-6-II.

¹⁵³ C. mon. fi., art. R. 214-30 I 4° (ARIA I) ; art. R. 214-33 I 4 (ARIA II).

¹⁵⁴ Art. 25§1.

¹⁵⁵ Art. 25§2. Pour la transposition française, v. art. L. 214-4, C. mon. fi.

de valeurs mobilières¹⁵⁶ : 1° les instruments financiers assortis d'un droit de vote d'une même entité ; 2° les actions, titres de créance, et autres titres transmissibles par inscription en compte donnant accès directement ou indirectement au capital d'une même entité ; 3° les parts et titres de créance émis par les fonds communs de créances, ainsi que les instruments du marché monétaire conférant directement ou indirectement un droit de créance général sur une même entité ; 4° les parts ou actions d'OPCVM ou d'organismes de placement collectif immobilier. Cette règle est destinée à éviter qu'un OPCVM n'exerce un contrôle notable sur un émetteur (ou ratio d'emprise). Toutefois, une dérogation à ce principe est fixée au 4° de l'article R. 214-18 du même code : un OPCVM général peut détenir jusqu'à 25% des instruments financiers émis par un même OPCVM, par un même fonds d'investissement de droit étranger répondant aux critères fixés par le règlement général de l'AMF, par un même OPCI ou organisme étranger ayant un objet équivalent. Par dérogation à ces limites, un OPCVM ARIA peut détenir jusqu'à 35% d'instruments financiers de chacune des quatre catégories¹⁵⁷. Cette limite de 35% est portée à 50% pour l'investissement dans des OPCVM ou fonds d'investissement de droit étranger à condition que ces organismes ou ces fonds soient réservés à vingt porteurs de parts ou actions au plus ou à une catégorie d'investisseurs dont les caractéristiques sont définies par le prospectus complet de l'organisme (mêmes dispositions).

68. Le tableau ci-après synthétise les éléments ci-dessus.

¹⁵⁶ R. 214-18, C. mon. fi. Pour mémoire, on rappellera que constituent des valeurs mobilières « *les titres émis par des personnes morales, publiques ou privées, transmissibles par inscription en compte ou tradition, qui confèrent des droits identiques par catégorie et donnent accès, directement ou indirectement, à une quotité du capital de la personne morale émettrice ou à un droit de créance général sur son patrimoine. Sont également des valeurs mobilières les parts de fonds communs de placement, les parts de fonds de placement immobilier et de fonds communs de créance* » (L. 211-2 C. mon. fi.). Les valeurs mobilières s'insèrent dans un ensemble plus vaste qui est celui des instruments financiers, lesquels comprennent : 1° les actions et autres titres donnant ou pouvant donner accès, directement ou indirectement, au capital ou aux droits de vote, transmissibles par inscription en compte ou tradition ; 2° les titres de créance qui représentent chacun un droit de créance sur la personne morale ou le fonds commun de créances qui les émet, transmissibles par inscription en compte ou tradition, à l'exclusion des effets de commerce et des bons de caisse ; 3° les parts ou actions d'organismes de placements collectifs ; 4° les instruments financiers à terme ; 5° Et tous les instruments financiers équivalents à ceux mentionnés aux précédents alinéas, émis sur le fondement de droits étrangers (L. 211-1 C. mon. fi.).

¹⁵⁷ C. mon. fi., art. R. 214-30-III (OPCVM ARIA I) ; R. 214-33-III (OPCVM ARIA II).

Synthèse

	OPCVM à vocation générale	OPCVM coordonnés	OPCVM ARIA I & II	OPCVM contractuels
Conditions d'accès			<ul style="list-style-type: none"> - Investisseurs qualifiés - Personnes physiques si (1) investit 10.000 et un an de fonction financière ; ou (2) investit 10.000 et détient 1.000.000 de dépôt ; ou (3) investit 125.000 	<ul style="list-style-type: none"> - Investisseurs qualifiés - Personnes physiques si (1) investit 30.000 et un an de fonction financière ; ou (2) investit 30.000 et détient 1.000.000 de dépôt ; ou (3) investit 250.000
Rachat de parts ou d'actions	A tout moment en principe	A tout moment en principe	A tout moment en principe	Suivant les statuts ou documents contractuels et sous réserve des contraintes expliquées au § 59 (délai maximum de 2 ans, préavis de 3 mois)
Composition de l'actif	<ul style="list-style-type: none"> - instruments fi. cotés - dépôts bancaires - liquidités - 10 % bons, non cotés 	<ul style="list-style-type: none"> - instruments fi. cotés - dépôts bancaires - liquidités - 10 % bons, non cotés - instruments dérivés (et notamment opérations de dérivés de crédit) 	<ul style="list-style-type: none"> - instruments fi. cotés - dépôts bancaires - liquidités - 50 % non cotés en principe - 10% max. actions ou parts de fonds d'investissement de droit étranger ne répondant pas aux critères RG AMF 	Suivant les statuts ou documents contractuels
Ratios de dispersion des risques	Titres d'un même émetteur	5 %, voire 10 % sous condition	5 %, voire 35 % sans condition ou 50 % avec condition	Suivant les statuts ou documents contractuels
	Dépôts auprès d'un établissement	20 %	35 %	Idem
	Même catégorie de valeurs mobilières	10%, voire 25 % max.	35 % max. ou 50 % sous condition	Idem

f) Stratégies alternatives

69. A l'image des OPCVM à vocation générale, les OPCVM ARIA I (*sans* effet de levier) et les OPCVM ARIA III (fonds de fonds alternatifs) ne peuvent recourir qu'à un effet de levier de 2 maximum. Les OPCVM ARIA avec effet de levier (ARIA II) peuvent, quant à eux, recourir à un effet de levier allant jusqu'à 4. Quant aux OPCVM *contractuels*, ils bénéficient d'une importante marge de manœuvre dans la mesure où ils sont libres de déterminer, dans leurs statuts ou règlement, les limites relatives à l'effet de levier. Surtout, contrairement aux OPCVM entrant dans le champ de la directive OPCVM (les OPCVM coordonnés), les fonds alternatifs recourent fréquemment aux ventes à découvert qui sont prohibées par l'article 42 de la directive OPCVM de 1985.

70. Aux bénéfices de ces développements, l'exercice de comparaison avec le Royaume-Uni peut commencer : nous connaissons déjà la situation d'un *hedge fund* français, il faut désormais présenter celle d'un *hedge fund offshore* selon qu'il est géré depuis la France ou le Royaume-Uni.

B. Réglementation de la *gestion* de fonds *offshore* en France et au Royaume-Uni

71. Une remarque méthodologique impose de noter d'emblée que les éléments de comparaison n'étaient pas, jusqu'à ce stade, identiques puisque les éléments de fait envisagent des gestionnaires installés en France et gérant des *hedge funds* français ou *offshore*, et des gestionnaires installés au Royaume-Uni, mais gérant exclusivement des *hedge funds offshore*. Il sera donc désormais évacué la situation des gérants installés en France et gérant des *hedge funds* français, pour se concentrer sur la seule comparaison possible, à savoir celle entre les gérants de fonds *offshore* installés en France d'une part, et au Royaume-Uni d'autre part.

72. Ce sont les règles de contrôles des gérants (2) et celles relatives à la commercialisation des *hedge funds offshore* (3) qui doivent être rapprochées. Au préalable, il convient d'effectuer une mise au point sur les formes juridiques des gérants de fonds (français ou *offshore*), en France et au Royaume-Uni (1).

1. Formes juridiques de la gestion

73. La réglementation applicable aux *gérants* installés en France de *hedge funds* s'appuie largement, sinon exclusivement, sur la réglementation de droit commun applicable aux SGP. L'activité des gérants de *hedge funds* entre, en principe, dans le champ du service de gestion de portefeuille pour compte de tiers, qui est mentionné au 4° de l'article L. 321-1 du Code monétaire et financier et qui est défini par l'article D. 321-1 du même code comme « *le fait de gérer, de façon discrétionnaire et individualisée, des portefeuilles incluant un ou plusieurs instruments financiers dans le cadre d'un mandat donné par un tiers* ».

74. La question de la forme juridique des SGP de *hedge funds* installés en France ne pose pas de difficulté particulière. En pratique, la gestion n'est jamais effectuée directement par une personne physique. La SGP peut désormais prendre toute forme sociale¹⁵⁸. Nos entretiens semblent révéler la prééminence de la SAS et de la SA¹⁵⁹, et les SNC et SCS ne sont presque jamais retenues, sans doute en raison du défaut de limitation de responsabilité¹⁶⁰.

75. De plus, les sociétés de gestion gérant des *hedge funds* sont ainsi soumises à un contrôle étroit de l'AMF, qui détient, pour la catégorie professionnelle des sociétés de gestion de portefeuille, un bloc de compétences allant du pouvoir d'agrément au pouvoir de sanction en passant par le pouvoir de contrôle et d'enquête.

76. Quant aux gérants installés à Londres, ils prennent la forme soit d'un *partnership* à responsabilité limitée (*Limited Liability Partnership (LLP)*), soit d'une société à responsabilité limitée (*public limited company (Plc)* anglais ou *private limited company (Ltd.)*)¹⁶¹.

¹⁵⁸ L'art. 312-2 du RG AMF prévoit en effet que les SGP peuvent revêtir toute forme sociale sous réserve de l'examen de leurs statuts et à la condition que leurs comptes fassent l'objet d'un contrôle légal. Une société de gestion peut ainsi être une SARL, mais à condition que ses comptes soient audités et que les statuts soient approuvés par l'AMF (lors de sa révision, l'AMF s'attachera à éviter qu'ils contiennent des conflits d'intérêts).

¹⁵⁹ De façon anecdotique, on releva également la présence d'un GIE.

¹⁶⁰ Il existe 10 SNC dont moins de 5 sont des fonds de la gestion alternative (directe ou indirecte).

¹⁶¹ Aucune personne physique n'est agréée en tant que société de gestion au Royaume-Uni. Le trust n'est pas utilisé comme forme de société de gestion au Royaume-Uni.

77. Introduit en 2001, le LLP offre à ses membres l'avantage de limiter leur responsabilité personnelle à leurs apports¹⁶². Le LLP permet ainsi aux gérants de bénéficier de garanties supérieures à celles qui prévalent dans le cadre de *partnerships* en cas de faillite (dans le cadre d'un *partnership*, la responsabilité des *partners* est illimitée et leurs biens individuels doivent servir à régler les dettes du *partnership* en cas de faillite, à partir du moment où les actifs du *partnership* sont épuisés)¹⁶³. Le LLP étant une entité juridique distincte de ses membres, lorsqu'un membre agit au nom du LLP et conclut des contrats en son nom, c'est le LLP, et non ses membres, qui est lié par ces contrats. De plus, le LLP est responsable de ses propres dettes/créances (« *debts* »).

78. En pratique, la plupart des sociétés de gestion anglaises sont constituées sous forme de LLP¹⁶⁴. Des raisons fiscales notamment expliquent cette préférence : une société doit payer 12,8 % de cotisations sociales employeur (*National Insurance Contributions*) sur les salaires versés à ses salariés, alors qu'un associé d'un *partnership* n'est pas traité, du point de vue fiscal, comme un salarié, mais comme un travailleur indépendant. Le *partnership* n'est donc pas assujéti à la contribution de 12,8 %.

79. On retiendra en définitive que la question de la forme juridique des gérants n'appelle pas de conclusion décisive. Toutefois, il semblerait qu'en France, l'industrie de la gestion de *hedge funds* soit organisée surtout sous forme sociétaire, alors que le Royaume-Uni, à travers la LLP, permet une organisation davantage « artisanale » en offrant le statut de travailleur indépendant aux gérants

¹⁶² Un LLP est une structure mixte : elle reprend certaines caractéristiques des sociétés, d'autres des *partnerships*. Malgré son nom, il ne s'agit pas d'un *partnership* : le LLP Act de 2000 (1(5)) prévoit que la législation relative aux *partnerships* ne s'applique pas, sauf si le LLP Act le prévoit expressément. De plus, contrairement aux *partnerships*, un LLP est une personne morale (s 1(2) LLP Act). Une grande partie des règles du *Companies Act* de 1985 ont ainsi vocation à s'appliquer à la réglementation des LLP, notamment la plupart des principes comptables applicables aux *limited companies*. Malgré ces ressemblances, les LLP se différencient, sur de nombreux points, des sociétés.

Pour résumer, un LLP offre à ses membres les avantages d'une responsabilité limitée, tout en leur permettant de bénéficier de la souplesse et de la transparence fiscale qui caractérisent les *partnerships* (R. Turnor, *Lending to an LLP*, J. Int'l Bank. & Fin. L., nov. 2007, p. 589).

¹⁶³ Fiche de synthèse, Droit des sociétés au Royaume-Uni, Missions économiques, Ambassade de France au Royaume-Uni.

¹⁶⁴ Toutefois, la *company* est parfois utilisée lorsque, par exemple, le gérant est une filiale d'une société de gestion étrangère (par exemple, si l'américain *JP Morgan Asset Management* souhaite s'établir au Royaume-Uni, il utilisera plus volontiers une société qu'un LLP). La raison est que la société mère pourra davantage contrôler sa filiale anglaise, en dépit de l'existence de minoritaires,

associés de *partnerships*¹⁶⁵. On relèvera également que la Commission devrait très prochainement mettre en place un véritable passeport au profit des *sociétés de gestion*, c'est-à-dire au profit des gestionnaires d'OPCVM (dans le cadre de la modification de la Directive OPCVM de 1985)¹⁶⁶. Ce passeport permettrait à une société de gestion de gérer des fonds, coordonnés uniquement, domiciliés dans un autre Etat membre de l'Union sans avoir à établir des succursales dans le pays d'accueil¹⁶⁷. Ainsi, une société de gestion française sera en mesure de gérer un OPCVM luxembourgeois, sans passer par l'intermédiaire d'un gestionnaire luxembourgeois.

2. Contrôles des gérants

80. Les gérants installés à Londres sont également soumis au contrôle du régulateur, la *Financial Services Authority* (« FSA ») qui est compétente pour les enregistrer, exercer un contrôle sur leur activité et leur infliger, le cas échéant, des sanctions.

81. De plus, dans les deux pays, il existe une autorégulation (pratiquée par le Code de bonne conduite de l'AFG, et par le « Guide des pratiques recommandées » rédigé par l'*Alternative Investment Management Association* (AIMA)¹⁶⁸).

82. La réglementation applicable aux *hedge funds* fait donc encore l'objet de différences en fonction des Etats membres de l'Union européenne. Elle ne fait pas encore aujourd'hui l'objet d'une harmonisation européenne et les institutions

alors que dans un *partnership*, tous les *partners* sont égaux. Une raison supplémentaire est la possibilité de cotation sur le *London Stock Exchange* de la seule société.

¹⁶⁵ V. supra § 78.

¹⁶⁶ Voir notamment le *Livre Blanc* adopté par la Commission européenne en nov. 2006 sur le renforcement du marché unique des fonds d'investissement. Rappr. A. Prüm, *Controverses autour du passeport européen des sociétés de gestion d'OPCVM*, Rev. dr. banc. et fi. sept.-oct. 2007, p. 1. Rappr. supra notes n° 70 et 139.

¹⁶⁷ A. Leclair, *La Commission revisite la réglementation : quelles opportunités ?*, Revue Banque, n° 693, juill.-août 2007, p. 34. La profession regrette toutefois que la Commission ne prévoie que la mise en place d'un passeport partiel qui imposerait le maintien de deux fonctions administratives dans le pays de domiciliation du fonds. Le président de l'AFG (A. Leclair) souhaite que le passeport société de gestion inclue non seulement la gestion financière mais également la gestion administrative et la commercialisation des OPCVM.

¹⁶⁸ Parmi de nombreuses autres recommandations de l'AIMA, v. le *Guide to Sound Practices for Hedge Fund Valuation*, mai 2007. L'AIMA défend les intérêts de l'industrie des *hedge funds* et ne doit pas être confondue avec l'IMA (*Investment Management Association*) également basée à Londres. Le *Hedge Funds Standards Board* a également publié des lignes de conduites dans un rapport de janvier 2008 accessible sur http://www.hfsb.org/sites/10109/files/final_report.pdf. Aux Etats-Unis, le *President's Working Group on Financial Markets* a publié des rapports similaires.

communautaires n'ont pas opté pour l'établissement d'un marché unique de la gestion alternative, le passeport OPCVM ne s'appliquant pas aux fonds de gestion alternative que sont les *hedge funds*. La profession préconise toutefois l'établissement d'un cadre réglementaire européen « léger et flexible » applicable à la gestion alternative, essentiellement centré sur les acteurs (à l'image du programme d'activité exigé en France en matière de gestion alternative) afin de rendre possible la distribution d'un passeport « produit » adapté à ces véhicules de gestion¹⁶⁹.

83. C'est donc bien au niveau des contrôles que les différences sont les plus perceptibles. Ces différences de contrôles sont davantage des différences de degré que de nature. C'est pourquoi, on distinguera les contrôles *a priori* - qui interviennent préalablement à toute activité de gestion -, des contrôles *a posteriori*, lesquels interviennent en cours d'activité de gestion.

a) Contrôle a priori

84. Un contrôle a priori des *gérants* de fonds *offshore* est exercé tant en France qu'au Royaume-Uni, les fonds eux-mêmes étant soumis à la seule réglementation *offshore* applicable dès lors qu'ils ne sont pas commercialisés en France ou au Royaume-Uni¹⁷⁰.

1) *Agrément de l'AMF*

85. Les personnes qui entendent soit, fournir, à titre principal, le service de gestion de portefeuille pour compte de tiers, soit gérer un ou plusieurs OPCVM, doivent être agréées en qualité de SGP par l'AMF¹⁷¹ qui doit, préalablement, approuver leur programme d'activité¹⁷².

86. L'AMF doit statuer sur la demande d'agrément dans un délai de trois mois à compter du dépôt du dossier¹⁷³. Toutefois, au cours de l'instruction du dossier,

¹⁶⁹ A. Leclair, *La Commission revisite la réglementation : quelles opportunités ?*, Revue Banque, n° 693, juill.-août 2007, p. 35.

¹⁷⁰ Pour les règles de commercialisations, v. infra §§ 98 s.

¹⁷¹ Art. L. 532-1 et 532-9 C. mon. fi.

¹⁷² Pour fournir les services d'investissement autres que la gestion de portefeuille pour compte de tiers, les entreprises d'investissement et les établissements de crédit doivent obtenir un agrément délivré par le CECEI pour avoir la qualité de PSI.

¹⁷³ L'AMF peut assortir l'agrément de conditions particulières visant à préserver l'équilibre de la structure financière de la société de gestion. Elle peut également subordonner l'octroi de l'agrément au respect d'engagements souscrits par la société requérante (art. L. 532-9 C. mon. fi.). On relèvera que l'AMF s'est dotée d'indicateurs permettant de rendre compte de son efficacité, et le délai

l'AMF peut demander des informations complémentaires, ce qui a pour effet de suspendre ce délai jusqu'à réception des informations demandées.

87. Pour être agréée par l'AMF, une SGP doit remplir un certain nombre de conditions. Le siège de la société de gestion doit, *tout d'abord*, être situé en France. La société doit, *ensuite*, se doter de moyens financiers (elle doit notamment disposer d'un capital initial minimum, généralement 125.000 euros¹⁷⁴), matériels et humains adaptés et suffisants. L'AMF apprécie la qualité des actionnaires de la société, d'une part, et vérifie l'honorabilité nécessaire et l'expérience adéquate à leur fonction des dirigeants, d'autre part, en vue de garantir « une gestion saine et prudente » de la SGP¹⁷⁵.

88. Concernant, plus particulièrement, les règles applicables à la direction de la SGP, la société doit, en principe, être dirigée de manière effective par au moins deux personnes répondant aux exigences sus mentionnées¹⁷⁶. Mais cette règle des « quatre yeux » ne s'applique pas lorsque sont remplies les conditions énumérées à l'article 312-7 du règlement général de l'AMF¹⁷⁷, conditions que sont susceptibles de remplir de petites sociétés dédiées à la gestion de *hedge funds*. En effet, une SGP peut être dirigée effectivement par une seule personne lorsque :

« 1° La société de gestion de portefeuille ne gère aucun OPCVM conforme à la directive 85/611/CEE du 20 décembre 1985 ;

2° Le montant total des encours gérés par la société de gestion de portefeuille est inférieur à 20 millions d'euros ou, si ce montant est supérieur, la société de gestion n'est agréée que pour gérer des fonds communs de placement à risque bénéficiant d'une procédure allégée ;

3° Les organes sociaux collégiaux ou les statuts de la société de gestion de portefeuille ont désigné une personne aux fins de remplacer immédiatement et dans toutes ses fonctions le dirigeant mis dans l'impossibilité de les exercer ;

4° La personne désignée en application du 3° possède l'honorabilité nécessaire et l'expérience adéquate à sa

moyen d'agrément des OPCVM est estimé à 22 jours : AMF, *Meilleure régulation : un premier bilan et programme de travail 2008-2009*, 25 avr. 2008 (disponible sur le site Internet de l'AMF).

¹⁷⁴ Rappr. supra note n° 31.

¹⁷⁵ 3° et 4° de l'art. L. 532-9 C. mon. fi.

¹⁷⁶ Art. 312-6 RG AMF.

¹⁷⁷ Art. 312-7, issu de l'arrêté du 19 juillet 2007, en vigueur à compter du 1^{er} nov. 2007.

fonction de dirigeant en vue de garantir la gestion saine et prudente de la société de gestion de portefeuille. Elle doit disposer de la disponibilité nécessaire pour être en mesure d'assurer le remplacement du dirigeant ».

89. La SGP doit, *en outre*, adhérer à un mécanisme de garantie des titres, géré par le Fonds de garantie des dépôts¹⁷⁸. Elle doit, *enfin*, accompagner sa demande d'agrément d'un *programme d'activité* pour chacun des services qu'elle entend fournir. Ce programme d'activité doit (i) préciser les conditions dans lesquelles la société envisage de fournir les services concernés, (ii) indiquer le type d'opérations envisagées et, (iii) indiquer la structure de son organisation¹⁷⁹. En vertu de l'article 15 de l'instruction AMF n° 2008-03, le programme d'activité doit décrire l'ensemble des fonctions et des activités que la société de gestion de portefeuille entend fournir dans le cadre de son périmètre d'activité et les contrôles qui leur sont associés. Cette disposition précise que le programme d'activité doit être adapté, tant en fonction des véhicules gérés (OPCVM à vocation générale, fonds d'investissement ou encore OPCVM ARIA et OPCVM contractuels) qu'en fonction des instruments financiers utilisés dans le cadre de la gestion mise en place par la société (instruments négociés ou non sur un marché réglementé, instruments financiers à terme de gré à gré complexes, utilisation de dérivés de crédit, etc). Cette exigence traduit l'obligation d'utilisation de moyens suffisants et adaptés aux activités exercées. Ainsi, en cas de gestion spécifique, un programme spécialisé peut être exigé¹⁸⁰. Parce que la gestion de *hedge funds* est une gestion spécifique (faisant appel à des techniques ou à des instruments complexes), la société de gestion doit non seulement établir un programme d'activité dit « de base », mais également un programme d'activité spécialisé. Ce double programme est exigé (i) lorsque sont gérés des OPCVM contractuels, des OPCVM ARIA EL ainsi que des OPCVM ARIA de fonds alternatifs, *et* (ii) lorsque les instruments

¹⁷⁸ V. art. L. 322-5 et L. 322-10 C. mon. fi. V. également l'instruction AMF n° 2008-03 du 8 fév. 2008, relative aux procédures et modalités d'agrément et au programme d'activité des sociétés de gestion de portefeuille et des prestataires de services d'investissement exerçant le service de gestion de portefeuille pour le compte de tiers ou de conseil en investissement, prise en application du chapitre II du titre II du livre III du RG AMF.

¹⁷⁹ L. 532-9 5° C. mon. fi., et 311-1 RG AMF.

¹⁸⁰ L'instruction par l'AMF de tels programmes d'activité spécialisés peut se faire soit concomitamment au dossier d'agrément initial, soit lors d'une étape ultérieure au processus d'agrément initial de la société de gestion de portefeuille, dans le cadre d'une demande d'extension, par la société de gestion de portefeuille, de son périmètre d'activité.

financiers concernés sont des dérivés de crédit, des instruments financiers à terme de gré à gré complexes ou encore des fonds d'investissement étrangers de gestion alternative non autorisés à la commercialisation en France.

2) Enregistrement auprès de la FSA

90. En Grande-Bretagne, il existe également un contrôle a priori : l'enregistrement des gérants auprès de la FSA¹⁸¹. Mais l'enregistrement de la société de gestion ne semble pas être moins lourd que la procédure d'agrément française. Si cet enregistrement auprès de la FSA peut prendre jusqu'à 6 mois¹⁸², il se limite en général à 3 mois lorsqu'un dossier complet est transmis.

91. Le rapprochement entre la réglementation française et la réglementation britannique s'opère dans l'hypothèse d'une gestion de fonds *offshore* non commercialisés en France ou en Grande-Bretagne : dans ce cas, le gérant installé en Grande-Bretagne comme le gérant installé France n'ont à procéder, dans leur pays respectif, qu'aux démarches requises pour leur activité de gestion¹⁸³. S'agissant des démarches relatives aux fonds *offshore* gérés, elles s'effectuent auprès des autorités du pays de création du fonds (généralement, comme il a été exposé, aux Iles Caïmans ou en Irlande).

92. Si la réglementation britannique et la réglementation française ont pour principal facteur commun de soumettre les *gérants de hedge funds* à un *contrôle a priori* des régulateurs nationaux, elles présentent peut-être une différence s'agissant des contrôles a posteriori.

¹⁸¹ Au contraire, aux Etats-Unis depuis la décision de la cour d'appel du district de Columbia 23 juin 2006 (*Goldstein v. SEC*), la règle de la SEC obligeant les gérants américains à s'enregistrer a été déclarée sans fondement : v. F. Bussière, *Banque et Droit* n° 111, janv.-fév. 2007, p. 43.

¹⁸² 4-6 semaines pour préparer le dossier, et 3-4 mois (à compter de la réception du dossier complet) pour l'instruction et l'approbation de la structure par la FSA.

¹⁸³ Il existe en France une double procédure d'agrément lorsque des fonds français y sont commercialisés : d'une part, l'agrément de la SGP et, d'autre part, l'agrément des fonds alternatifs. La constitution des OPCVM ARIA est, en effet, soumise à l'agrément de l'AMF (art. L. 214-3 C. mon. fi.), et les SGP assurant la gestion de ces organismes doivent également être agréées par l'AMF et faire approuver un programme d'activités (de base ainsi qu'un programme d'activités spécialisé). Seuls les OPCVM contractuels présentent un avantage par rapport à ce régime, puisqu'ils ne doivent qu'être *déclarés* auprès de l'AMF (art. L. 214-35-4 C. mon. fi.), mais nécessitent d'être gérés par une société de gestion spécialement agréée à cet effet (art. L. 214-35-36 C. mon. fi. Les ARIAEL suivent le même régime en devant être gérés par une société de gestion spécialement agréée).

b) Contrôles a posteriori

1) *France*

93. En France, l'AMF est compétente pour vérifier que les SGP satisfont, à tout moment, aux conditions de leur agrément. Si tel n'est pas le cas, elle pourra prononcer le retrait de leur agrément¹⁸⁴. Elle est également compétente pour veiller à ce que les SGP respectent leurs obligations professionnelles (notamment les règles de bonne conduite qui s'imposent à elles) définies par les lois, règlements et règles professionnelles approuvées par l'AMF. Pour ce faire, elle peut effectuer des contrôles sur pièces et sur place¹⁸⁵. Si le rapport de contrôle, transmis au Collège de l'AMF, fait apparaître des manquements aux dispositions qui leur sont applicables, il peut donner lieu à une *procédure d'injonction*, l'ouverture d'une *procédure de sanction* et/ou à la transmission au parquet ou à d'autres autorités compétentes. En cas de manquements avérés, la commission des sanctions de l'AMF peut prononcer à l'encontre des sociétés concernées les sanctions suivantes : les sanctions peuvent prendre la forme d'une sanction *pécuniaire* et/ou *disciplinaire* (l'avertissement, le blâme, l'interdiction à titre temporaire ou définitif de l'exercice de tout ou partie des services fournis)¹⁸⁶. La *radiation* peut également être prononcée à titre de sanction disciplinaire¹⁸⁷. Une sanction peut également être prononcée à l'encontre d'un ou plusieurs des dirigeants de la SGP ou d'un ou plusieurs de ses salariés, indépendamment ou en même temps que la société, compte tenu de leur implication dans la commission des faits.

94. L'AMF est également compétente pour sanctionner une SGP (notamment pour les manquements commis par le(s) gérant(s) personne physique), qu'elle soit installée en France ou non, auteur d'un manquement d'initié et de l'exploitation d'une information privilégiée, ce qui suppose une coopération efficace entre les autorités¹⁸⁸. La Commission des sanctions de l'AMF a ainsi condamné la société

¹⁸⁴ Art. L. 532-10 C. mon. fi. ; cette disposition est précisée aux articles 311-4 et 311-5 RG AMF.

¹⁸⁵ Les contrôles sur place sont décidés par le Secrétaire général de l'AMF. Les résultats des missions de contrôle font l'objet d'un rapport écrit communiqué à la société concernée qui est invitée à faire part de ses observations à l'AMF.

¹⁸⁶ Art. L. 621-15-II-a) C mon. fi.

¹⁸⁷ Art. L. 532-12 C. mon. fi. ; cette disposition est précisée à l'art. 311-6 RG AMF.

¹⁸⁸ Peu de sanctions ont initialement été infligées aux *hedge funds* aux Etats-Unis : fin 2003, les *hedge funds* ne représenteraient que 2 % des mesures coercitives de la SEC et de la *Commodity Futures Trading Commission* de la SEC (voir J. Danielson & J.-P. Zigrand, *Quelle forme de*

GLG Partners Lp, installée à Londres, s'agissant des interventions de l'un des associés de la société (M. Philippe Jabre), pour avoir exploité une information privilégiée et être intervenu sur le marché des titres de la société Alcatel en vendant un nombre important et inhabituel d'actions de ladite société¹⁸⁹. Cette décision est intéressante à plusieurs égards. D'une part, elle illustre l'étendue des compétences transfrontières de l'AMF ainsi que la coopération qui s'est exercée entre l'autorité nationale et l'autorité britannique (la *Financial Services Authority*, FSA) dans le cadre des opérations de surveillance, de recherche d'informations préliminaires, et de vérifications préalables. L'AMF a en effet sollicité l'assistance de la FSA afin d'obtenir des informations concernant l'émission des titres en cause et les transactions susceptibles d'avoir eu un lien avec cette opération (en particulier pour connaître l'identité, l'adresse des personnes ayant procédé à des transactions sur les titres Alcatel, des bénéficiaires de ces opérations et les motifs de ces interventions)¹⁹⁰. D'autre part, elle offre un exemple de sanction pécuniaire particulièrement lourde : la Commission des sanctions a en effet prononcé à l'encontre de GLG Partners Lp une sanction de 1.200.000 euros¹⁹¹.

2) Royaume-Uni

95. La FSA est, à l'image de l'AMF, compétente pour effectuer des contrôles auprès des *managers*, qu'elle réalise très régulièrement. L'autorité britannique entretient avec eux des contacts permanents, tant formels qu'informels et leurs relations sont bonnes, notamment parce que le régulateur britannique est particulièrement proche du marché. La FSA n'est pas perçue par les

régulation pour les hedge funds, Banque de France, Revue de la stabilité financière, n° spécial, n° 10, avr. 2007, p. 35). Toutefois, la SEC a annoncé qu'elle avait engagé de nombreuses procédures de sanction à l'encontre des gérants de *hedge funds*.

¹⁸⁹ Commission des sanctions de l'AMF, décision du 23 nov. 2006, *Sociétés Deutsche Bank AG, Ferox Capital Management Ltd, GLG Partners Lp, Marshall Wace Asset Management Ltd et Meditor Capital Management Ltd* (formation plénière), *Rev. mens. AMF*, n° 32, janv. 2007, p. 71.

¹⁹⁰ Cette demande d'assistance a été faite par le Département de la surveillance du Service de l'inspection de la COB (alors saisie de l'affaire, avant la création de l'AMF) sur le fondement de la Convention multilatérale sur l'échange d'informations et la surveillance des activités financières du FESCO du 26 janv. 1999.

¹⁹¹ Elle a fait application de l'art. L. 621-15 du C. mon. fi. en vigueur au moment des faits (au 20 sept. 2002) qui prévoyait la possibilité pour l'autorité de prononcer, à l'encontre des personnes autres que les professionnels des marchés financiers soumis à son contrôle et auteurs des pratiques visées à l'art. L. 621-14 du même Code, une sanction pécuniaire ne pouvant excéder 1.500.000 euros.

professionnels comme un gendarme, mais comme une instance capable de faciliter leur « business ».

96. La FSA est également compétente pour sanctionner les sociétés de gestion ainsi que les associés, personnes physiques, de ces sociétés, notamment en cas de manquements à la réglementation boursière. Elle a ainsi sanctionné en tant que personne physique M. P. Jabre et la société de gestion GLG Partners Lp, dans une autre affaire que celle dont l'autorité française avait été saisie. La décision de sanction prise par la FSA a été notifiée aux intéressés le 28 février 2006. Sur le fondement des articles 66 et 123 du *Financial Services and Markets Act* de 2000 (FSMA), la FSA a prononcé à l'encontre de P. Jabre une sanction pécuniaire de 750.000 £ pour abus de marché et pour violation des principes de compétences, de diligence, de conduite de marché applicables aux personnes physiques. Sur le fondement des sections 123 et 206 du FSMA, la FSA a également prononcé à l'encontre de la société de gestion (GLG Partners) une sanction pécuniaire de 750.000 £ pour abus de marché et violation de principe de conduite de marché applicable aux sociétés.

97. Au vu de ces réflexions, le contrôle des gérants de fonds emprunte des voies largement communes : *agrément* en France contre *enregistrement* au Royaume-Uni, tous deux délivrés en environ trois mois. La véritable différence se situe sans doute dans la perception qu'ont les professionnels de la FSA, vue davantage comme un appui que comme un « gendarme de la bourse ». Il semble maintenant opportun d'examiner la question de la commercialisation des *hedge funds offshore*.

3. Commercialisation des *hedge funds offshore*

98. S'agissant des relations avec les investisseurs, il convient de renvoyer aux développements précédents s'agissant de la question de l'information des investisseurs¹⁹², pour se concentrer sur les principes applicables à la commercialisation des *hedge funds offshore*.

99. La première question est de qualifier le *hedge fund offshore* : s'agit-il d'un *hedge fund* au sens du droit français ? Le juge français et/ou le régulateur français

¹⁹² V. supra § 52.

qualifiera en principe le fonds *offshore* selon les concepts du droit français¹⁹³. Il conviendra, en fonction des critères précédemment dégagés – et notamment celui de la stratégie d’investissement et de la forme juridique utilisée – de déterminer dans quelle catégorie française d’OPCVM rentre tel ou tel véhicule d’investissement étranger. C’est seulement après cette opération de qualification que l’on peut envisager de décrire les règles de commercialisation des *hedge funds offshore*.

a) Qualification

100. Si certains *hedge funds* sont des OPCVM de droit français, dérogoires du droit commun (les OPCVM ARIA et contractuels), la grande majorité sont des fonds *offshore*. Lorsque ces fonds *offshore* sont gérés par des sociétés de gestion installées à Londres ou à Paris, ils sont généralement de droit caïmanais ou de droit irlandais, même si on en trouve aussi aux Bermudes, dans les Iles Vierges Britanniques, et ailleurs. Pour mémoire, tandis que les sociétés de gestion installées en France gèrent tant des fonds alternatifs français (et coordonnés) que des fonds *offshore*, les sociétés de gestion installées à Londres ne gèrent que des fonds *offshore*. Il ne s’agira pas, ici, de recenser toutes les structures *offshore* pouvant abriter des *hedge funds*, mais d’étudier la réglementation applicable aux formes juridiques des *hedge funds aux îles Caïman*, et en Irlande¹⁹⁴.

1) *Iles Caïman*

101. Les îles Caïman se sont imposées comme la capitale *offshore* des *hedge funds* : environ 9.384 fonds alternatifs y sont domiciliés¹⁹⁵. La législation caïmane applicable aux *hedge funds* résulte de la *Mutual Funds Law* adoptée le 28 juin 1993, récemment réformée le 19 juin 2007¹⁹⁶. Cette loi s’applique aux *mutual*

¹⁹³ Cass. civ. 1^{ère}, 22 juin 1955, *Caraslanis c/ dame Caraslanis*, Rev. crit. DIP 1955, p. 723, Batiffol ; D. 1956, p. 73, Chavrier ; Journal des juristes hellènes, 1956, p. 217, Francescakis.

¹⁹⁴ Au 30 sept. 2007 : v. Mark Lewis, *Cayman Islands’ calm continues*, Cayman Hedgeweek Special Report, déc. 2007, p. 8. Le Royaume-Uni est en train de considérer l’introduction de fonds de fonds dédiés aux *hedges funds*, les *Funds of Alternative Investment Funds* (FAIFs). Ces fonds seraient autorisés au Royaume-Uni et pourraient investir dans des organismes de placement collectif (par exemple des *hedge funds*) qui ne seraient pas réglementés au Royaume-Uni. Cette proposition est actuellement discutée devant la FSA et l’administration fiscale britannique.

¹⁹⁵ Y. Genier, *Les îles Caïmans s’imposent comme la capitale offshore des hedge funds*, journal Le Temps, 10 sept. 2007.

¹⁹⁶ La *Mutual Funds Law*, telle que révisée le 19 juin 2007, est disponible sur le site de la CIMA (www.cimoney.com : Law & Regulations). De manière générale, la loi de 1993 a été élaborée sur

funds, dont elle donne une définition. Ce terme de *mutual funds* englobe les différents types de fonds d'investissement, y compris les *hedge funds*. Un *mutual fund* peut ainsi être défini comme toute société (*company*), tout *unit trust*, ou tout *partnership*, qui émet des instruments de capitaux propres ou rachetables (au choix pour les investisseurs) dont l'objet est de permettre aux investisseurs de disperser le risque d'investissement par la mise en commun de leurs placements et de recevoir des bénéfices ou des gains provenant de ces placements¹⁹⁷. Généralement, les fonds sont créés sous forme d'*Exempted Company*¹⁹⁸ ou de *Segregated Portfolio Company*¹⁹⁹, de *unit trust*, ou d'*Exempted Limited Partnership*²⁰⁰.

102. Selon la législation caïmane, un *trust* est considéré comme une *relation fiduciaire* et non comme une personne morale à part entière. Dans ces conditions, c'est le *trustee* et non le trust, qui est réglementé. Ainsi, les sociétés étrangères qui souhaitent gérer un tel trust doivent-elles être approuvées et autorisées par l'Autorité monétaire des îles Caïman. Avant que les *trustees* acceptent ce rôle au terme d'un *deed of trust*, ils sont notamment tenus, en vertu des règles anti-blanchiment, de vérifier l'identité de la personne qui leur transfère la propriété.

103. Les autorités caïmanaises sont la *Cayman Island Monetary Authority* (CIMA) et l'*Authority's regulation of Mutual fund Administrators*. Elles entretiennent avec les fonds d'étroites relations, jugées adaptées aux besoins du secteur par l'industrie des *hedge funds*. Si la régulation des *hedge funds* aux îles

le principe de l'acceptation du risque par les investisseurs. Un *mutual fund* ne doit pas exercer ou tenter d'exercer des activités à l'intérieur ou en provenance des îles Caïmanes sans permis, sauf : (a) s'il s'agit d'un fonds commun de placement (*mutual fund*) non réglementé ; (b) s'il s'agit d'un *mutual fund* « privé », ou (c) s'il tombe sous le coup des dispositions prévoyant une exemption de licence.

¹⁹⁷ La loi définit la notion de « *mutual fund* » de la manière suivante : « *company or a unit trust or a partnership that issues equity interests, the purpose or effect of which is the pooling of investor funds with the aim of spreading investment risks and enabling investors in the mutual fund to receive profits or gains from the acquisition, holding, management or disposal of investments* ».

¹⁹⁸ L'*Exempted Company* peut acquérir ou acheter ses propres actions et peut fonctionner comme un *open-ended corporate fund*. Les *closed-ended corporate funds* peuvent également être établis sous la forme d'une *Exempted Company*.

¹⁹⁹ Une *Exempted Company* peut également être établie comme une *Segregated Portfolio Company* (SPC) avec des compartiments ou des portefeuilles protégés. La SPC doit faire en sorte de fournir aux différents groupes les moyens nécessaires de protéger leurs actifs lorsque le business est réalisé à travers une seule entité juridique.

²⁰⁰ Informations disponibles sur le site de la CIMA, section *Investments, Regulatory Framework*.

Caïman est assez logiquement considérée comme « efficace » par les professionnels²⁰¹, elle reste faible.

104. *D'abord*, les fonds caïmans ne font donc pas l'objet d'un *agrément* par les autorités de régulation, qui ne procèdent qu'à *l'enregistrement* d'un document type « prospectus » (cet enregistrement relève de la compétence de la CIMA). *En outre*, contrairement à la réglementation applicable aux fonds français, la réglementation caïmane n'impose pas aux *hedge funds* de prévoir l'embauche d'un contrôleur interne des risques (qui est un salarié de la société de gestion chargé de vérifier que les ratios de risque sont respectés). Cette exigence, qui s'applique en France à tout OPCVM (qu'il s'agisse d'OPCVM ARIA ou même contractuel) peut paraître dissuasive dans la mesure où l'embauche d'une telle personne par la société de gestion soulève plusieurs difficultés : des difficultés de financement d'un salarié supplémentaire pour une *start up* ; une efficacité considérée par les gérants comme contestable puisque ce salarié doit contrôler ses patrons qui sont par ailleurs des *traders* expérimentés ; des risques quant à la confidentialité sur l'algorithme.

105. *Ensuite*, il n'est, par exemple, pas exigé d'obtenir le consentement des autorités de régulation sur la politique d'investissement, le contenu ou la diffusion de la proposition de *memorandum*, ou encore les arrangements avec le *prime broker*.

106. *Enfin* et surtout, les fonds caïmans peuvent recourir à plus de levier, avec moins de liquidité que les fonds français, même si en théorie, rien n'empêche un fonds contractuel d'avoir un levier identique à celui d'un fonds caïmanais.

107. Mais la régulation n'est pas pour autant inexistante. Notamment, l'accent est mis sur l'obligation légale de divulgation complète et appropriée dans le document d'offre de toutes les informations nécessaires à l'investisseur pour prendre une décision éclairée et de l'implication des prestataires de services²⁰².

²⁰¹ Neil Lomax & Ben Robins, *Cross-jurisdictional Analysis of the Regulatory Treatment of Investment Funds in the Cayman Islands, Jersey and Guernsey*, AIMA Journal, Autumn 2007.

²⁰² On peut toutefois se demander si un document expliquant aux investisseurs que les gérants « peuvent tout faire » et qu'il existe des risques pour l'investisseur est de nature à informer et protéger suffisamment l'investisseur quant aux risques. L'intérêt du document est en revanche certain pour dégager les gérants de toute responsabilité juridique.

2) Irlande

108. L'Irlande domine le marché européen de la gestion alternative : les 28 milliards de dollars de *hedge funds* de droit irlandais correspondent presque au montant total des *hedge funds* gérés au Luxembourg²⁰³.

109. **PIF.** Les fonds non-coordonnés irlandais (*non-Ucits Schemes*) sont de deux sortes : les premiers sont les *Professional Investor Funds* réservés aux porteurs investissant au minimum 125.000 €, tout comme les OPCVM ARIA français. Dans ce cas, ils peuvent investir 100 % de leur actif net dans des titres non cotés (alors que, en France, ce pourcentage n'est que de 50 % pour les ARIAEL – mais libre pour les OPCVM contractuels)²⁰⁴.

110. **QIF.** Les seconds sont les « *Qualifying Investor Funds* » (QIF). Ces QIF sont réservés aux investisseurs qualifiés et leur gestion financière est uniquement déterminée par les documents constitutifs du fonds (aucune limite quant au levier utilisé ou quant à la politique d'investissement du fonds)²⁰⁵. Ces fonds présentent l'avantage d'offrir une grande souplesse de gestion. Le minimum de souscription est de 250.000 €, tout comme les OPCVM contractuels français.

111. **Closed-Ended Schemes.** Le droit irlandais offre également la possibilité de créer des *Closed-Ended Schemes* qui peuvent prévoir une période pendant laquelle le rachat des parts n'est pas possible. Cette période doit être au minimum de six mois et est précisée dans le prospectus : ces fonds sont très appréciés car le gérant peut investir dans des actifs très peu liquides (par exemple des CAT Bonds) sans avoir la contrainte de prévoir une valeur liquidative rapprochée et donc l'obligation de liquider lesdits actifs en cas de rachats de parts.

112. Après cette présentation de quelques *hedge funds* étrangers, il convient de se poser la question de leur commercialisation.

b) Commercialisation

113. Les règles de commercialisation de *hedge funds* étrangers sont différentes en France et au Royaume-Uni.

²⁰³ C. Lubochinsky, *L'industrie des hedge funds : quelques éléments comparatifs USA/Europe*.

²⁰⁴ F. Bussière, *Les aspects juridiques de la gestion alternative*, Banque & Droit, mai-juin 2001, p. 3 (6).

²⁰⁵ F. Bussière & S. Puel, op. cit., p. 555 et s.

1) France

114. La commercialisation en France d'un *hedge fund* étranger requiert une *autorisation* de l'AMF²⁰⁶. Mais cette autorisation est automatique lorsque le *hedge fund* étranger est un fonds *coordonné*. Aussi, la seconde question à se poser est de déterminer si le fonds est *coordonné* ou *non coordonné* et en particulier *offshore*²⁰⁷.

115. Pour les OPCVM coordonnés qui sont en pratique essentiellement des fonds luxembourgeois²⁰⁸, l'autorisation de commercialisation en France est *tacite au terme d'un délai de deux mois*. En pratique, l'AMF émet systématiquement un avis d'autorisation de commercialisation, sauf si elle considère que les modalités de souscription et rachat ou de diffusion d'information ne sont pas conformes à la réglementation française²⁰⁹.

116. Pour les autres OPCVM étrangers, c'est-à-dire les OPCVM européens non coordonnés et les *hedge funds* établis en dehors de l'EEE, ils ne peuvent être commercialisés qu'après avoir bénéficié d'une *autorisation* préalable *beaucoup plus difficile* à obtenir de l'AMF. Cette autorisation est accordée si deux conditions sont réunies²¹⁰ : (1) l'organisme est soumis à des règles de sécurité et de transparence équivalentes aux règles françaises ; et (2) un instrument d'échange d'information et d'assistance mutuelle dans le domaine de la gestion d'actifs pour le compte de tiers a été mis en place entre l'AMF et l'autorité de surveillance de cet organisme. En pratique, l'AMF n'autorise presque jamais la commercialisation de fonds étrangers en raison de la quasi-absence de conventions.

²⁰⁶ La commercialisation en France d'un *hedge fund* français, régulièrement agréé ou autorisé, ne pose pas de difficulté.

²⁰⁷ V. S. Puel, *La commercialisation de fonds étrangers en France : la fin d'un débat ?*, RTDF 2006 n° 2, p. 101 ; S. Robillot, J.-J. Essombè Moussio, *Hedge fund et gestion alternative : vers une clarification de la notion et du cadre juridique*, Mélanges AEDBF – France IV (2004), Banque éd., p. 305 (322).

²⁰⁸ En 2007, 885 fonds étrangers ont été commercialisés en France, dont les trois quarts sont des fonds luxembourgeois coordonnés : N. A.-K., *Performance absolue : la nouvelle frontière*, journal Les Echos, 12 nov. 2007, p. 35 ; rappr. des *fonds monétaires dynamiques*, in N. A.-K., *La gestion française plie mais ne rompt pas*, journal Les Echos, 23 juin 2008, p. 32

²⁰⁹ Art. 14, décret n° 89-624 du 6 sept. 1989 pris pour l'application de la loi n° 88-1201 du 23 déc. 1988 relative aux organismes de placement collectif en valeurs mobilières et portant création des fonds communs de créances.

²¹⁰ Id.

117. Dès lors, ces fonds étrangers ne pouvant être commercialisés publiquement, il s'est posé la question de leur possible distribution en France sous forme de placement privé auprès d'investisseurs institutionnels ou d'un faible nombre de souscripteurs. Mais la loi du 26 juillet 2005 a confirmé que les OPCVM (et donc les *hedge funds* étrangers) ne pouvaient bénéficier du régime du placement privé²¹¹. Autrement dit, l'*autorisation* de l'AMF reste nécessaire y compris en cas de placement privé. Toutefois, à cette rigueur de principe, un tempérament existe, car seule est interdite la commercialisation *active* de parts ou actions d'OPCVM étrangers, c'est-à-dire tant par voie de démarchage que de publicité²¹². Autrement dit, la commercialisation *passive*, c'est-à-dire *sur demande de l'investisseur portant sur un organisme de placement collectif désigné* (sans publicité ni démarchage) n'est pas soumise à l'autorisation de l'AMF²¹³.

118. A tout prendre, si la commercialisation *directe* d'un *hedge funds offshore* est difficile en France, il reste néanmoins possible pour un gérant d'investir dans des *hedge funds offshore* dans le cadre d'un mandat de gestion. La COB a en effet reconnu cette possibilité en indiquant que « *l'achat de parts de fonds par un gérant ne constitue pas un acte de commercialisation s'il correspond à un acte de gestion accompli dans le cadre explicitement prévu dans le mandat* », et en précisant que la présentation d'un fonds étranger à tout investisseur potentiel, « *y compris un gérant pour compte de tiers* » serait considéré comme de la commercialisation, ce qui est une incitation à créer des produits structurés²¹⁴ ou des fonds de fonds.

119. En effet, la commercialisation *indirecte* de *hedge funds offshore*, c'est-à-dire par la souscription de fonds français investissant dans des *hedge funds offshore*, demeure possible, avec les nuances rappelées par un auteur²¹⁵ :

²¹¹ Art. L 411-2 I 4° C. mon. fi.

²¹² V. COB, Rapport annuel 1998, p 136 ; relevé de décision du 3 avr. 2003 relatif à la multigestion alternative, Bull. mens. COB, avr. 2003 n° 378.

²¹³ Cette position est exprimée dans un document de la COB relatif aux OPCVM à procédure allégée : *Fiches pratiques relatives aux OPCVM à procédure allégée*, Bull. COB n° 322, fév. 1999, Fiche n° 9, complété par le relevé de décision mentionné ci-dessus.

²¹⁴ Un produit structuré est en principe une combinaison complexe d'options, de swaps, etc... basée sur des paramètres non cotés. Ce sera par exemple un placement à taux fixe avec une participation à la hausse des performances d'un ou plusieurs *hedge funds* : rappr. Vernimmen, *Lexique de finance*, 2008.

²¹⁵ V. S. Puel, *La commercialisation de fonds étrangers en France : la fin d'un débat ?*, RTDF 2006 n° 2, p. 101 (102 s.).

Un tel investissement est bien entendu possible dans des OPCVM traditionnels, de type OPCVM de fonds alternatifs ou ARIA sans effet de levier de fonds alternatifs, mais ces OPCVM sont contraints par des règles de dispersion des risques qui ne leur permet pas de refléter la performance d'un fonds unique. La question s'est en revanche posée pour des OPCVM contractuels qui, du fait d'une totale flexibilité de fonctionnement, ont la faculté d'investir dans un fonds étranger unique.

L'AMF a eu à ce titre l'occasion d'indiquer que cette situation pourrait être considérée comme une commercialisation indirecte du fonds étranger sous-jacent « dans l'hypothèse où la proportion de l'investissement du fonds contractuel dans un seul et même fonds serait telle que les caractéristiques financières du fonds contractuel se confondraient avec celles du fonds sous-jacent »²¹⁶. En revanche, tel ne sera pas le cas lorsque l'OPCVM contractuel présentera des caractéristiques financières différentes du fonds sous-jacent (effet de levier différent, garantie en capital, ...), et que les arguments mis en avant pour la commercialisation de l'OPCVM contractuel ne reposeront pas uniquement sur les caractéristiques du fonds étranger sous-jacent.

120. La situation au Royaume-Uni est-elle plus favorable à la commercialisation des *hedge funds offshore* ?

2) Royaume-Uni

121. Au Royaume-Uni, les règles sont quelque peu différentes. Il n'existe pas de réglementation spécifique pour la commercialisation des *hedge funds offshore*²¹⁷. Mais dans la mesure où de nombreux *hedge funds offshore* entrent dans la catégorie des organismes de placement collectif non réglementés

²¹⁶ In *Les règles de fonctionnement des OPCVM contractuels : questions – réponses*, Rev. mens. AMF n° 17, sept. 2005, p. 3.

²¹⁷ Les développements suivants ne porteront que sur la gestion alternative directe et non sur les fonds de fonds alternatifs pour lesquels la commercialisation au Royaume-Uni est plus permissive que pour les premiers (sur cette différence, v. FSA, Discussion paper n° 16, *Hedge funds and the FSA*, 2002, op. cit., pts 4.16 et s.). En particulier, des discussions sont en cours visant à élargir les possibilités de commercialisation des fonds de *hedge funds* (*funds of Alternative Investment Funds*). V. FSA, *Funds of Alternatives Investment Funds*, consultation paper 07/6 (mars 2007), et FSA, *Feedback on CP07/6 and further consultation*, consultation paper 08/4 (fév. 2008). Pour une comparaison générale des règles de commercialisation, v. PriceWaterhouseCoopers, *The regulation, taxation and distribution of hedge funds around the globe*, juin 2007 (spéc. tableaux 1 et 2, p. 46 et s.). Rappr. d'une analyse droit et économie par pays de l'impact des restrictions à la commercialisation sur le dynamisme des fonds : D. Cumming, *Capital Flows and Hedge Fund Regulation*, fév. 2008.

(« *unregulated Collective Investment Schemes* »)²¹⁸, les dispositions régissant la manière dont les gérants (*managers*) autorisés par la FSA peuvent commercialiser des « *unregulated schemes* » sont applicables²¹⁹. Ces dispositions ne permettent pas la libre commercialisation de tels fonds auprès du grand public. Mais elles permettent leur commercialisation auprès de catégories spécifiques d'investisseurs : les investisseurs institutionnels (les clients intermédiaires et les « *market counterparties* »²²⁰) d'une part et, d'autre part, les investisseurs privés si l'entreprise qui commercialise les fonds a pris les mesures raisonnables pour veiller à ce qu'ils soient adaptés aux investisseurs²²¹. Les clients privés peuvent également être désignés (*opted-up*) par les *managers* comme des clients intermédiaires. Dans une telle hypothèse, le *manager* qui met en œuvre ce processus de désignation doit prendre les précautions raisonnables pour déterminer que le client a suffisamment d'expertise et de capacités de compréhension pour être classé dans la catégorie des clients intermédiaires. Le *manager* doit être en mesure de démontrer qu'il a recueilli le consentement éclairé du client (mais en pratique, cette technique est peu utilisée)²²².

122. La FSA s'est interrogée en 2005 sur la question de savoir si les interdictions de commercialisation au public des organismes de placement collectif non réglementés, dont font partie les *hedge funds offshore*, devaient être levées²²³. Le régulateur britannique a reconnu que les techniques utilisées par certains fonds *offshore* peuvent, en réalité, avoir des risques d'investissement moins élevés que certains des véhicules d'investissement plus largement commercialisés. Mais elle a également estimé que, ces produits étant domiciliés offshore, il serait très difficile de garantir un niveau adéquat de protection des

²¹⁸ C'est-à-dire lorsque le fonds est structuré comme un *limited partnership* ou une société d'investissement « *open-ended* » (v. Section 235 du *Financial Services and Markets Act 2000*). Un « *unregulated CIS* » est un fonds qui n'est pas régulé par la FSA. En tant que tel, il n'est soumis à aucune restriction de levier, d'utilisation d'instruments dérivés ou de la technique de vente à découvert.

²¹⁹ Il s'agit du CH. 3 du « *Conduct of Business Sourcebook* » (COB) ainsi que les dispositions du « *Unregulated Collective Investment Schemes Order* ».

²²⁰ Ces deux catégories, les *intermédiaires autorisés* et les *market counterparties*, englobent un grand nombre d'investisseurs institutionnels qui constituent la majorité de la clientèle des *hedge funds*. Pour plus de détail, v. FSA, Discussion Paper n° 16, *Hedge Funds and the FSA*, août 2002, pts 4.5 à 4.19.

²²¹ Id., pt 4.5.

²²² Id., pt 4.12.

²²³ FSA, Discussion Paper n° 05/3, *Wider-range Retail Investment Products*, juin 2005.

investisseurs. La FSA a précisé que, si l'interdiction était levée, elle ne s'accompagnerait pas nécessairement d'un contrôle sur ces produits. Les risques pour les investisseurs de fonds *offshore* librement commercialisés au Royaume-Uni seraient par conséquent susceptibles d'être plus élevés que pour des investissements sur des produits *onshore*. Le régulateur britannique semble avoir opté pour un statu quo sur la libéralisation de la commercialisation des *hedge funds offshore*.

4. Bilan comparatif

123. Pour conclure, les trois éléments suivants peuvent être tirés de la comparaison France / Royaume-Uni.

124. **Premier élément.** Si les *gérants* français de *hedge funds* préfèrent gérer des fonds *offshore* plutôt que des fonds alternatifs de droit français (les OPCVM ARIA ou contractuels), c'est essentiellement pour trois raisons en partie réglementaires et culturelles. *En premier lieu*, les *investisseurs* sont nettement plus enclins à choisir des fonds *offshore* (de droit caïman ou autre) dans la mesure où ils connaissent mieux le cadre juridique qui leur est applicable (le droit de *common law*), et la variété des fonds disponibles est plus importante qu'en France. *En second lieu*, la grande majorité des investisseurs étant des étrangers, la langue utilisée dans les documents d'information du fonds revêt une grande importance. Or, le prospectus des OPCVM français commercialisés en même temps en France et à l'étranger doit actuellement être rédigé en français, tandis que les documents d'information des fonds *offshore* le sont en anglais. Cet aspect est essentiel dans la mesure où le monde de la gestion alternative a l'habitude des documents en anglais. Tant pour les fonds ARIA que contractuels, il est toutefois possible de rédiger un prospectus en anglais directement dès lors que le fonds n'est pas commercialisé en France. Ces caractéristiques des fonds français (l'application du droit français et l'emploi du français dans les prospectus) qui sont dissuasives aux yeux des investisseurs étrangers, sont par conséquent prises en compte par les gérants pour attirer la clientèle. Plusieurs gérants installés en France ont ainsi formulé le vœu de voir autoriser, pour les OPCVM ARIA et contractuels, un prospectus en anglais afin de favoriser l'exportation des fonds français. Mais pour répondre à cette attente de l'industrie, le Gouvernement a présenté un projet de réforme en cours de discussion à Parlement. Il prévoit notamment l'ouverture de

la possibilité pour les OPCVM de droit français d'élaborer leur prospectus dans une langue usuelle en matière financière autre que le français²²⁴.

125. *En troisième lieu*, et cet élément est essentiel, les interlocuteurs du groupe de travail ont mis en exergue la faiblesse du marché de l'alternatif direct en France en raison du manque d'acheteurs de tels produits et notamment de la réglementation des investisseurs institutionnels qui cantonne l'investissement en alternatif direct à de faibles ratios. Selon eux, tant qu'il n'existera pas de marché de l'alternatif en France, la France manquera de crédibilité dans ce domaine pour développer cette industrie et attirer des talents en France.

126. **Deuxième élément.** Il existe une souplesse statutaire assez forte de la France qui offre des véhicules juridiques (fonds ARIA et contractuels) performants contrairement au Royaume-Uni. Toutefois, les conditions de distribution des fonds *offshore* apparaissent plus libres au Royaume-Uni qu'en France, puisqu'ils sont librement commercialisables auprès de catégories spécifiques d'investisseurs.

127. **Troisième élément.** Au total, l'étude du cadre juridique des *hedge funds* et de leurs gérants tend à montrer que la réglementation française n'a rien de rédhibitoire a priori, en ce qui concerne l'attractivité de la place de Paris. Une conclusion analogue peut-elle être tirée de l'examen de la fiscalité ?

²²⁴ Art. 42 du projet de loi de modernisation de l'économie, tel qu'adopté par l'Assemblée nationale le 17 juin dernier et actuellement (au 8 juill. 2008) en discussion devant le Sénat. L'utilisation de cette faculté est subordonnée au caractère compréhensible de cette langue par l'investisseur moyen du groupe auquel l'information s'adresse. La faculté pour la société de gestion de recevoir l'agrément de ses OPCVM sur la base d'un prospectus en anglais ainsi que l'élaboration en anglais des documents destinés à l'information des investisseurs, ne pourra en effet être mise en œuvre qu'à la condition que le produit s'adresse (ou est susceptible de parvenir) à des investisseurs dont on peut attendre qu'ils maîtrisent cette langue. Il en résulte en pratique que l'agrément ne sera pas accordé dès lors que l'OPCVM a vocation à être commercialisé auprès d'investisseurs français de détail (hormis le cas d'un achat en « *execution only* » par un investisseur de détail sur sa propre initiative dans les conditions de l'art. 19 de la MIF). L'ouverture de cette possibilité pour les SICAV demeurant subordonnée à la possibilité pour celles-ci de procéder au dépôt de leurs statuts en anglais auprès du greffe du tribunal de commerce, qui fait l'objet de travaux menés par ailleurs avec la Chancellerie, une rédaction alternative est prévue en vue de limiter, le cas échéant, le champ du texte aux seuls fonds communs de placement.

Le projet de loi autorise en outre le Gouvernement à réformer, par ordonnance, les règles relatives à la gestion collective pour compte de tiers « *en modernisant les règles applicables aux OPCVM réservés à certains investisseurs, en ajustant le cadre relatif à l'information des porteurs de parts ou actions de ces organismes en vue de faciliter la diffusion des fonds français à l'étranger (...)* ».

III FISCALITE DES HEDGE FUNDS ET DE LEURS GERANTS

128. La fiscalité française (A) des *hedge funds*, de leurs gérants, et des investisseurs dans le fonds, est d'abord présentée avant les éléments de fiscalité britannique (B). Compte tenu du cadre juridique différent de l'activité *hedge funds* en France et au Royaume-Uni, une comparaison limitée à la fiscalité française et britannique relative à la gestion d'un fonds localisé aux îles Caïman est enfin menée (C).

A. Fiscalité française

129. Les développements ci-dessous présentent non seulement la fiscalité française des *hedge funds* et des *managers* (personnes physiques ou morales) de fonds tous résidents fiscaux de France, mais entend également décrire certains aspects de la fiscalité française applicable aux investisseurs et/ou managers résidents fiscaux français souscrivant des parts d'un *hedge fund* établi à l'étranger (le cas d'un fonds établi aux îles Caïman sera pris pour exemple). La fiscalité directe est distinguée de la TVA susceptible de s'appliquer.

1. Fiscalité directe

130. La fiscalité directe est susceptible de concerner tant le fonds (a), ses gestionnaires (b), que les investisseurs (b).

a) Fonds

131. Il convient de distinguer selon que le fonds est établi en France ou aux îles Caïman.

1) *Fonds français*

132. Contrairement à une SICAV traditionnelle qui peut être conduite à distribuer à ses associés les revenus qu'elle perçoit (OPCVM dit *de distribution*), les *hedge funds* constitués sous forme de SICAV ou de FCP sont traités comme des OPCVM *de capitalisation*²²⁵ : ils ne distribuent pas de dividendes²²⁶. En

²²⁵ Les OPCVM *de distribution* répartissent chaque année les produits qu'ils ont encaissés, qu'il s'agisse de dividendes, d'intérêts ou de plus-values de cession : ces produits sont imposables dans les conditions de droit commun au nom des épargnants qui les perçoivent. Au contraire, les OPCVM *de capitalisation* ne distribuent pas les revenus qu'ils encaissent.

²²⁶ La suppression de l'obligation de distribution prévue initialement par l'art. 31, premier alinéa, 2^{ème} phrase de la loi n° 88-1201 du 23 déc. 1988 relative aux OPCVM et portant création des FCC, a été atténuée pour les produits de placement à revenu fixe (L. n° 89-531 du 2 août 1989, art. 39), puis abrogée par l'art. 16 de la L. fin. pour 1990 n° 89-935, ce qui a permis le développement en France des OPCVM *de capitalisation*. L'imposition, au titre des plus-values, s'effectue au moment

d'autres termes, les produits réalisés par le *hedge fund* sont capitalisés et réinvestis sur le marché : aucune taxation n'est alors due par le fonds²²⁷.

2) Fonds aux îles Caïman

133. Si le fonds est constitué aux îles Caïman, aucune taxation française n'est en principe due par le fonds sur les produits qu'il encaisse en vertu des règles de territorialité de l'impôt français, sous réserve que le fonds ne constitue pas en France un « établissement »²²⁸. Cette réserve peut possiblement être problématique, dans la mesure où le rescrit fiscal n'est pas ouvert dans un contexte non conventionnel²²⁹.

134. Quant aux îles Caïman, elles offrent en principe aux *hedge funds* une exonération d'impôt pendant 100 ans.

b) Gestionnaires

135. Le gestionnaire d'un fonds français est nécessairement une société de gestion de portefeuille²³⁰. Le vocabulaire utilisé par les professionnels n'est pas aussi rigoureux, car la pratique désigne comme gestionnaires (ou gérants) du fonds également les salariés de la SGP et/ou ses dirigeants/actionnaires. Cette appellation n'est pas exacte du point de vue juridique, d'autant plus que la fiscalité applicable diffère selon la qualification retenue. Le gestionnaire du fonds est nécessairement une personne morale (la SGP). Mais il faut rendre compte de la fiscalité applicable aux personnes physiques qui gèrent effectivement le fonds.

1) SGP

136. La SGP - personne morale²³¹ - gestionnaire du fonds perçoit deux types de rémunération : d'abord des *management fees* (par exemple 1,5 % des produits et plus-values réalisées par le fonds, ou 2 % des actifs sous gestion) qui

du rachat des titres en tenant compte de l'augmentation de leur valeur liquidative due à la capitalisation des produits.

²²⁷ Art. 150-0 A III, 2 du CGI pour les FCP. Art. 208 1° bis du CGI qui exonère de l'impôt sur les sociétés (« IS ») les SICAV.

²²⁸ V. art. 209-I du CGI qui dispose que l'impôt sur les sociétés n'est établi « *en tenant uniquement compte des bénéfices réalisés dans les entreprises exploitées en France* ». On ne parle pas d'établissement « stable » car c'est un vocabulaire en principe réservé au droit fiscal international conventionnel : or il n'y a pas de conventions fiscales entre la France et les îles Caïman.

²²⁹ L'administration est regardée comme ayant donné un accord tacite lorsqu'elle n'a pas répondu dans un délai de trois mois à un résident étranger qui lui a demandé l'assurance qu'il ne dispose pas d'un établissement stable en France *au sens de la convention fiscale applicable* (art. L 80 B, C. proc. fisc.).

²³⁰ V. supra § 10.

²³¹ En général une société soumise à l'IS : v. infra § 85.

correspondent à des frais fixes. La SGP perçoit ensuite une rémunération variable (*performance fees*) qui est, juridiquement, une créance de rémunération acquise, tant dans son montant que dans son principe, que si le fonds dégage un niveau de rendement contractuellement fixé²³². Par exemple, cette rémunération variable est égale à 20 % des produits et plus-values réalisés par le fonds si la SGP assure un rendement minimal du fonds (retour minimum aux investisseurs ou taux de rentabilité interne (TRI) annuel de 5 à 7 %)²³³. Ces deux types de rémunération sont des profits imposables à l'impôt sur les sociétés au taux de 33 1/3 %²³⁴.

2) Personnes physiques

137. Les personnes physiques gérant effectivement le fonds, c'est-à-dire ceux qui, concrètement, décident des stratégies d'investissement, soit ont la qualité de *salariés* de la SGP, soit la cumulent avec celle *d'actionnaires* de la SGP, soit également celle *d'investisseurs* dans le fonds lui-même. Il convient donc de distinguer selon que ces personnes physiques perçoivent des salaires, des dividendes, ou le retour sur investissement dans le fonds.

a) Salaires

138. Tout comme la SGP qui les emploie, les salariés perçoivent en général deux types de rémunération : (1) une *rémunération fixe* au titre de leur contrat de travail ou de leurs fonctions de direction dans la SGP ; et le cas échéant (2) une *rémunération variable* versée sous forme de *bonus* sur le bulletin de paye, qui correspond à la répartition (après impôt sur les sociétés) d'une quote-part des 20 % de *performance fees* facturés par la SGP au *hedge fund*. Concrètement, ce *bonus* - que les professionnels désignent également sous le nom de *performance fees* - est une créance de rémunération prévue au contrat de travail. Ces deux éléments de leur rémunération sont imposés dans la catégorie « Traitements et salaires » à l'impôt sur le revenu (taux marginal effectif de 40 %²³⁵ après paiement

²³² Rapp. infra note 248.

²³³ Dans certains *hedge funds*, il est également très fréquent qu'une rémunération variable soit perçue dès que la performance est positive.

²³⁴ Ce profit imposable peut ensuite être distribué à l'actionnaire de la SGP. Si cet actionnaire est une personne *morale* détenant plus de 5 % de la SGP, il pourra bénéficier du régime mère et filiale (art. 145 & 216 CGI) et donc d'une *exonération* sous réserve d'une réintégration d'une quote-part de frais et charges égale à 5 % du montant des dividendes bruts. *A défaut*, une double imposition économique existe à nouveau au taux de 33 1/3 %. Si l'actionnaire est une personne *physique* : v. infra § 139.

²³⁵ 40 % taux marginal de l'impôt sur le revenu.

des cotisations et contributions sociales (environ 30 %²³⁶), y compris la CSG (7,50 %) et la CRDS (0,50 %) au taux effectif de 7,76 %²³⁷).

β) Dividendes

139. Si – après paiement de l'impôt sur les sociétés – la SGP verse son profit distribuable (dividende) à des actionnaires personnes physiques, l'imposition effective supportée par ces derniers est de 29 % en 2008.

γ) Retour sur investissement

140. On a indiqué que la SGP peut verser une partie de ses *performance fees* sous forme de bonus fiscalisé en salaire²³⁸. L'autre partie des 20 % de *performance fees* peut être laissée par la SGP à disposition du fonds et affectée à des « Parts de personnels »²³⁹ qu'elle fait souscrire à ses salariés selon leur propre performance. La question est alors de savoir si la réalisation de cet investissement par les salariés est taxée en salaire ou au taux plus favorable des plus-values.

141. Une manière de structurer fiscalement ces « Parts de personnels » est de s'inspirer de la structuration des *carried interests* que l'on trouve dans le capital investissement en raison de leur traitement fiscal favorable (plus-value et non revenu)²⁴⁰. En effet, dans les fonds communs de placement à risques (FCPR) et les sociétés de capital-risque (SCR), la pratique des parts ou actions de *carried interest* consiste à réserver aux membres de l'équipe de gestion une participation aux plus-values réalisées²⁴¹. L'existence de ces parts ou actions apparaît dans le

²³⁶ Les cotisations sociales salariales sont dégressives avec la rémunération. Pour simplifier, et comme les rémunérations versées dans cette profession sont en général élevées, on retiendra le chiffre approximatif de 30 % de charges sociales (part patronale et salariale).

²³⁷ CSG et CRDS sont en effet dues par les salariés, sur le salaire brut avant précompte des cotisations sociales, mais après application d'une déduction forfaitaire de 3 % pour frais professionnels. En d'autres termes, le taux global de 8 % ne porte que sur 97 % du salaire brut.

²³⁸ V. supra § 138.

²³⁹ La possibilité de créer plusieurs catégories de parts au sein d'un même OPCVM est une réalité juridique depuis la loi du 1^{er} août 2003, et est opérationnelle depuis début 2005 (art. 214-2, C. mon. fi.). Ainsi, des catégories de parts peuvent bénéficier de régimes différents de distribution des revenus, être libellées en devises différentes, supporter des frais de gestion différents, supporter des commissions de souscription et de rachat différentes ou avoir une valeur nominale différente : F. Bussière, *Modification du règlement général AMF – création de catégorie de parts et actions d'OPCVM avec couverture de risque de change*, Banque et Droit n° 111, janv.-fév. 2007, p. 44.

²⁴⁰ On remarquera que, du point de vue de la terminologie au moins, les *performance fees* – qui sont perçus par trimestre, ou annuellement – ne doivent pas, *stricto sensu*, être assimilés aux *carried interest* qui ne sont perçus que lors de la réalisation.

²⁴¹ Instr. DGI du 28 mars 2002 5-I-2-02 (n° 1).

règlement des FCPR ou les statuts des SCR, mais en principe sans que les noms des bénéficiaires ni les modalités de répartition ne soient précisés²⁴².

142. D'une manière générale, l'octroi de ces parts ou actions est indépendant de la rémunération que les membres de l'équipe de gestion perçoivent de la société de gestion du fonds ou de la SCR²⁴³. Il permet de responsabiliser les membres de l'équipe de gestion en les faisant investir dans le FCPR ou la SCR aux côtés des investisseurs et en les intéressant à leur réussite. Au moment de l'attribution des parts ou actions de *carried interest*, l'avantage qui y est attaché est conditionné à la bonne réussite du FCPR ou de la SCR²⁴⁴. En outre, il n'intervient en principe qu'au-delà du remboursement des apports et éventuellement au-delà d'un rendement minimal du fonds (de l'ordre de 5 à 7 %) attribués aux autres porteurs de parts ou actionnaires²⁴⁵.

143. Au plan fiscal, l'administration a précisé, *mais seulement au regard des FCPR et des SCR*²⁴⁶, que le *carried interest* est imposé sous forme de plus-values si certaines conditions sont réunies²⁴⁷. Parmi ces conditions, les parts de *carried interest* doivent (i) être attribuées aux membres de l'équipe de gestion, c'est-à-dire aux personnes qui, au moment de la souscription ou de l'acquisition des parts de *carried interest*, sont liées à la société de gestion par un contrat de travail ou exercent des fonctions de dirigeants, et (ii) être acquises ou souscrites en contrepartie d'un investissement en capital. En d'autres termes, le gestionnaire doit avoir pris des risques en capital.

144. Compte tenu de ce qui précède, et à la manière des gérants de FCPR ou de SCR qui souscrivent des parts de *carried interest*, certains *managers de hedge funds* – personnes physiques – souscrivent des *parts de personnels* intitulées « C » par exemple, qui leur permettront à terme d'être intéressés à la répartition d'une quote-part des plus-values réalisées par le fonds lors de sa

²⁴² Id.

²⁴³ Instr. DGI du 28 mars 2002 5-I-2-02 (n° 2).

²⁴⁴ Id.

²⁴⁵ Id.

²⁴⁶ V. supra. Fiscalement, les FCPR dont l'actif comprend un quota important de titres de sociétés non cotées bénéficient d'une régime fiscal plus avantageux que celui des FCP ordinaires : les personnes physiques qui souscrivent des parts de FCPR peuvent en effet prétendre à l'exonération des produits et des plus-values réalisées si notamment elles conservent les parts de FCPR pendant cinq ans au moins (Mémento Francis Lefebvre 2007, n° 2329 s.).

²⁴⁷ Instr. DGI du 28 mars 2002 5-I-2-02 (n° 3).

liquidation, ou souvent à l'expiration d'une période de blocage sans attendre la liquidation du fonds²⁴⁸.

145. Le point est alors de savoir si la partie de cette rémunération variable structurée comme du *carried interest* est imposée comme du salaire (avec des charges sociales d'environ 30 % et de l'impôt sur le revenu au taux progressif maximum de 40 %) ou comme une plus-value au taux effectif de 29 % en 2008²⁴⁹.

146. Pour les *performance fees* attribués hors des FCPR et SCR, l'administration fiscale pourrait soutenir qu'il s'agit d'un salaire²⁵⁰. Une partie de la place pourrait toutefois argumenter que lorsque les *managers* participent au capital en achetant des parts du fonds, et *payent le juste prix pour les parts ou actions qu'ils reçoivent* alors ils prennent un **risque** qui justifie un retour sur capital (taxation en plus-value à 29 %) et exclut un retour sur travail (taxation en salaire avec 30 % environ de charges sociales et au taux marginal de 40 % à l'impôt sur le revenu).

147. En outre, à l'étranger (par exemple : Etats-Unis²⁵¹, Suisse²⁵²), le gain réalisé au titre du *carried interest* par les *managers* bénéficie parfois d'un régime fiscal favorable. Ce n'est toutefois pas le cas du Royaume-Uni qui impose les managers de fonds au taux marginal de l'impôt sur le revenu²⁵³.

²⁴⁸ A la différence des FCPR où le salarié doit attendre la liquidation du fonds. Le *carried interest* du capital risque ressemble aux parts de personnels des fonds spéculatifs dans la mesure où ils représentent une créance de rémunération qui n'est acquise tant dans son montant que dans son principe que si le fonds dégage un niveau de rendement contractuellement fixé (v. T. com. Paris, 14 oct. 2003, *Mecheri et a. c/ SA Suez et a.*, Dr. soc. 2005, n° 34, note T. Bonneau).

²⁴⁹ En effet, l'art. 74 de la loi de finances pour 2008 a relevé de 16 % à 18 % le taux d'imposition des plus-values de cession de valeurs mobilières et droits sociaux. Il faut ajouter les contributions sociales frappant les revenus et les gains du capital, à savoir CSG (8,20 %), CRDS (0,50 %), prélèvement social (2 %), et contribution additionnelle (0,30 %).

²⁵⁰ Rappr. panorama des redressements fiscaux, 8^{ème} conf. annuelle, Dr. fisc. 2006, n° 64, p. 1951 ; rappr. CAA Lyon, 5^è ch., 2 nov. 2006, Billon, Dr. soc. 2007, n° 104, note J.-L. Pierre. Instr. DGI 12 mai 1995 F 5-9-95.

²⁵¹ L'Administration fiscale américaine autorise la taxation du *carried interest* au taux de 15 % applicable aux plus-values à long terme (supérieure à 1 an), et non au taux de 35 % de l'impôt sur le revenu : S. Beck, *The Transformers*, The American Lawyer, nov. 2007, p. 95.

²⁵² La Suisse envisage d'abaisser l'imposition des gérants alternatifs pour les détourner de Londres en faisant passer le taux de 40 % à 11,5 % environ (M. Zaki, *Paquet fiscal pour les gérants de hedge funds*, journal Le Temps, 18 avr. 2007) ; P. Mirabeau, *Moins taxer les gérants de hedge funds paierait*, journal Le Temps, 8 mai 2008 ; rappr. X. Oberson, *Carried interest : problèmes fiscaux non résolus*, Denaris, n° 1, 2008, p. 27.

²⁵³ V. infra § 189.

c) Investisseurs

148. Les investisseurs et leur investissement peuvent être divers : les investisseurs peuvent être (i) résidents fiscaux de France ou non, (ii) des personnes physiques ou morales. Quant à l'investissement, il peut porter (iii) soit sur un fonds français, soit sur un fonds étranger. Un tableau récapitule la fiscalité susceptible de s'appliquer à ces différentes situations²⁵⁴. Avant d'entrer dans leur détail, il convient de noter à titre liminaire que les investisseurs résidents fiscaux français échappent à l'impôt sur le revenu ou sur les sociétés français *lors de la réalisation des profits* par le *hedge fund* français ou étranger. C'est seulement *lors de la liquidation* de l'investissement, c'est-à-dire lorsque l'investisseur désireux de récupérer sa mise, revend tout ou partie des titres de *hedge fund* qu'il possède, que l'impôt est dû à raison de la plus-value réalisée et dans les conditions qui suivent, en distinguant selon que l'investisseur français investit dans un fonds français ou étranger.

1) *Investisseur français dans un fonds français*

149. Il convient de distinguer le cas d'un investisseur personne physique de celui d'un investisseur personne morale.

α) Personne physique

150. S'agissant d'un investisseur personne physique, et pendant un temps, la problématique entre la taxation en *plus-value* (favorable), ou la taxation en *revenu* (défavorable) a été discutée. Toutefois, il est désormais jugé que les gains perçus relèvent de l'impôt sur la plus-value (29 % en 2008). De ce point de vue, il n'y a pas de différence selon que l'investisseur confie la gestion de son épargne à une banque (arrêt *Melon*) ou investit directement son capital dans des OPCVM : dans les deux cas, la gestion est professionnelle. Les produits des opérations de bourse perçus par un particulier ne constituent donc pas des bénéfices non commerciaux lorsque le portefeuille est géré en vertu d'un mandat par un professionnel²⁵⁵.

²⁵⁴ V. infra p. 75.

²⁵⁵ CE 25 avr. 2003, *Melon*, RJF 7/03 n° 836, concl. Vallée, BDCF 7/03, n° 92 ; Dr. fisc. 2003 n° 486 p. 864, note J.-L. Pierre. En effet, la jurisprudence exige non seulement un nombre et une fréquence d'opérations rapportés à l'importance du patrimoine du contribuable qui soient propres à un professionnel (ex. 575 ordres d'achats portant sur 423.553 titres correspondant à 191 valeurs différentes et dont la durée de détention ne dépassait pas un an, le tout représentant entre 1,57 et 2,44 fois la valeur initial du portefeuille), mais également des opérations effectuées dans des

151. Les gains réalisés à l'occasion de la vente ou du rachat des parts de FCP et de SICAV sont donc soumis au régime des plus-values sur valeurs mobilières et droits sociaux.

152. Plus précisément, l'investisseur personne physique n'est donc imposable que si le montant global des cessions de valeurs mobilières et droits sociaux réalisées par le contribuable au cours de l'année (y compris lorsque le *hedge fund* prend la forme, non pas d'une SICAV, mais d'un FCP) dépasse le seuil d'imposition de 25.000 € en 2008²⁵⁶. En pratique, les conditions d'accès au *hedge fund* étant très élevées, ce seuil est presque toujours atteint²⁵⁷. Dans ce cas, l'investisseur personne physique supporte un taux de taxation de 29 % en 2008.

β) Personne morale

153. Les fonds ne distribuant pas de dividendes, l'investisseur personne morale, tout comme une personne physique, est imposable en plus-values. Contrairement aux personnes physiques, il n'existe pas un taux de faveur susceptible de s'appliquer en l'espèce. Le taux normal de l'impôt sur les sociétés est applicable (33 1/3 %).

154. Pour les personnes morales investissant dans le *hedge fund*, il existe même un régime plutôt sévère de taxation. L'idée est que les « *sociétés feraient mieux d'investir leurs fonds disponibles dans des placements productifs de vraie richesse et créateurs de vrais emplois* »²⁵⁸. Par mesure de rétorsion, il existe donc deux mesures de taxation de la plus-value. D'abord, les plus-values *latentes* apparaissant à la clôture de chaque exercice (écart d'évaluation) sont immédiatement imposables au taux normal de l'impôt sur les sociétés à 33 1/3

conditions analogues à celles qui caractérisent une activité exercée par un professionnel, c'est-à-dire avoir en premier lieu la possibilité d'utiliser des moyens et informations mis à la disposition d'un professionnel, et en second lieu gérer directement ses affaires (ce qui exclu le mandat de gestion) (v. CE 14 fév. 2001, *Boniface*, RJF 5/01 n° 614, concl. J. Courtial BDCF 5/01 n° 64, obs. J.-L. Pierre BGFE 3/01 p. 12 ; CE 3 fév. 2003, *Roche*, RJF 4/03 n° 432 concl. F. Sénors p. 307, obs. J.-L. Pierre BGFE 2/03 p. 11). Rappr. loi du 9 août 2004 (art. 12) – Dr. soc. 2004, n° 200 p. 36, note J.-L. Pierre – qui a modifié l'art. 92 du CGI, lequel ne vise désormais que « *les produits des opérations de Bourse effectuées dans des conditions analogues à celles qui caractérisent une activité exercée par une personne se livrant à titre professionnel à ce type d'opérations* ».

²⁵⁶ Il s'agit d'un seuil de déclenchement qui est – à compter de 2009 – actualisé chaque année comme la première tranche du barème progressif de l'impôt sur le revenu (soit de l'ordre de l'indice des prix hors tabacs).

²⁵⁷ V. supra § 47.

²⁵⁸ Art. 209-0 A ; CGI ; M. COZIAN, *PRECIS DE FISCALITE DES ENTREPRISES 2007-2008*, n° 523.

%²⁵⁹. Ce régime de taxation annuel s'applique quel que soit le taux de participation, sauf si l'actif de l'OPCVM est composé d'actions à 90 % au moins, ce qui ne sera pas le cas d'un *hedge fund*.

155. Ensuite, les plus-values *réalisées* par les investisseurs personnes morales sont également imposées au taux normal de 33 1/3 %. Toutefois, il n'y a pas de double imposition économique puisqu'il convient de neutraliser à ce stade les écarts d'évaluation intégrés ou déduits du résultat fiscal²⁶⁰. Ce régime est-il alors plus favorable si les résidents fiscaux français investissent dans un fonds Caïman ?

2) Investisseur français dans un fonds étranger

156. Il convient de distinguer l'investisseur personne physique de l'investisseur personne morale. L'objet de l'investissement sera – par hypothèse – un fonds localisé aux îles Caïman.

α) Personne physique

157. Les plus-values de cession sont imposées au taux de 29 % si le seuil de cession annuel de 25.000 euros est dépassé²⁶¹, ce qui sera le cas en pratique. La taxation ne semble donc pas être différente, *a priori*, de celle supportée lors de l'investissement dans un fonds *français*.

158. La réalité est-elle plus complexe en raison de l'article 123 bis du CGI qui permet d'imposer en France les bénéfices des filiales ou succursales implantées dans des paradis fiscaux (*hedge fund* aux îles Caïman, par exemple) directement dans le chef des investisseurs résidents fiscaux en France ? Dans ce cas en effet, les bénéfices réalisés par le fonds sont alors réputés distribués à l'investisseur personne physique française, alors même que ce dernier ne dispose

²⁵⁹ En contrepartie, les moins-values latentes (écarts d'évaluation négatifs) sont immédiatement déductibles. Bien entendu, pour le calcul de la plus-value de cession (écart de valeur liquidative), le prix d'acquisition doit être augmenté des écarts positifs déjà taxés et diminué des écarts négatifs antérieurement déduits.

²⁶⁰ Par exemple, une société clôturant ses comptes au 30 juin cède pour 1.050 le 5 fév. N vingt OPCVM acquis en janvier N-1 au prix unitaire de 1.000 et évalués au 30 juin N-1 à 900 ; la société a constitué un provision pour dépréciation en juin 2005. La cession de parts d'OPCVM engendre la réalisation de produits financiers ordinaires. En outre, dans la mesure où ces produits font l'objet d'évaluation à la valeur liquidative à chaque fin d'exercice et que les écarts constatés sont intégrés au résultat, il convient de neutraliser dans le résultat de cession, les résultats intermédiaires qui ont déjà été pris en compte au niveau de l'impôt ; le résultat unitaire de cession est ainsi de 1.050 – (1.000 – 100) = 150, soit globalement un produit financier de 3.000. La dépréciation préexistante doit être reprise et déduite extracomptablement.

²⁶¹ Art. 150-0 A, CGI.

pas des revenus qui n'ont pas été distribués. Mais cette présomption de distribution suppose que l'investisseur dispose d'au moins 10 % des actions, parts, droits financiers ou droits de vote. En pratique, ce seuil ne sera jamais atteint par un seul investisseur personne physique dans un *hedge fund*. La conclusion à laquelle on parvient est qu'il n'existe pas, du point de vue de la fiscalité française uniquement, de différence pratique entre les personnes physiques résidentes en France fiscalement, selon qu'elles investissent dans un fonds français ou un fonds étranger.

β) Personne morale

159. La personne morale française réalisant une plus-value sur cession de titres d'un *hedge fund* étranger est imposée à l'impôt sur les sociétés français au taux de 33 1/3 %.

160. Il convient de noter que le régime de taxation annuel des plus-values latentes (écarts d'évaluation positifs) décrit à propos des *hedge funds* français est en principe également applicable lors de la détention des *hedge funds* étrangers, sous réserve que ceux-ci soient « *soumis au principe de la répartition des risques* »²⁶².

161. De plus, l'article 209 B du CGI, à l'instar de l'article 123 bis pour les personnes physiques²⁶³, permet d'imposer en France les bénéfices des filiales et succursales implantées dans des paradis fiscaux (*hedge fund* aux îles Caïman, par exemple) directement dans le chef des investisseurs résidents fiscaux en France. Les bénéfices réalisés par le fonds seraient alors réputés distribués à l'investisseur personne morale française. Mais cette présomption de distribution suppose que l'investisseur français dispose du contrôle (plus de 50 % des actions, parts, droits financiers ou droits de vote) du fonds d'investissement, lequel contrôle ne sera jamais atteint en pratique par un seul investisseur dans un *hedge fund*. On notera que, en application de l'article 209 B-I-1 § 2, le taux de détention de 50 % est cependant ramené à 5 % lorsque plus de 50 % des droits dans le *hedge fund* sont détenus par des entreprises établies en France. Pour conclure,

²⁶² La doctrine administrative sous l'article 209-0 A CGI vise non seulement les parts ou actions d'OPCVM coordonnés, mais également « *les parts ou actions de tout organisme dont l'objet est le placement collectif en valeurs mobilières, et donc le fonctionnement est soumis au principe de la répartition des risques* » (inst. 26 mars 1993, 4 A-13-93, n° 8).

²⁶³ V. supra § 158.

l'investissement d'une personne morale résidente fiscale en France dans un *hedge fund* étranger semble plus favorable en raison de la non imposition des plus-values *latentes*.

162. Pour conclure, on réservera le cas d'un investisseur *étranger* (personne physique non résidente en France ou morale) investissant dans un OPCVM français : aucune taxation française de l'investisseur n'est à craindre, dans la mesure où le fonds ne distribue pas et qu'aucune retenue à la source n'est donc envisageable. Il reste à récapituler ci-après les éléments saillants de la démonstration qui vient d'être menée.

3) *Récapitulatif*

163. Le tableau ci-après résume les éléments qui viennent d'être détaillés.

Investisseurs		Fonds français	Fonds étranger
		Résident français	<i>Pers. morale</i>
<i>Pers. physique</i>	<ul style="list-style-type: none"> - 29 % 		<ul style="list-style-type: none"> - 29 % - Risque de 123 bis quasi nul
Résident étranger	<i>Pers. morale</i>	Aucune taxation	Aucune taxation
	<i>Pers. physique</i>	Aucune taxation	Aucune taxation

164. A cela, il faut ajouter les mesures qui rendent plus attractif le territoire français, sans viser spécifiquement les *hedge funds* ou leurs gérants. Ces mesures concernent tant les personnes physiques salariées des sociétés gestionnaires de *hedge funds*, que ces sociétés elles-mêmes. Il s'agit notamment du « bouclier fiscal », de la baisse du barème de l'impôt sur le revenu depuis 2006, des réductions d'impôt de solidarité sur la fortune (« ISF »), et du nouveau régime des impatriés. S'agissant de la société gestionnaire de *hedge funds*, le

mécanisme du crédit d'impôt recherche peut enfin être un avantage compétitif significatif.

165. **Bouclier fiscal.** En 2006, un nouveau droit à restitution des impositions en fonction du revenu a été affirmé à l'article 1^{er} du Code général des impôts²⁶⁴. Afin de faire revenir en France les exilés fiscaux, et à compter de 2008, ce bouclier fiscal est abaissé à 50 % et, en outre, prend en compte les contributions sociales (CSG, CRDS, et prélèvements sur les revenus et gains en capital). Pour simplifier, les impôts directs payés par un contribuable ne peuvent être supérieurs à 50 % de ses revenus. Dans le cas contraire, le contribuable pourra obtenir sur demande expresse la restitution du trop-perçu. Les gérants de *hedge funds* installés en France bénéficient du bouclier fiscal : par exemple, au titre des revenus de 2006, près de 15.000 foyers en ont bénéficié et se sont vu restituer 16.100 euros en moyenne²⁶⁵.

166. **Baisse du barème.** En 2006, le barème de l'impôt sur le revenu a été simplifié²⁶⁶. L'allègement de l'impôt en résultant ne bénéficiera qu'aux salariés de *hedge funds* disposant de revenus moyens.

167. **Réduction d'ISF.** La loi en faveur du travail, de l'emploi et du pouvoir d'achat²⁶⁷ a institué un dispositif de réduction d'ISF en faveur de l'investissement dans des petites et moyennes entreprises au sens communautaire. Les structures de capital-risque et de capital développement ont profité de ces investissements²⁶⁸.

168. **Impatriés.** Le projet de loi de modernisation de l'économie qui sera voté l'été 2008 prévoit, dans son article 31, de renforcer le dispositif français des impatriés, « *afin d'encourager l'installation en France de cadres de haut niveau* ». Introduit par la loi de finances du 30 décembre 2003 (art. 23), le régime fiscal favorable des impatriés n'intéressait pas jusqu'à présent les gestionnaires de *hedge funds*. Les dispositions en cause autorisaient l'exonération du supplément de revenus perçus par des salariés d'entreprises étrangères venus temporairement

²⁶⁴ Art. 74 L. fin. 2006 n° 2005-1719, 30 déc. 2005, Rev. dr. fisc. 2006, n° 1, p. 17.

²⁶⁵ *Près de 15.000 foyers ont bénéficié du bouclier fiscal sur leurs revenus de 2006*, journal Les Echos, 27-28 juin 2008, p. 4.

²⁶⁶ Art. 75, Id.

²⁶⁷ L. n° 2007-1223 du 21 août 2007, dite TEPA.

²⁶⁸ L. F., *Capital-risque : plus de 575 millions d'euros pour les véhicules ISF, selon « Capital Finance »*, journal Les Echos, 18 juin 2008, p. 37.

en France par rapport à la situation existant dans leur pays d'origine. Concrètement, il s'agissait de faire échapper à l'imposition française les primes de détachement, les frais de voyage, et les indemnités destinées à compenser l'impact de la fiscalité de ces nouveaux arrivants. Pour être éligible à ce mécanisme, le salarié ne devait pas avoir été domicilié en France les cinq dernières années, l'exonération sur cette part de revenus ne s'appliquait pas au-delà d'une durée de six ans.

169. Un gérant français qui viendrait de l'étranger (Londres par exemple) ne pouvait pas être un impatrié fiscal en devenant salarié d'une société de gestion française. En effet, l'impatrié devait avoir été employé par une entreprise établie hors de France, et que cette entreprise devait inviter son salarié à poursuivre son activité auprès d'une société en France avec laquelle elle entretient des liens juridiques, financiers ou commerciaux. En matière de *hedge funds*, il semble que la majorité des situations contractuelles naissent généralement d'un transfert et de la conclusion d'un nouveau contrat de travail avec une entité française totalement indépendante de l'entité étrangère²⁶⁹. Dès lors le mécanisme de l'impatrié fiscal n'avait pas, en général, vocation à s'appliquer.

170. L'article 31 du projet de *loi de modernisation de l'économie* ouvre désormais le dispositif au recrutement *direct* de salariés à l'étranger, et étend aux non-salariés sur agrément, pendant les cinq premières années de leur séjour en France. L'exonération des suppléments de rémunération liés à l'exercice de leur activité en France à raison de leurs premières années d'activité demeurerait inchangée, et celle des revenus perçus en contrepartie de l'exercice d'une activité professionnelle réalisée à l'étranger ne serait plus plafonnée. En revanche, le montant total des sommes exonérées serait limité à 50 % de la rémunération totale. Cet article « *vise tous les cadres de la banque et de la finance et, plus précisément, tous les (...) élèves formés aux mathématiques financières et partis travailler à la City, [et] tous ceux qui ont pour mission de créer des produits financiers de plus en plus sophistiqués* »²⁷⁰.

²⁶⁹ L'administration fiscale prend d'ailleurs le soin de préciser que ce dispositif « *ne saurait bénéficier à une personne recrutée directement par une entreprise établie en France ou à un salarié venant exercer un emploi de sa propre initiative* » (instr. DGI, 21 mars 2005).

²⁷⁰ V. les propos de Mme la Sénatrice Bariza Khiari, discussion au Sénat du 3 juill. 2008.

171. De plus, le texte introduit, sur amendement du Sénat, une exonération d'impôt sur le revenu à raison de 50 % de certains revenus dits « passifs » (tels que les dividendes d'action) et des plus-values de cessions de titres mobiliers *de source étrangère*, si le paiement est assuré par une personne établie, ou la société dont les titres sont cédés est établi, dans une Etat ou territoire *ayant conclu avec la France une convention fiscale qui contient une clause d'assistance administrative en vue de lutter contre la fraude ou l'évasion fiscale*.

172. On relèvera enfin que les impatriés qui n'ont pas été fiscalement domiciliés en France au cours des cinq *dernières* années civiles ne seraient imposables à l'impôt de solidarité sur la fortune qu'à raison de leurs biens situés en France, jusqu'au 31 décembre de la cinquième année *suivante*.

173. **Crédit d'impôt recherche.** Le crédit d'impôt recherche est susceptible de bénéficier aux sociétés gestionnaires de *hedge funds* qui ont une activité de recherche en mathématiques financières²⁷¹. Certaines entreprises, dont certaines des sociétés gestionnaires de *hedge funds* interrogées, bénéficient du crédit d'impôt recherche. Ce crédit d'impôt recherche, prévu aux articles 199 ter B et 244 quater B du CGI, est imputé sur l'impôt à payer ou remboursé. Ainsi, les dépenses de personnel afférentes aux chercheurs et techniciens de recherche²⁷² sont prises en compte dans l'assiette du crédit d'impôt recherche. Les sociétés gestionnaires de *hedge funds* ont une activité de recherche en mathématiques financières importante. Elles sont donc susceptibles de bénéficier du crédit d'impôt recherche, lequel a récemment été simplifié et aménagé, notamment en favorisant la prise en compte des dépenses concernant les « jeunes docteurs »²⁷³.

2. TVA

174. On rappellera pour mémoire que toute opération de bourse ayant pour objet l'achat ou la vente, au comptant ou à terme, de valeurs de toute nature était soumise au droit de timbre plafonné à 610 €. Cet impôt était dû pour toute opération d'intermédiation. Les gérants de *hedge funds* étaient donc assujettis à

²⁷¹ En matière de recherche, les *hedge funds* ne sont pas tous actifs : ceux qui comptent en leur sein des anciens traders intervenant sur les actions, n'utilisent pas des modèles mathématiques techniques ou utilisent des modèles anciens. En revanche, d'autres *hedge funds* sont composés d'actuaire et d'ingénieurs qui travaillent sur des modèles mathématiques qui restent secrets.

²⁷² Y compris « les salariés qui, sans posséder un diplôme, ont acquis cette qualification au sein de leur entreprise » : v. CE, 25 mai 2007, *Min. c/ Sté Dani Alu*, Dr. fisc. 2007, n° 49, p. 32.

cet impôt. L'administration avait d'ailleurs précisé que les opérations d'achat ou de vente sur une place étrangère faites pour le compte d'autrui, par un professionnel établi en France, sont également soumises à l'impôt²⁷⁴. Cet impôt a été toutefois supprimé à compter du 1^{er} janvier 2008 (art. 11 loi de finances pour 2008 du 18 déc. 2007).

175. En matière de fiscalité indirecte, c'est donc surtout la TVA qui est susceptible d'affecter les gérants de *hedge funds*. La note en Annexe 1²⁷⁵ résume la problématique, même si cette question demeure largement incidente dans l'esprit des gérants de fonds.

B. Fiscalité britannique

176. Contrairement au droit français où l'élément d'extranéité peut être absent, en droit anglais et du fait de l'absence de structure locale en l'état du droit positif, des questions de fiscalité internationale sont nécessairement sous-jacentes. Il est distingué ci-dessous la fiscalité directe de la TVA.

1. Fiscalité directe

a) Hedge funds offshore

177. Le hedge fund *offshore* est généralement exonéré d'impôt à l'étranger, et également au Royaume-Uni.

1) Exonération étrangère

178. Si le *hedge fund* est dûment autorisé (comme une « *exempt company* ») aux îles Caïman par exemple, aucune taxe caïmane n'est prélevée sur les « *trading profits* » du fonds pendant une certaine période. En contrepartie de cette exonération fiscale (limitée généralement à 15-20 ans), le *hedge fund* reverse à l'administration fiscale une redevance annuelle (« *annual fee* ») d'environ 1.000 USD.

2) Possible exonération britannique

179. Si les *hedge funds* étrangers (non britanniques) perçoivent des intérêts provenant du Royaume-Uni, une retenue à la source de 20 % maximum est susceptible de s'appliquer. Par exemple, si un fonds irlandais ou localisé aux

²⁷³ V. art. 69, L. fin. pour 2008.

²⁷⁴ D. adm. 7 N-122 n° 4, 1^{er} juill. 1991.

²⁷⁵ V. infra p. 91.

îles Caïman prête de l'argent à British Airways, et si British Airways verse des intérêts au fonds, une taxe de 20 % sera prélevée au Royaume-Uni²⁷⁶.

180. Ce taux d'imposition de 20% n'est pas réduit par les conventions fiscales destinées à lutter contre les doubles impositions, car les îles Caïman ne sont pas parties à de telles conventions et les *hedge funds* irlandais sont exclus du bénéfice de la convention signée entre le Royaume-Uni et l'Irlande.

181. Hormis cette éventuelle retenue à la source de 20% qui concerne la gestion du fonds et qui serait également applicable en France en cas de configuration similaire, les fonds *offshore* ne seront pas soumis à l'impôt britannique sur leurs bénéfices commerciaux (« *trading profits* ») à condition (i) qu'ils ne soient pas considérés comme « résidents du Royaume-Uni » ; (ii) qu'ils n'exercent pas d'activité commerciale au Royaume-Uni par l'intermédiaire d'un établissement stable ou d'une succursale ou d'une agence installés au Royaume-Uni.

182. (i) Les « *trading profits* » réalisés par un *hedge fund* étranger pourraient toutefois être imposés au Royaume-Uni si le fonds était traité fiscalement comme « résident du Royaume-Uni ». Tel serait le cas si le fonds étranger était « dirigé et contrôlé de manière centrale » au Royaume-Uni, c'est-à-dire si son plus haut niveau de direction et de contrôle se situait au Royaume-Uni (« *highest level of control and direction* »)²⁷⁷. La condition de « plus haut niveau de direction et de contrôle » dépend davantage des activités des administrateurs (*directors*) que des opérations quotidiennes ou du contrôle des actionnaires.

183. Autrement dit, pour s'assurer que le fonds *offshore* ne sera pas assujéti à l'impôt britannique, il faut, d'une part, que son conseil d'administration exerce réellement le contrôle du fonds, et, d'autre part, qu'il l'exerce à l'extérieur

²⁷⁶ Il faut noter qu'aucun prélèvement britannique n'est effectué sur les dividendes provenant du Royaume-Uni.

²⁷⁷ Cette condition résulte de la jurisprudence. V. par ex. *Court of Appeals, décision du 26 janv. 2006, Wodd v. Holden* : la Cour d'appel a confirmé la décision de la Haute Cour, en faveur du contribuable, confirmant que la société était gérée et contrôlée *offshore*. Les preuves retenues étaient les suivantes : les directeurs prenaient leurs décisions aux Pays-Bas, comme en témoignent les résolutions adoptées par le conseil d'administration et les documents signés aux Pays-Bas ; les administrateurs disposaient d'un tel niveau de compétence et de contrôle sur les activités de la société que leurs actions ne pouvaient être considérées comme étant dictées par une autre personne ; les administrateurs disposaient du droit et du pouvoir de refuser de prendre une décision.

du Royaume-Uni. Pour cela, l'administration fiscale se fonde principalement sur les critères suivants :

- la majorité des administrateurs doit être constituée de résidents *offshore* ;
- les administrateurs doivent être capables de démontrer qu'ils sont dotés de compétences suffisantes ;
- les réunions du conseil d'administration doivent avoir lieu en dehors du Royaume-Uni.

184. Les principales décisions doivent être discutées et adoptées lors de ces réunions du conseil d'administration, qui ne doivent d'ailleurs pas simplement servir à ratifier des décisions qui auraient déjà été prises au Royaume-Uni. Une documentation complète (comprenant notamment les procès-verbaux du conseil d'administration) doit être disponible pour fournir les éléments de preuve requis pour démontrer que les administrateurs *offshore* sont en mesure de prendre les décisions centrales²⁷⁸. L'administration fiscale britannique semble de plus en plus attachée à exercer un contrôle étroit sur le respect de ces critères et vérifie les informations dans le détail (par exemple les billets d'avion et les reçus) pour déterminer si les administrateurs étaient bien en dehors du Royaume-Uni lors des conseils d'administration.

185. (ii) Il existe une seconde situation : pour ne pas être imposés au Royaume-Uni, les fonds ne doivent pas exercer d'activité commerciale au Royaume-Uni par l'intermédiaire d'un établissement stable ou d'une succursale ou d'une agence installés au Royaume-Uni.

186. Les sociétés de gestion localisées au Royaume-Uni qui gèrent des fonds étrangers pourraient encore attirer les « *trading profits* » réalisés par les fonds dans le champ de la fiscalité britannique si ces sociétés, au titre de leurs activités, étaient traitées comme des mandataires (*agents*) exerçant habituellement leur activité au nom et pour le compte du fonds. Toutefois, la législation fiscale britannique prévoit, dans des circonstances déterminées, une exonération fiscale : l'*Investment Manager Exemption* (l'« *IME* ») qui permet aux sociétés de gestion localisées au Royaume-Uni de gérer des fonds étrangers sans pour autant placer

²⁷⁸ Sur l'ensemble de ces éléments : A. Stopford, *Hedge funds: responding to the tax challenges ahead*, J. Int'l Bank. & Fin. L., juill.-août 2007, p. 388.

les activités de ces fonds dans le champ de la fiscalité britannique²⁷⁹. Il est important de noter que l'IME est uniquement applicable si le fonds est regardé comme exerçant une activité commerciale (« *trading* ») pour l'application de l'impôt britannique. Généralement, les revenus des *hedge funds* sont qualifiés de « *trading income* »²⁸⁰. En outre, pour l'application de l'IME, les transactions doivent être des « opérations d'investissement » (*investment transactions*)²⁸¹. Les conditions pour bénéficier de l'IME ont été précisées dans une instruction fiscale (*Statement of practice 1/01*), révisée par l'administration fiscale britannique le 20 juillet 2007.

187. Pour bénéficier de l'IME, six conditions doivent être remplies. En particulier (et c'est l'une des conditions les plus importantes), la société de gestion doit agir au nom du fonds étranger de manière indépendante (« *independence test* »). Cette condition est remplie si, par exemple, les services rendus aux fonds n'excèdent pas 70% de l'activité de conseil en placement exercée par la société de gestion, ou si les services sont fournis à un fonds détenu largement de manière collective (« *widely held* » *collective fund*).

188. Une autre condition importante est le « *20% test* ». La société de gestion et les personnes qui lui sont liées ne doivent pas avoir le droit de percevoir plus de 20% du revenu imposable du fonds qui résulte des transactions effectuées

²⁷⁹ L'IME a été mis en place par la loi de finances pour 1995 (s. 127), modifiée par celle de 2003 (Schedule 26), dont le contenu a été réécrit par l'*Income Tax Act (ITA)* de 2007 (sections 818 à 828).

²⁸⁰ Ni la gestion active d'actions ou d'obligations, ni les transactions sur vente courte ne sont, en eux-mêmes, les indices d'une activité commerciale (*a trade*), plutôt que d'une activité d'investissement. Mais les indicateurs d'une activité commerciale doivent comprendre le nombre de transactions (l'aspect répétitif), la nature de l'actif, l'intention de réaliser un profit, l'intervalle entre l'achat et la vente et l'organisation de nature commerciale du contribuable. Les fonds de fonds ne devrait a priori pas être considérés comme commerciaux, mais HMRC a refusé de donner des directives précises sur ce point. Sur ces questions, P. J. Morga, O. W. Gutman, R. S. Wise, A. J. Middleton, *At Last: The Revised Investment Manager Exemption*, Newsstand, 6 sept. 2007 (www.klgates.com/newsstand).

²⁸¹ La principale préoccupation de l'industrie tournait autour de la définition de la notion d'« opérations d'investissement » : une particulière attention était prêtée à ce que l'administration fiscale britannique ne retienne pas une définition trop restrictive. L'AIMA (*Alternative Investment Management Association*) avait notamment proposé à l'administration fiscale d'élargir, le plus possible, le champ des « opérations d'investissement » et d'y inclure les classes d'actifs qui ne sont pas expressément exclues par la législation (par exemple, les crédits d'émission de carbone). La nouvelle déclaration de 2007 élargit le champ d'application de l'IME en élargissant la gamme des actifs et des activités qui peuvent désormais être considérés comme des opérations d'investissement (par ex., « *credit default swaps* » (CDS) ou encore les crédits d'émission de carbone).

par l'intermédiaire de la société de gestion. Le *New Guidance* de 2007²⁸² précise que les *management fees* (habituellement de 2%), de même que les « *performance fees* » (généralement d'environ 20%), ne sont pas pris en compte dans le calcul des 20%. Lorsque le seuil de 20% est dépassé, la société de gestion installée au Royaume-Uni sera assujettie à l'impôt seulement en proportion de son investissement dans le fonds. Mais l'administration fiscale britannique fait preuve de pragmatisme et de souplesse en lui laissant jusqu'à cinq ans pour satisfaire à cette condition.

b) Sociétés de gestion

189. Parce que les *managers* de *hedge funds* sont organisés sous forme de LLP, entité fiscalement transparente²⁸³, ils seront imposés personnellement sur leur revenu (les *management* et *performance fees* sont taxés de la même manière) au taux marginal de 40%²⁸⁴. De plus, ils paieront 1% de charges sociales salariales, soit un taux effectif de 41%. Ils ne structurent pas leur rémunération sous forme de *carried interests*²⁸⁵. Toutefois, un grand nombre de gérants étrangers (et notamment français) bénéficient du régime des « *non doms* » qui leur permet de défiscaliser une partie de leur revenu²⁸⁶. Selon l'AIMA, 77 % de ses membres ont plus de la moitié de résidents « *non doms* » parmi leurs employés, et que 11 % en ont les trois-quarts²⁸⁷ ! Toutefois, ce régime d'exonération est depuis le 6 avril 2008 soumis au paiement d'un impôt de 30.000 livres par an²⁸⁸, ce qui fait dire à un gérant français de *hedge funds* installé à Londres : « *Il y a beaucoup de gens qui partent au tour de moi. Pour ceux qui ont des salaires agréables, mais*

²⁸² Le nouvel SP de 2007 remplace le SP1/01 avec effet immédiat, sauf si les nouvelles dispositions impliquent que le fonds non-résident ou le gérant du fonds modifient certains arrangements contractuels pour se conformer aux termes du nouvel SP. Dans ce cas, le SP1/01 pourra s'appliquer jusqu'au 31 déc. 2009. V. *New investment manager exemption guidance*, Tax newsletter, Ashurst London, sept. 2007.

²⁸³ En pratique, une déclaration globale des résultats du *partnership* ou de la LLP doit être remplie et chacun des membres doit indiquer, dans sa déclaration personnelle, la quote-part des résultats qui lui revient (bénéfices et plus-values).

²⁸⁴ Plus précisément, s'appliquent les taux progressifs allant de 22 % à 40 %, Mais au regard du niveau des rémunérations des managers de *hedge funds* généralement atteint, nous présumerons que le taux marginal de 40 % est atteint.

²⁸⁵ A la différence des *private equity managers*.

²⁸⁶ V. infra § 196.

²⁸⁷ *Downing Street s'attire les foudres des gérants anglais*, journal La Tribune, 29 avr. 2008.

²⁸⁸ V. infra § 196.

pas extraordinaires, autour de 200.000, 400.000 voire 1 million de livres sterling par an, les 30.000 livres d'impôts ne sont pas négligeables »²⁸⁹.

190. Il est enfin important d'établir un taux de rémunération approprié pour services fournis par le manager *onshore* au fonds situé dans un « paradis fiscal », pour des questions de prix de transfert (*transfer pricing*) et pour la condition de « *customary remuneration* » liée à l'IME²⁹⁰.

191. Quant aux sociétés de gestion constituées sous forme de sociétés, elles sont assujetties à la *Corporation tax* au taux de 28% à compter d'avril 2008 sur les *management* et *performance fees* perçus.

c) Investisseurs

192. Les investisseurs sont soumis à un régime fiscal différent selon qu'ils sont des personnes physiques ou morales.

1) *Personne physique*

193. Au préalable, il convient de rappeler la distinction spécifique au droit fiscal anglais entre *résidence fiscale* et *domicile fiscal*, ainsi que l'exonération fiscale qu'elle contient. La résidence fiscale est le lieu où un contribuable vit actuellement : un contribuable est résident fiscal britannique s'il est physiquement présent au Royaume-Uni depuis au moins 183 jours. Le domicile fiscal en revanche est le lieu considéré par le contribuable comme sa « *home* », c'est-à-dire l'endroit où il a l'intention de prendre sa retraite, où il dispose d'un caveau, bref, souvent le lieu de naissance de ses parents²⁹¹. Ainsi, un contribuable peut *résider* au Royaume-Uni sans y être *domicilié*, s'il déclare son intention de ne pas s'y établir définitivement.

194. L'exonération fiscale consiste pour ces contribuables non domiciliés, à ne se voir imposés en Grande-Bretagne que sur leurs revenus *de*

²⁸⁹ Id.

²⁹⁰ Anne Stropford, *Hedge funds: responding to the tax challenges ahead*, Butterworths J. Int'l Bank. & Fin. L., juill.-août 2007, p. 388 ; publié également dans *The Tax Journal*, n° 878, 26 mars 2007, p. 21.

²⁹¹ En effet, le statut de domicilié est déterminé en fonction de la législation générale plutôt que de la législation fiscale et se distingue du statut de résidence fiscale ; Il n'existe pas de définition légale unique de cette notion de domicile permanent et l'interprétation de cette notion est susceptible de varier selon les cas. Un investisseur individuel français résident au Royaume-Uni, mais ayant la nationalité française, conservant son compte bancaire en France, ayant une résidence en France, pourrait encore être considéré comme domicilié en France, tout en étant résident au Royaume-Uni. V. *Dossiers Internationaux Francis Lefebvre*, Royaume-Uni, avr. 2003, n° 1450 s.

source britannique ou rapatriés sur le sol britannique (règle de la « *remittance basis* »)²⁹², les revenus et plus-values réalisés à l'étranger et non rapatriés étant exonérés²⁹³. Les résidents et domiciliés fiscaux britanniques sont, quant à eux, assujettis à l'impôt sur l'intégralité de leurs revenus, de source anglaise ou étrangère.

195. Compte tenu de ce qui précède, un investisseur anglais qui est à la fois résident et domicilié (au sens fiscal) au Royaume-Uni y sera taxé sur les plus-values réalisés lors de la revente de parts de fonds *offshore* au taux de 18 %²⁹⁴. Toutefois, la plupart des fonds *offshore* seront qualifiés de *non-distributing* au sens de la législation fiscale britannique, c'est-à-dire qu'ils répondent à certains critères et notamment distribuent moins de 85 % de leurs revenus, hors plus-values, aux investisseurs²⁹⁵. Dans ce cas, l'investisseur anglais réalisera un *offshore income gain* taxé en revenu et non en plus-value, au taux de 40 %.

196. En revanche, l'investisseur étranger seulement résident au Royaume-Uni et qui a déclaré ne s'y installer qu'à titre provisoire sera considéré, au regard de la fiscalité britannique, comme non domicilié (ou *non-dom* »). Les revenus et gains étrangers, comme ceux provenant par exemple de la cession de parts de *hedge funds offshore*, ne sont pas imposables au Royaume-Uni sauf s'ils sont transférés (*remitted*), c'est-à-dire rapatriés au Royaume-Uni. L'exonération profite également par exemple à un gérant français résident fiscal britannique mais ayant conservé son domicile en France, et se faisant verser son bonus ou une partie de ses revenus sur les comptes *offshore*, à Jersey ou Guernesey. Jusqu'à la

²⁹² « *To remit* » se traduit par « remettre » ou « envoyer (de l'argent) par la poste ».

²⁹³ Cette disposition, initiée historiquement pour inciter le retour des Anglais des colonies en leur permettant de ne pas être imposés sur leurs revenus acquis à l'étranger, a depuis de nombreuses années largement favorisé l'installation temporaire d'un certain nombre de grandes fortunes à Londres et participé à l'essor de la City.

²⁹⁴ Les investisseurs individuels résidents et domiciliés au Royaume-Uni étaient avant le 6 avril 2008 imposés à des taux progressifs de 10% à 40%.

²⁹⁵ D'autres conditions doivent être remplies, en particulier que le fond détienne plus de 5 % de ses actifs dans des fonds *offshore* qui ne sont pas eux-mêmes *distributing funds*. Le *hedge fund* est alors admis au statut de *non-distributing*. Lorsque, au contraire, le fonds est *distributing* (ce qui est plus favorable pour les investisseurs britanniques), notamment lorsqu'il distribue plus de 85 % de ses revenus hors plus-values, il est alors référencé comme tel sur le site Internet de l'administration fiscale britannique (HMRC). En 2009, ce *distributing regime* sera remplacé par un régime de *reporting funds*, ce qui changera les seules modalités pratiques alors que l'idée générale demeurera, à savoir que la vente de parts d'un *reporting fund* sera taxée en plus-value, et celle d'un *non-reporting fund* sera taxée en revenu.

dernière loi de finances britannique (*Finance Act 2008*), ces sommes échappaient à l'impôt au Royaume-Uni sans condition.

197. Toutefois, depuis le 6 avril 2008, les individus qui sont résidents fiscaux britanniques depuis plus de sept ans et qui se prévalent de la « *remittance basis* » devront soit (1) s'acquitter d'une taxe supplémentaire de 30.000 £ (environ 37.000 €) par an pour continuer à bénéficier de l'exonération des revenus et plus-values de source étrangère non rapatriés²⁹⁶, soit (2) être imposé sur son revenu mondial : dans cette dernière hypothèse, le contribuable sera alors taxé à un taux effectif de 41% sur l'ensemble de son revenu et gains mondiaux, qu'ils soient ou non transférés au Royaume-Uni²⁹⁷.

2) *Personne morale*

198. Au Royaume-Uni, l'investisseur personne morale est imposé (revenus et plus-values) au taux de 28% à compter du 1^{er} avril 2008²⁹⁸. Cependant, l'un des avantages présentés par les plus-values est que le contribuable peut tenir compte de l'inflation pour corriger la valeur initiale. Il est en outre intéressant de relever que les fonds de pension sont exonérés de l'impôt sur les plus-values²⁹⁹.

2. TVA

199. Au Royaume-Uni, la TVA est habituellement perçue au taux de 17,5%. Toutefois, les *management et performance fees* ne sont pas assujettis à la TVA britannique, de même que les services fournis par les fonds *offshore*. Contrairement à la France, aucune option à la TVA n'est possible à l'heure actuelle. Une directive en cours de discussion devrait donner aux sociétés de gestion la possibilité d'opter à la TVA pour leur permettre de déduire la TVA sur le prix de leurs propres acquisitions. Mais ces sociétés de gestion ne devraient pas

²⁹⁶ V. HMRC Residence & Domicile Review, 9 oct. 2007, disponible sur <http://www.hmrc.gov.uk/pbr2007/pbrn18.pdf>.

²⁹⁷ V. I. Chaperon, *Les grandes entreprises menacent Londres d'exode fiscal*, journal Les Echos, 7 mai 2008, p. 6 ; *Les riches étrangers menacent de quitter la Grande-Bretagne, si le Trésor poursuit ses projets pour taxer leurs biens en dehors du pays*, journal Les Echos 14 fév. 2008, p. 8 ; *Downing Street s'attire les foudres des gérants anglais*, journal La Tribune 29 avr. 2008.

²⁹⁸ Ce taux était de 30 % avant le 1^{er} avr. 2008. Notons que la plupart des fonds *offshore* seront qualifiés de *non-distributing* au sens de la législation fiscale britannique (v. supra note n° 295). Même si dans ce cas, l'investisseur anglais réalisera un *offshore income gain* taxé en revenu et non en plus-value, le taux d'imposition sera toujours de 28 %, identique à celui applicable aux *distributing funds* taxés en plus-value. Le calcul de l'*offshore income gain* résultera de la différence entre le *funds shares selling price* moins le *funds shares purchasing price*.

en pratique opter pour la TVA, afin de maintenir le prix de leurs services compétitifs auprès des investisseurs.

3. Bilan comparatif

200. En ce qui concerne la fiscalité des salaires des *gestionnaires* étrangers (et notamment français) ainsi que des *investisseurs* personnes physiques « non dom », le Royaume-Uni était dans une position très compétitive avec la règle de la *remittance basis* (aucune taxation de la plus-value au Royaume-Uni alors que la taxation en France est à 29 %). Mais l'écart avec la France tend à se réduire en raison du double mouvement constitué par le durcissement de la fiscalité britannique (impôt forfaitaire de 30.000 livres annuel), et l'assouplissement des règles françaises pour les salariés des gestionnaires (bouclier fiscal et régime fiscal dérogatoire dit des impatriés³⁰⁰). Ceci est sans compter avec les prélèvements sociaux (salarié et employeur) qui sont notablement plus élevés en France, mais qui offrent l'avantage d'une couverture sociale et d'une infrastructure attrayante.

201. S'agissant de la fiscalité des fonds *offshore*, on retiendra que le Royaume-Uni autorise peut-être davantage de certitude quant à l'éventuelle qualification d'établissement du *hedge fund* (*New Guidance* de 2007), alors qu'il n'existe en France pas de possibilité de recours au rescrit fiscal dans un contexte non conventionnel.

202. Contrairement à la partie II intitulée « Réglementation des *hedge funds* et de leurs gérants » du présent rapport³⁰¹, le Royaume-Uni dispose d'un avantage fiscal avec le régime des *non-doms*, qui tend néanmoins à se réduire. En revanche, les régimes des impatriés, du crédit d'impôt, et du bouclier fiscal, constituent un avantage compétitif de la place française.

²⁹⁹ En principe, les fonds de pension anglais sont des véhicules exonérés tant s'agissant de l'impôt sur le revenu que de l'impôt sur les plus-values.

³⁰⁰ V. supra § 168.

³⁰¹ V. supra pp. 19 s.

IV ELEMENTS DE CONCLUSION

203. De façon synoptique, on retiendra que la France dispose de véhicules spécialement dédiés à l'industrie alternative (fonds ARIA et contractuels) qui paraissent adaptés. Ces fonds sont cependant difficilement exportables s'ils visent à la fois une commercialisation en France et à l'étranger, notamment compte tenu de barrières d'ordre culturel (prospectus en français dès que le fonds est commercialisé en France, etc.) et d'ordre technique : ils n'autorisent en principe pas le système des *gates*. Ils ont alors du mal à contrebalancer « l'effet d'agglomération » lié à la taille respective des marchés et à la puissance de marché des investisseurs anglo-saxons (l'attrance de fournisseurs spécialisés conduit à l'accroissement du bassin d'emploi et des externalités informationnelles) lié à la place de Londres.

204. La construction d'une industrie forte des *hedge funds* en France pourrait passer par l'assouplissement des conditions de commercialisation des *hedge funds offshore*. Cela pourrait prendre la forme d'une harmonisation avec les règles relatives à la commercialisation des *produits structurés* qui, bien que pouvant refléter la performance d'un *hedge fund*, sont soumis à une réglementation bien plus légère sans faire face aux difficultés commerciales des *hedge funds*. L'idée d'une harmonisation minimale du cadre juridique, d'un *level playing field* en la matière, pourrait constituer un futur axe de recherche.

205. Le contrôle des gérants de fonds emprunte des voies largement communes : *agrément* en France contre *enregistrement* au Royaume-Uni, tous deux délivrés en environ trois mois. La véritable différence se situe sans doute dans la perception qu'ont les professionnels de la FSA, vue davantage comme un appui que comme un « gendarme de la bourse ». On pourrait cependant accélérer encore l'agrément de l'AMF pour certaines sociétés de gestions qui ne gèrent que des fonds pour investisseurs qualifiés, en prévoyant par exemple un dispositif en deux temps : une validation des structures et procédures par une entité compétente (par exemple une association professionnelle, les commissaires aux comptes n'étant pas *a priori* compétents sur le contrôle des risques) afin d'autoriser un démarrage quasi-immédiat, et une obligation de mise à niveau dans les trois mois par exemple, si l'AMF la juge utile.

206. S'agissant de la fiscalité, l'écart entre la fiscalité anglaise et française se réduit, avec un durcissement du régime fiscal anglais des *non-doms*, et l'existence de régimes français désormais attractifs (impatriés, crédit d'impôt recherche, bouclier fiscal). Mais l'incitation fiscale n'a de raison d'être que si une véritable industrie des *hedge funds* est développée en France.

207. La France peut donc encore s'améliorer, et peut-être profiter de la présidence française de l'Union européenne pour reconsidérer le cadre réglementaire de l'industrie des *hedge funds* en Europe³⁰².

208. La comparaison avec la Grande-Bretagne montre enfin que la philosophie ou plutôt la cible de la régulation est différente : en Grande-Bretagne la régulation distingue davantage selon les catégories d'investisseurs, en particulier en facilitant la commercialisation des fonds *offshore* auprès des investisseurs institutionnels. En France la régulation s'organiserait par type de produits. Il n'est pas exclu que l'approche britannique ait facilité le dynamisme de la place de Londres auprès des investisseurs institutionnels.

209. Une réflexion d'ensemble sur les catégories à partir desquelles s'organise la régulation française pourrait être menée en utilisant plusieurs types de scénario afin de voir quel cadre permettrait d'optimiser l'avantage que présente la souplesse statutaire française.

³⁰² Rappr. Matthias Lehmann, *Should Europe Care About Hedge Funds*, à paraître dans Rev. eur. dr. banc. fi., Euredia, 2008 ; projet de rapport du Parlement européen contenant des recommandations à la Commission sur les fonds alternatifs et les fonds de capital-investissement, 18 avr. 2008, n° 2007/2238(INI).

V ANNEXES

Annexe 1 : note sur le régime TVA de la gestion des hedge funds

Annexe 2 : liste des personnes interrogées

A Annexe 1 : note sur le régime TVA de la gestion des *hedge funds*

par Stéphane Henrion et Alain Charlet

1. Vous nous avez interrogés sur le traitement applicable en matière de TVA aux prestations de gestion de « *hedge funds* » rendues par une société de gestion établie en France.

2. En principe, le régime TVA applicable à une opération dépend de la qualification juridique de cette opération. Il importe donc pour déterminer le régime TVA applicable aux prestations de gestion d'un « *hedge fund* » de savoir ce que l'on entend par la notion de « *hedge fund* », étant entendu que les textes actuels restreignent le champ de l'exonération de la TVA aux prestations de services de gestion d' « *Organismes de Placement Collectif en Valeurs Mobilières* » (« *OPCVM* »).

I. Les « *hedge funds* » se distinguent des OPCVM

3. Il n'existe pas à l'heure actuelle de définition légale des « *hedge funds* » en droit français. D'un point de vue économique, les « *Hedge fund* » sont des véhicules de placement collectif qui ne sont généralement pas ouverts au public, mais seulement à des investisseurs privés suffisamment fortunés ou à des institutionnels, et dont l'objectif économique consiste à dégager une haute rentabilité. Pour ce faire, ces « *Hedge fund* » interviennent généralement sur des marchés à risque, le plus souvent des marchés émergents hautement spéculatifs, et ce, de manière massive. Ils assurent leur position en utilisant la méthode du « *Hedging* », qui est à l'origine de leur dénomination, et qui consiste à adopter des positions visant à se compenser en cas d'évolution du marché en sens contraire au sens voulu.

4. Il ressort donc de ce qui précède que les « *Hedge fund* » forment une catégorie particulière de véhicules de placement collectif qui se distingue de la catégorie plus générale des Organismes de Placement Collectif en Valeurs Mobilières (« *OPCVM* ») tels que définis à l'article L. 214-2. du Code Monétaire et Financier (« *CMF* ») et repris aux articles 411-1 et 411-2 du Règlement Général de l'Autorité des Marchés Financiers (« *AMF* ») qui ne visent que les organismes

de placement qui prennent la forme de Sociétés d'Investissement à Capital Variable (« SICAV ») ou de Fonds Communs de Placement (« FCP »).

5. Partant de là, il convient de s'interroger aux fins de savoir si la gestion de « *Hedge fund* » pourrait bénéficier du dispositif d'exonération de la TVA des prestations de services de gestion d'OPCVM.

II. L'état du droit : l'exonération des services de gestion rendus aux OPCVM

6. Les dispositions de l'article 261 C-1^o-f. du Code Général des Impôts (« CGI ») exonèrent de la TVA « *la gestion des organismes de placement collectif en valeurs mobilières et de fonds communs de créances* ».

7. Les « *Hedge fund* » qui ne sont pas des OPCVM au sens strict du terme ne sont donc pas visés par ce dispositif fiscal d'exonération de la TVA.

8. Les textes d'exonération de la TVA étant d'interprétation stricte, ainsi que la Cour de Justice des Communautés Européennes (« CJCE ») l'a constamment réaffirmé, la gestion des « *Hedge fund* » devrait donc s'analyser comme une prestation taxable de plein droit à la TVA.

9. En pratique, cela signifie donc que les services de gestion fournis par la société de gestion du « *Hedge fund* » au fonds devraient être soumis à TVA.³⁰³ Cette TVA ne sera pas récupérable par le fonds dans la mesure où il exerce une activité elle-même exonérée de TVA qui n'ouvre en principe pas droit à déduction. Cette TVA constituera donc une charge définitive pour le fonds qui va augmenter ses coûts à concurrence de 19,6 %.

10. Toutefois, il convient de nuancer cette position en tenant compte des évolutions de la jurisprudence de la CJCE en matière de gestion collective et des évolutions attendues si la « *Proposition de Directive du Conseil modifiant la Directive 2006/112/CE relative au système commun de taxe sur la valeur ajoutée en ce qui concerne le traitement des services d'assurance et des services financiers* » en date du 28 novembre 2007 venait à être adoptée en l'état.

³⁰³ Toutefois, il faut remarquer que les règles de territorialité peuvent conduire à ce qu'une prestation taxable soit facturée sans TVA lorsqu'elle est rendue à un preneur établi à l'étranger. Nous vous renvoyons sur ce point à l'exemple développé en conclusion.

III. L'évolution attendue : l'extension de cette exonération à la gestion de tous les fonds, sans discrimination

11. La jurisprudence communautaire a fait l'objet d'une évolution significative depuis 2006 qui tend à une exonération des prestations de gestion de fonds quelle que soit la nature du fonds en question.

12. Cette analyse pourrait être confirmée par le projet de directive sur le traitement TVA des services financiers et d'assurance qui exonérerait, sans distinction particulière, la gestion de l'ensemble des fonds de placement.

13. Dans cette hypothèse, il conviendrait de définir ce que recouvre la notion de gestion collective exonérée.

A. Une évolution qui ressort de la jurisprudence communautaire

14. La CJCE avait indiqué dans sa décision *Abbey National II* en date du 4 mai 2006 (CJCE, aff. C-169/04, 4 mai 2006, *Abbey National*) que la gestion de fonds devait être exonérée nonobstant la nature de la forme juridique du fonds (SICAV ou FCP notamment).

15. La Cour a précisé sa position l'été dernier dans un arrêt *JP Morgan Fleming* en date du 28 juin 2007 (CJCE, aff. C-363/05, 28 juin 2007, *JP Morgan Fleming*) en indiquant que, si la définition de la notion de FCP reste de la compétence des Etats membres, cette compétence doit s'exercer dans la stricte limite du principe communautaire de neutralité fiscale qui impose aux Etats membres de traiter de la même manière les fonds qui sont semblables et se trouvent donc dans un rapport de concurrence identique.

16. La Cour en a déduit que des fonds fermés (à capital fixe) ou ouverts (à capital variable) doivent ainsi être traités d'un point de vue TVA de la même manière dès lors que ces fonds ouverts ou fermés sont des organismes de placement collectif qui permettent le placement de titres et sont en concurrence.

17. Il n'y aurait donc pas de raison de traiter différemment, d'un point de vue TVA, les « *Hedge fund* » des autres FCP dans la mesure où les « *Hedge fund* » comme les autres FCP sont des organismes de placement collectif qui permettent le placement de titres.

18. Certes, il pourrait être rétorqué que les « *Hedge fund* » sont différents des autres FCP en ce que leur accès est, en pratique, limité à des portefeuilles importants ou à des institutionnels mais ce n'est pas la position qui semble être retenue par la « *Proposition de Directive du Conseil modifiant la Directive 2006/112/CE relative au système commun de taxe sur la valeur ajoutée en ce qui concerne le traitement des services d'assurance et des services financiers* » en date du 28 novembre 2007.

B. Une évolution qui devrait être confirmée par la proposition de Directive sur le traitement TVA des services financiers et d'assurance

19. La proposition de Directive sur les services financiers et d'assurance prévoit que l'article 135 1. de la Directive TVA actuelle 2006/112/CE soit modifié de sorte que soit exonérée « la gestion de fonds de placement » et non plus seulement la « gestion de fonds commun de placement tels qu'ils sont définis par les Etats membres ».

20. Un article 135 bis serait inséré à la suite de l'article 135 et définirait en son point 10 les « *fonds de placement* » comme « *les organismes de placement collectif investissant dans les instruments financiers exonérés visés à l'article 135, paragraphe 1, points a) à e), ainsi que dans les valeurs immobilières* » et en son point 11 la « *gestion de fonds de placement* » comme « *les activités destinées à la réalisation des objectifs d'investissement des fonds de placement concernés* ».

21. Ainsi, il en ressort que la proposition de Directive ne renverrait plus, d'une part, à la législation de chaque Etat membre quant à la définition du fonds concerné par la disposition d'exonération et inclurait, d'autre part, dans le champ de l'exonération l'ensemble des fonds effectuant des opérations financières exonérées sans distinction quant à la nature du fonds proprement dite.

22. La proposition de Directive inclurait donc les « *Hedge fund* » à la liste des fonds concernés.

23. En conséquence, les services de gestion rendus par les sociétés de gestion de ces « *Hedge fund* » seraient exonérés. Encore faut-il savoir ce que l'on entend précisément par « gestion » : cette notion a été définie par la CJCE et devrait être précisée par la Proposition de Règlement sur le traitement TVA des services financiers et d'assurance.

C. Que recouvre le terme « *gestion* » ?

24. La gestion collective exonérée s'entend, selon la CJCE, de l'ensemble des services qui « forment un ensemble distinct, apprécié de façon globale, et sont spécifiques et essentiels pour la gestion du fonds » (CJCE, aff. C-169/04, 4 mai 2006, Abbey National).

25. Elle englobe, en pratique, les services de gestion financière des actifs (politique d'investissement du fonds, orientation des placements, décision d'achat ou de ventes de titres, etc.), de gestion administrative et comptable, voire la gestion juridique et réglementaire (enregistrement comptable des opérations, suivi de la valorisation du portefeuille, détermination de la valeur liquidative, établissement de rapports trimestriels ou semestriels, etc.).³⁰⁴ Sont exclus, en revanche, les services de contrôle et de surveillance rendus par les dépositaires du fonds. La Cour s'est en réalité basée sur la définition donnée de la gestion par l'Annexe II de la Directive 85/611/CEE du 20 décembre 1985 portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM) qui ne retient pas les services de contrôle et de surveillance.

26. La « Proposition de Règlement du Conseil portant modalités d'application de la Directive 2006/112/CE relative au système commun de taxe sur la valeur ajoutée en ce qui concerne le traitement des services d'assurances et des services financiers » en date du 28 novembre 2007 devrait, si elle est adoptée, indiquer très précisément ce que recouvre de la notion de gestion de fonds de placement.³⁰⁵

³⁰⁴ La Cour avait déjà décidé suite aux affaires SDC, CSC et BBL (CJCE, aff. C2/95, 5 juin 1997, SDC ; CJCE, aff. C-235/00, 13 décembre 2001, CSC et CJCE, aff. 8/03, 21 octobre 2004, BBL) que devaient être incluses dans le champ de l'exonération les prestations qui présentent un caractère spécifique et essentiel pour les prestations exonérées. Le Conseil d'Etat avait, sur la base de ces principes, jugé que des prestations indissociables de la gestion de fonds étaient exonérées alors même qu'elles étaient exercées par une personne distincte de la société de gestion en titre (CE, n°224406 ; 6 avril 2001, Sogefonds).

L'administration française qui avait intégré dans son instruction 3 L-3-05 en date du 5 août 2005 le critère de la « *gestion indissociable* » et avait réservé son appréciation définitive au résultat de l'affaire Abbey National II (Compte-rendu du colloque du 27 septembre 2005 diffusé par les associations professionnelles) n'a toujours pas produit de nouveaux commentaires.

Voir aussi sur ce point l'article « *TVA et gestion collective* » co-écrit par Nathalie Martin-Queulin et Alain Charlet, publié dans la revue « *Funds* » du mois de juin 2006.

³⁰⁵ La « Proposition de Règlement du Conseil portant modalités d'application de la Directive 2006/112/CE relative au système commun de taxe sur la valeur ajoutée en ce qui concerne le traitement des services d'assurances et des services financiers » en date du 28 novembre 2007 devrait, si elle est adoptée, préciser en son article 12 que :

27. En résumé, il serait donc possible de défendre sur la base de ce qui précède que les services de gestion rendus par les sociétés de gestion de ces « *Hedge fund* » sont exonérés. Quelles pourraient être les conséquences de cette évolution ?

IV. Les conséquences de cette évolution

28. L'exonération de TVA ne doit pas seulement s'analyser comme une non-taxation. Elle emporte de vraies conséquences économiques et fiscales.

29. En effet, la TVA est un impôt qui, tel Janus, présente un double visage : TVA collectée et TVA déductible et il convient d'apprécier ces deux facettes pour déterminer le coût réel de la taxe sur une opération.

« 1. La définition de «gestion des fonds de placement» établie à l'article 135 bis, point 11, de la directive 2006/112/CE couvre au moins les éléments suivants :

- a) la gestion stratégique et tactique d'actifs ainsi que l'allocation d'actifs, y compris la gestion des devises et des risques;
- b) la gestion opérationnelle d'actifs, y compris la sélection des titres, la prise et l'exécution des décisions, les décisions d'achat et de vente des investissements, la compensation des transactions, la liaison avec les courtiers avant négociation, l'administration et le contrôle des transactions ainsi que la liaison avec les courtiers et le dépositaire après négociation;
- c) la constitution de garanties, y compris la gestion de portefeuilles de couverture;
- d) la gestion d'actions ou de parts, y compris en ce qui concerne la distribution et la relation fiduciaire;
- e) l'organisation et le traitement de prêts de titres et d'obligations;
- f) le traitement, y compris automatisé, des ordres des fonds;
- g) les analyses de marchés et d'entreprises;
- h) la mesure de la performance, y compris la fourniture de rapports sur la performance des investissements et l'analyse d'attribution des rendements;
- i) la fourniture d'évaluations, l'établissement de demandes de remboursements d'impôts, la fourniture d'informations de gestion et le calcul de la valeur d'inventaire nette;
- j) la garde, la conservation et la surveillance de titres;
- k) la surveillance du fonds par le dépositaire;
- l) le versement des revenus aux clients et le vote par procuration.

2. La définition de «gestion des fonds de placement» établie à l'article 135 bis, point 11, de la directive 2006/112/CE ne couvre pas les éléments suivants:

- a) l'audit externe du fonds, la commercialisation et la gestion des frais généraux du fonds;
- b) la conception de systèmes concernant, par exemple, la planification et la mise en oeuvre de nouvelles technologies, ainsi que l'amélioration et la maintenance des systèmes existants;
- c) les services de conformité. ».

30. Ainsi une opération exonérée emporte un coût induit de TVA lié à l'impossibilité de la récupération de la taxe d'amont. A l'inverse une opération taxable ouvre droit à récupération de la taxe supportée pour la réalisation de l'opération. Il convient en outre d'ajouter à cette équation le coût éventuel de la Taxe sur les Salaires (« TS »), qui est une particularité fiscale de quelques pays dont la France.

31. Or le droit fiscal français présente cette particularité – qui pourrait être prochainement généralisée à l'ensemble des Etats Membres de l'Union Européenne – qu'il permet d'opter pour la taxation à la TVA de certains services exonérés, au nombre desquels figure la gestion de fonds.

32. Il est ainsi nécessaire de procéder à un savant calcul pour déterminer le coût net d'une opération.

A. L'exonération est porteuse d'un coût fiscal induit

33. Une société de gestion de « *Hedge fund* » qui rendrait des prestations de gestion exonérées aurait en principe – sauf à réaliser d'autres opérations taxables – un coefficient de déduction de TVA nul et ne pourrait donc pas récupérer la taxe ayant grevé ses achats de biens ou services.³⁰⁶

34. Il en ressort que cette TVA ayant grevé ses achats de biens ou services constituerait pour elle une charge définitive.

³⁰⁶ Il convient de remarquer toutefois que des dispositions particulières du CGI accordent un traitement fiscal plus favorable aux services fournis à des preneurs établis en dehors de l'Union Européenne en précisant que ces services ouvrent droit à déduction (c'est-à-dire ouvrent droit à récupération de la taxe d'amont sur les achats de biens ou services supportés pour rendre ces services, et améliorent de ce fait le calcul du coefficient de déduction de la société de gestion) alors même qu'ils restent qualifiés de services exonérés de TVA.

Ainsi, l'article 271 V. b. du CGI transposant les dispositions de l'article 169 c) de la Directive TVA 2006/112/CE dispose que « *Ouvrent droit à déduction dans les mêmes conditions que s'ils étaient soumis à la taxe sur la valeur ajoutée : ...les services bancaires et financiers exonérés en application des dispositions des a à e du 1° de l'article 261 C lorsqu'ils sont rendus à des personnes domiciliées ou établies en dehors de la Communauté européenne ou se rapportent à des exportations de biens* ».

Si l'article du 271 V. b. du CGI et l'article 169 c) de la Directive TVA 2006/112/CE ne visent pas les services de gestion de fonds visés au f du 1° de l'article 261 C du CGI, la Direction de la Législation Fiscale (« DLF ») française a reconnu oralement au cours d'un colloque s'étant tenu le 27 septembre 2005 qu'il y aurait du sens à étendre le champ de cette disposition à des services de gestion rendus par une société de gestion établie en France à des preneurs non établis dans l'Union Européenne.

Il convient toutefois de prendre ces propos avec la plus grande prudence et réserve dès lors que le texte du CGI opère une transcription exacte de la Directive TVA, directive qui n'inclut pas les services de gestion de fonds rendus à des preneurs établis en dehors de l'Union Européenne dans le champ des opérations ouvrant droit à déduction.

35. En outre, cette société de gestion de « *Hedge fund* » devrait acquitter la TS, en application de l'article 231 1. du CGI, dès lors qu'elle ne serait pas assujettie à la TVA sur 90% au moins de son chiffre d'affaires.

36. La TS est une taxe assise sur l'assiette des cotisations de sécurité sociale des salaires versés et calculée par application de taux progressifs fonction du niveau de rémunération des salariés, sachant que, pour la tranche supérieure relative à la rémunération annuelle qui excède 14 481 € (tranche applicable pour le calcul de la taxe due à raison des rémunérations versées en 2008), le taux applicable est de 13,60%.

37. En pratique, l'impact de la TS est donc significatif pour les entreprises qui emploient du personnel hautement qualifié et à niveau de rémunération élevé, telles que les entreprises du secteur bancaire et financier et plus particulièrement les sociétés de gestion de fonds.

B. Les moyens de lutter contre ce coût induit : la possibilité d'opter pour la taxation des prestations exonérées

38. L'exonération des services de gestion rendus aux fonds a ceci de spécifique en France qu'il est possible d'opter volontairement pour le paiement de la TVA sur ces services en application de l'article 260 B du CGI. En effet, l'article 260 B du CGI ouvre, par principe, cette possibilité d'option à la TVA à l'ensemble des services bancaires et financiers à l'exception d'une liste de services définie par l'article 260 C du CGI (au nombre desquels ne figure pas la gestion de fonds).

39. Cette possibilité d'opter pourrait être prochainement généralisée, à compter du 1^{er} janvier 2012, dans l'ensemble des Etats Membres de l'Union Européenne si la « *Proposition de Directive du Conseil modifiant la Directive 2006/112/CE relative au système commun de taxe sur la valeur ajoutée en ce qui concerne le traitement des services d'assurance et des services financiers* » en date du 28 novembre 2007 est adoptée, dans la mesure où ce projet propose d'ajouter un article 137 bis à la Directive TVA actuelle 2006/112/CE qui disposerait que : « *A compter du 1^{er} janvier 2012, les Etats Membres accordent aux assujettis le droit d'opter pour la taxation des services visés à l'article 135, paragraphe 1, points a) à g) [autrement dit, pour l'ensemble des services bancaires et financiers couverts par les dispositions d'exonération]*».

40. La décision d'opter ou de ne pas opter dépendra d'un arbitrage délicat, au cas par cas, entre :

- le coût fiscal que représente pour la société de gestion le choix de ne pas opter (TVA d'amont non déductible et TS) – qui est indirectement refacturé par celle-ci dans le prix de ses services, et ;
- l'impact que l'application de la TVA peut avoir sur les clients de la société de gestion (qui ne peuvent en principe pas déduire la TVA), au cas où celle-ci exerce l'option pour la TVA, tant du point de vue commercial que fiscal, dans la mesure où la charge de TVA non-déductible que supportent les fonds réduit d'autant leur performance³⁰⁷.

V. Conclusion

41. En résumé, il ressort de ce qui précède que, d'une part, les enjeux en TVA, et plus largement en fiscalité indirecte, sont essentiels en matière bancaire et financière, et plus particulièrement en matière de gestion de fonds, dans la mesure où, potentiellement, ils peuvent représenter un accroissement du coût des prestations rendues à hauteur de 19,6 %, mais que, d'autre part, l'évaluation du coût de cette imposition pour les clients de la société de gestion doit résulter d'une analyse mathématique dès lors que le paiement de la TVA sur les prestations rendues entraîne aussi pour la société de gestion un certain nombre d'avantages objectifs liés à la récupération de la TVA d'amont et à une exemption totale ou partielle de TS qui diminue d'autant le prix de revient de ses prestations.

42. Néanmoins, du point de vue de la « *psychologie fiscale* »³⁰⁸, il convient de relever que la TVA peut éventuellement avoir un effet négatif dès lors que le preneur de la prestation peut avoir le sentiment – à tort peut-être – que le prix de la prestation qui lui est rendue est majoré d'un élément supplémentaire – le montant de la TVA – sans considérer pour autant qu'une prestation exonérée de TVA est en réalité majorée du coût de la TVA d'amont non déductible et du coût de la TS.

³⁰⁷ Il semble que certains pays admettent que les services de gestion de fonds soient facturés aux investisseurs plutôt qu'aux fonds directement. Dans un tel cas, la TVA facturée par la société de gestion serait déductible soit totalement soit pour partie en fonction du coefficient de déduction de la TVA dont bénéficient ces investisseurs.

43. Ainsi, dans la perspective d'une réflexion sur l'éventuelle meilleure attractivité du Royaume-Uni par rapport à la France, il convient de relever – par exemple – que des investisseurs, placés dans la même situation c'est-à-dire clients de fonds établis dans leur pays d'origine, pourraient avoir, du fait de la visibilité du coût de la TVA en France (dans l'hypothèse où la société de gestion aurait opté à la TVA), le sentiment d'avoir un retour sur investissement grevé d'une charge supplémentaire.

44. Toutefois, il convient de relever que – sous réserve des conditions légales et réglementaires de gestion transfrontière de fonds – sur le plan strict de la TVA, une société de gestion de fonds établie en France qui aurait opté pour la TVA se retrouverait le cas échéant avantagée par rapport à une société établie au Royaume-Uni à l'égard de clients établis au Royaume-Uni. Ses services ne seraient grevés ni de TVA française (la prestation de gestion serait taxable, en raison de l'application des règles de territorialité, au lieu du preneur du service, c'est-à-dire au Royaume-Uni – article 259 B du CGI) ni de TVA britannique (en raison de l'exonération locale), mais elle bénéficierait encore du droit à déduction de la TVA, que n'aurait pas la société britannique dans le cas inverse, et ne serait pas soumise à la TS. Le prix des services de la société française ne serait donc grevé ni de la TVA non déductible rémanente ni de la TS.

45. Ceci n'est bien évidemment qu'un élément et un aspect parmi d'autres qui justifient de l'attractivité d'un pays par rapport à un autre. Des facteurs autres que fiscaux et de nature stratégique liés à l'attractivité économique d'une place financière par rapport à une autre, ou à la plus grande expertise ou expérience de son personnel, entrent bien entendu en ligne de compte.

³⁰⁸ Expression que nous empruntons à Jean Dubergé, professeur à la Faculté des lettres et sciences humaines de Montpellier et auteur notamment de « *Les Français et l'impôt. Essai de psychologie Fiscale* », LGDJ, 1990.

B Annexe 2 : liste des personnes interrogées³⁰⁹

1. Pouvoirs publics

- Béatrice Brethomé, *Inspectrice principale*, Direction de la législation fiscale, bureau C2 (fiscalité du patrimoine), Paris
- Guillaume Eliet, *Conseiller Juridique*, Service des Prestataires et des Produits d'Epargne, AMF
- Cameron Fogarty, *Tax Seconded*, AIMA, Londres
- Laurent Grillet-Aubert, *Economiste*, Département Etudes, Direction de la Régulation et des Affaires Internationales, AMF
- Eddie Kamoun, *Directeur divisionnaire*, Direction de la législation fiscale, bureau C2 (fiscalité du patrimoine), Paris
- Pauline Leclerc-Glorieux, *Chef de Service des Prestataires et Produits d'Epargne*, AMF
- Bertrand du Marais, *Conseiller d'Etat, et professeur associé de droit* à l'Université Paris X Nanterre
- Neil Oliver, Ernst & Young, et *Président du Comité Fiscal de l'AIMA*, Londres
- Arnaud Oseredczuk, *Responsable du Département Régulation de la Gestion d'Actifs*, Direction de la Régulation et des Affaires Internationales, AMF
- Fabrice Pansard, *Responsable du département des Etudes*, Direction de la Régulation et des Affaires Internationales, AMF
- Hubert Reynier, *Secrétaire Général Adjoint*, Direction de la Régulation et des Affaires Internationales, AMF
- Mary Richardson, *Regulatory and Tax Director*, AIMA, Londres
- Bruce Robson, *Manager, Asset Management Sector*, Financial Services Authority, Londres
- Stéphanie Tesson, *Inspectrice des impôts*, Direction de la législation fiscale, bureau C2 (fiscalité du patrimoine), Paris

2. Opérateurs

- Frank Ackerer, Ackdon Investment Management SAS, Paris

³⁰⁹ Les titres et fonctions des personnes auditionnées sont ceux utilisées à la date de leur audition.

- Denis Beaudoin, *Président du directoire*, Finaltis, Paris
- Olivier Claudon, Ackdon Investment Management SAS, Paris
- Olivier Dyer, Agata Capital, Paris
- K. Hovan, *Président et Chief Investment Officer*, HCM Hovan Capital Management LLC, Belvedere, Californie, Etats-Unis
- Charles du Marais, *Président-directeur général*, Aramis Capital SA, Neuchâtel, Suisse
- Alain Reinhold, *Directeur exécutif*, ADI (Alternative Investments), Paris

3. Conseils

- Alain Charlet, *avocat*, Landwell & Associés, Paris
- Nicolas Deldime, PricewaterhouseCoopers, Luxembourg
- Stéphane Henrion, *avocat*, Landwell & Associés, Paris
- Marie-Alix Michel Denain, *avocat, Solicitor of the Supreme Court of England and Wales*, Paris
- Edouard Milhac, *avocat associé*, Fiscalité internationale, CMS Bureau Francis Lefebvre, Paris
- Jean-luc Pierre, *avocat associé*, Landwell & Associés, professeur associé à la Faculté de droit de l'Université Jean-Moulin (Lyon III), conseiller scientifique du Juris-Classeur Procédures fiscales
- Christophe Saint-Mard, PricewaterhouseCoopers, Luxembourg
- Jérôme Sutour, *avocat*, Responsable « Financial Services », CMS Bureau Francis Lefebvre, Paris
- Paul Valente, *Tax Seconded*, KPMG Londres

Localisation urbaine et européenne des *hedge funds*

(Londres, Paris, Genève)¹

La dynamique des liens faibles

Yamina TADJEDDINE

(EconomiX, Université Paris – Ouest – Nanterre – La Défense et CNRS)

Résumé

Quand la recherche a débuté, en 2007, l'objectif implicite de ce travail était de comprendre l'origine du retard de la France vis-à-vis de Londres dans le développement de la gestion alternative européenne. Londres avait en effet acquis une place hégémonique dans la gestion alternative, que ce soit à l'échelle européenne et mondiale. Les *hedge funds* européens privilégiaient l'implantation dans les capitales historiques de la finance (Londres, Suisse, Paris), dans des quartiers huppés du centre ville tandis que les groupes fuyaient les centres-villes pour la périphérie. Cette situation pour le moins paradoxale dans un contexte de bulle immobilière s'explique selon nous par les particularismes des *hedge funds* et leur statut hybride de *start-up*. Cette étude propose d'interroger la dynamique de localisation d'une organisation financière innovante – les *hedge funds* – à l'aune de la théorie socio-économique. La localisation relèverait d'une démarche rationnelle de quête de clients et d'employés pour une organisation dépourvue de réputation et refusant de communiquer publiquement. Leur concentration à l'échelle régionale et urbaine répondrait à cette recherche de liens faibles, mise en lumière par M. Granovetter (1973). La crise n'a de fait qu'accélééré une tendance endogène de rationalisation d'un secteur devenu mature ; les ressorts traditionnels des institutions financières devraient de nouveau opérer, avec l'opposition classique du modèle intégré européen et du modèle anglo-saxon d'architecture ouverte. De telles dynamiques organisationnelles et géographiques ont déjà été appréhendées et analysées (Dalla Pria et Vicente J. 2006). Dès lors, les craintes de la faible implantation des *hedge funds* sur le territoire français pourraient disparaître, les groupes français étant en mesure de capturer en interne les savoirs développés par l'activité de gestion alternative, que les équipes soient physiquement localisées à Paris ou à Londres.

¹ Nous tenons à saluer l'aide essentielle d'A. Bervas (Banque de France), de L. Grillet-Aubert (AMF) et de M. Moullart (EconomiX) pour l'obtention des données ainsi que les remarques précieuses de P. Leclerc-Glorieux, F. Pansard, B. Sejourne et H. Reynier. Les questions et critiques faites lors des deux journées d'étude « Les places financières comme pôles de compétitivité », les 21 novembre 2007 (PSE) et 30 janvier 2008 (Nanterre) organisées par P.-C. Hautcoeur, P. Baubeau, A. Riva et M. Lescure furent très utiles et nous remercions les participants, et particulièrement O. Godechot rapporteur à l'une des journées pour sa lecture fine et pertinente. Enfin, M. Boutillier et Ph. Frouté ont grandement contribué à finaliser ce document.

Avec le développement de la nouvelle économie géographique, les questions liées à la localisation des activités économiques connaissent un vif regain d'intérêt. Cette réflexion procède la plupart du temps d'une vision mondiale à l'ère de la globalisation, la question étant de savoir si, dans un monde décloisonné, les logiques nationales auraient encore une pertinence. Les articles qui s'inscrivent dans ce courant de pensée ont essentiellement abordé les activités de production de biens au regard des débats sur la délocalisation des centres industriels. La perspective des services, et particulièrement des services financiers, est plus récente, ces secteurs ayant longtemps été considérés comme protégés de la concurrence mondiale par la nature relationnelle de leur activité. La mutation financière (cf. Capelle-Blancard et Tadjeddine, 2007) a modifié la donne en segmentant les activités et en permettant ainsi une délocalisation au niveau local, régional et mondial et une « désintégration » des groupes financiers par la filialisation ou l'externalisation de certains centres de production.

Quand cette recherche a débuté en 2007, son objectif implicite était de comprendre l'origine du retard de la France vis-à-vis de Londres dans le développement de la gestion alternative. De nombreux rapports français abordaient cette même question (rapport du CAE, numéro spécial de la Revue d'économie financière, rapport Attali, Trésor,...). Londres a en effet acquis une place hégémonique dans la gestion alternative, que ce soit à l'échelle européenne et mondiale — Londres étant le plus grand pôle mondial après New-York —. Cette concentration provient pour une part de l'attraction particulière exercée par Londres en tant que *cluster*² sur l'ensemble du secteur bancaire et financier. Le risque de cette hégémonie londonienne résidait dans la perte de marchés, de compétences humaines (nombre de français diplômés des grandes écoles françaises s'expatriant), de savoirs (la matière grise était à Londres et pas à Paris) et *in fine* de compétitivité des entreprises financières françaises³. Dans une économie de la connaissance, la proximité géographique permet la diffusion locale de résultats scientifiques, l'émergence de réseaux sociaux et économiques, créateurs d'externalités positives – *spillovers*⁴. Les territoires constitués⁵ conditionneraient la croissance économique future, justifiant l'intervention publique pour favoriser leur constitution⁶.

La crise financière a bouleversé le paysage financier. Les *hedge funds*, dont on craignait qu'ils soient le facteur déclencheur de la crise systémique, furent les victimes après les banques d'investissement et certaines activités d'assurance. L'existence de clauses de *lock-up*, restreignant les libertés de retrait des investisseurs, a un temps retardé la chute des *hedge funds*. Mais ces périodes sont révolues (350 *hedge funds* ont fait faillite dans le monde en 2008⁷) et la fin de l'année 2008 s'annonce tragique pour la gestion alternative : 30% des *hedge funds* pourraient disparaître⁸.

² Michael Porter (1998) a introduit la notion de *cluster* défini comme « une concentration d'entreprises interconnectées, de fournisseurs spécialisés, de prestataires de services et d'institutions associées: (universités, associations commerciales...) ».

³ Même s'il faut nuancer ce point, les groupes français ayant des filiales internationales qui permettent la capture interne des savoirs développés à l'étranger.

⁴ Pour une revue de la littérature, lire Duranton *et alii* (2008).

⁵ Cf. Suire et Vicente (2008)

⁶ Cf. la loi de 2005 sur les pôles de compétitivité (Carré, 2008)

⁷ Source : <http://www.lesechos.fr>, 27/10/2008

⁸ Source : <http://www.lesechos.fr>, 27/10/2008.

Dès lors, le thème de la localisation risque de n'être plus aussi pertinent ; nous avons craint un temps de rendre un rapport final non plus d'économie financière mais d'archéologie financière, les *hedge funds* étant en voie de disparition. Cette crise n'a de fait qu'accélééré une tendance endogène de rationalisation d'un secteur devenu mature, tendance que nous avons signalée en conclusion dans la version du rapport rendue en juillet 2008. En accord avec la théorie schumpétérienne⁹, la gestion alternative en Europe entre 2000 et 2008 était en phase de diffusion de l'innovation, matérialisée classiquement par une concurrence importante et des profits substantiels pour les entreprises les plus performantes. Une fois le secteur stabilisé, les firmes les moins rentables disparaissent par le jeu du marché, les autres seront intégrées à des groupes (existants ou constitués par le rapprochement de structures anciennement en concurrence). La proximité géographique n'est plus une condition aussi impérative, la légitimité de l'organisation la remplaçant. La localisation des *hedge funds* répondait donc à une logique socio-économique dictée par leur statut de *start-up* innovantes ; avec la crise et l'entrée dans la phase de maturité, les ressorts traditionnels des institutions financières devraient de nouveau opérer, avec l'opposition classique du modèle intégré européen et du modèle anglo-saxon d'architecture ouverte. De telles dynamiques organisationnelles et géographiques ont déjà été appréhendées et analysées. Nous nous appuyons notamment sur le travail de Dalla Pria et Vicente (2006) consacré à la gloire et au déclin du « Silicon Sentier », territoire parisien devenu un temps (1998-2001) la Mecque des *start-up* Internet françaises.

Nous proposons donc de comprendre les facteurs socio-économiques qui ont expliqué en phase innovante la localisation macro-géographique (à l'échelle mondiale et régionale) et urbaine (à l'échelle de la ville) des sociétés de gestion alternative, à partir d'une de leurs caractéristiques : leur structure hybride, à mi-chemin entre la banque privée et la société de gestion traditionnelle. En effet, si une partie des sociétés de gestion alternative est confondue avec des sociétés de gestion de portefeuille plus traditionnelles, une part significative s'en distinguait sensiblement. Ces différences les obligent à développer de nouveaux canaux économiques pour attirer clients et employés. La localisation intervient comme l'un de ces canaux. Notre argumentation s'appuie sur une analyse de l'activité de gestion alternative à Londres et à Paris, fondée sur une quinzaine d'entretiens auprès de gérants alternatifs dans ces deux villes¹⁰, auxquels nous adjoindrons deux entretiens effectués à Genève, nous permettant d'apporter une illustration supplémentaire de notre argumentation. Nous avons complété cette analyse qualitative par l'utilisation de bases de données sur les fonds alternatifs : Bloomberg pour Londres, AMF pour Paris. Nous proposerons enfin une section exploratoire sur les facteurs socio-économiques agissant à présent dans la phase de maturité de ce secteur.

⁹ *Théorie de l'évolution économique* (1913)

¹⁰ Les entretiens ont été réalisés entre mai 2007 et janvier 2008. L'entretien était semi-directif et abordait des questions sur la société de gestion, les employés, les fonds et les stratégies menées, les clients, la localisation. Ces entretiens ont été menés par les membres du contrat AMF-Paris X à savoir l'auteur, G. Cavalier, S. Rigot et E. Suel.

Cette analyse se décompose ainsi en sept sections : la première propose une monographie du secteur français de la gestion alternative en mettant en exergue leur spécificité organisationnelle dans le cas français, la deuxième expose la localisation des sociétés de gestion alternative, la troisième présente les forces centrifuges et centripètes à l'œuvre dans l'industrie de la finance, la quatrième et la cinquième expliquent les facteurs centripètes à l'œuvre à l'échelle urbaine puis à l'échelle internationale, la sixième explore les forces à l'œuvre lors de l'entrée dans la phase de maturité et la septième conclut.

1 LES SOCIÉTÉS DE GESTION ALTERNATIVE : INNOVATION DANS LE MONDE DE LA FINANCE

Les sociétés de gestion alternative se sont développées sur une niche, celui de la gestion risquée pour le compte de riches clients (individuels ou institutionnels). Cette innovation financière fut en Europe tirée par l'offre¹¹ : les sociétés de gestion proposèrent un produit se libérant des contraintes imposées par la directive UCITS, promettant une performance supérieure à celle permise par les fonds indiciels, en recourant à de nouvelles stratégies de sélection de titres. Cette innovation permise par les connaissances humaines des équipes de gestion justifiait les commissions (1% à 2% des actifs plus une commission liée à la performance entre 15% et 25% des profits) et les conditions exigées par les sociétés de gestion alternative (barrière à l'entrée : investissement minimum entre 100 000 \$ et 5 millions \$, barrières à la sortie – retrait au bout d'un an minimum, désinvestissement possible trimestriel ou annuel). Le secteur européen de la gestion alternative connut un développement sans précédent ces dix dernières années, affichant des performances très supérieures aux fonds traditionnels et aux indices. Il est difficile d'estimer les rendements des *hedge funds* tant les données sont parcellaires, les performances individualisées et le taux de faillites important. Ainsi, certains fonds clamaient des rendements de 20% tandis que le rendement moyen semble tourner autour des 10% sur la période 1998-2005.(cf. Malkiel et Saha, 2005).

Le secteur de la gestion alternative présente les caractéristiques d'un secteur innovant, marqué par une forte compétition entre des firmes nouvellement créées, attirées par les perspectives alléchantes de profits. Nous proposons de dresser une monographie de ce secteur à partir des données fournies par l'AMF, datant du 1^{er} janvier 2008.

¹¹ W. Silber (1975).

1.1 La gestion alternative en France

La première partie de ce rapport s'est attachée à définir ce qu'était la gestion alternative : l'adoption de techniques de constitution de portefeuille différentes de celles promues par le modèle classique de la finance, reposant sur la normalité des distributions et l'efficacité des rendements, justifiant le comportement indiciel fondé sur l'existence d'un portefeuille efficient en espérance variance (CAPM). En conséquence, le statut des *hedge funds* est posé comme dérogatoire aux OPCVM satisfaisant à la directive européenne UCITS. Ainsi, par *hedge funds*, nous considérerons les fonds gérés en France, de manière alternative, domiciliés en France (ARIA EL, ARIA simple, ARIA III, OPCVM contractuels¹²) et à l'étranger.

Les faibles contraintes réglementaires, l'opacité des informations rendues publiques ou maintenues privées et la structure juridico-capitalistique donnent aux gérants de ces sociétés une grande liberté de manœuvre. Les clients de ces sociétés de gestion, -les investisseurs dans les *hedge funds*- sont des personnes morales (fonds de pension, banques, assurances, entreprises) et des personnes physiques fortunées et informées.

La création d'un fonds de gestion alternative se traduit par la constitution juridique d'un accord de droit public : le fonds aura une inscription publique, acquise lors de sa déclaration (« domiciliation ») auprès des instances locales compétentes. En France, cette instance est l'AMF. Il faut toutefois souligner qu'une part importante des fonds gérés par les équipes françaises de *hedge funds* sont *offshore*, domiciliés à l'étranger, la plupart du temps dans des paradis fiscaux (Iles Caïmans, Bahamas, Iles Vierges, Jersey et Guernesey)¹³. Ils relèvent alors de la réglementation locale. 62% des *hedge funds* mondiaux (soit près des deux tiers des actifs gérés) sont localisés *offshore* (cf. tableau 1).

Les *hedge funds* déclarés en France - *on shore* -, sont sous le contrôle de l'Autorité des Marchés Financiers. La loi de sécurité financière¹⁴ a créé deux nouvelles catégories de véhicules qui autorisent une gestion alternative pour les fonds qui leur sont confiés : les OPCVM contractuels et surtout les OPCVM ARIA¹⁵. Tous ces OPCVM dérogatoires adoptent la forme de SICAV ou de FCP ; dans la grande majorité des cas, la souplesse des FCP est préférée. Le FCP permet de contrôler et de limiter le nombre d'investisseurs.

¹² Les fonds enregistrés en ARIA simples ou en OPCVM contractuels agrègent des fonds gérés de manière différente, depuis des stratégies relativement classiques de sélection de titres, jusqu'à des comportements plus risqués ; ce ne sont donc pas tous des fonds alternatifs au sens strict. Toutefois, ils ont comme commun dénominateur de ne pas satisfaire à la directive UCITS.

¹³ Nous ne disposons pas du nombre de fonds *offshore* français. Toutefois lors de nos entretiens, nous avons pu constater que toutes les sociétés de gestion rencontrées, agréées par l'AMF, géraient au moins autant de fonds déclarés à l'AMF que des fonds domiciliés *offshore*, principalement aux Iles Caïmans.

¹⁴ Cette section s'appuie sur le rapport de Cavalier et Suel [2008].

¹⁵ Pour une présentation plus détaillée, cf. 1^{ère} partie de ce rapport.

Tableau 1 : La domiciliation des *hedge funds*

Domiciliation des fonds alternatifs (nombres), 2007 Q2	
Etats-Unis	30%
Iles Caïmans	34%
Iles Vierges	9%
Bermudes	8%
Bahamas	2%
Dublin	4%
Luxembourg	2%
Iles anglo-normandes	3%
Suède	1%
Autres	7%
Total (nombre)	10 500

Source : HFR, 2007 Q2

Au 1er janvier 2008, les *hedge funds* français *on shore* présentaient les caractéristiques suivantes :

**Tableau 2 : Description des fonds alternatifs déclarés à l'AMF
au 1er janvier 2008**

	Catégorie juridique	ARIA EL (avec effet de levier)	ARIA Simple (sans effet de levier)	ARIA III de fonds alternatifs	OPCVM contractuel	Total
répartition par type	nombre pourcentage	26 5,50%	77 16,28%	161 34,04%	209 44,19%	473
dont SICAV	nombre pourcentage	0 0,00%	4 5,19%	4 2,48%	8 3,83%	16 3,38%
actif net sous gestion	en k€ en %	3 322 192 5,99%	10 116 501 18,24%	24 362 036 43,91%	17 676 835 31,86%	55 477 564

Sources : AMF, données 1^{er} janvier 2008, calculs de l'auteur

Comme certains fonds contractuels, ainsi que des fonds ARIA simples, sont en réalité des supports d'une gestion plus classique, notre échantillon du tableau 2 est légèrement biaisé par l'insertion d'un certain nombre de fonds non alternatifs. Cette dernière remarque a cependant une portée plus limitée sur les encours gérés que sur le nombre de fonds. Une part significative des fonds alternatifs *on shore* français semble donc avoir opté pour la forme peu contraignante de l'OPCVM contractuel. Toutefois si l'on considère le volume d'actifs sous gestion, la forme ARIA III domine, en grande partie du fait des assurances qui ont privilégié ce format compatible avec leur propre réglementation. En nombre, 58% des fonds ARIA agréés par l'AMF sont des OPCVM de fonds alternatifs, pour la plupart acquis par des investisseurs institutionnels.

1.2 La gestion alternative en France : des structures hybrides

La gestion alternative s'est historiquement développée via les banques privées et les sociétés de gestion alternative, que ce soit aux Etats-Unis (avec le fonds originel d'A. W. Jones créé en 1949) ou en Europe. Le premier fonds de gestion alternative européen a vu le jour en Suisse en 1969 « Leveraged Capital Holdings » (LCH), conçu par la Banque privée Edmond de Rothschild Suisse. Il fallut attendre 1986 pour que le premier fonds alternatif français soit créé par HDF Finance, structure indépendante.

Les sociétés de gestion de *hedge funds* étaient donc à l'origine des structures indépendantes, de petite taille, issues pour une part de banques privées et de sociétés de gestion de fortune, comme en Suisse, pour l'autre part créées de toutes pièces par des anciens employés des grandes structures financières (banques, assurances), comme HDF Finance. Les années 2000 ont vu l'apparition de sociétés de gestion de *hedge funds* dans le périmètre des grandes structures financières : par l'absorption de sociétés de gestion alternative, par des prises de participation en leur sein, par la création d'équipes ou encore par la légitimation organisationnelle (externalisation) d'équipes existantes devenant des filiales autonomes (Lyxor, Sinopia). Ainsi, le spectre organisationnel de ces sociétés est-il très large : depuis la *start-up* indépendante jusqu'à la filiale d'un conglomérat.

A partir de la liste des sociétés de gestion alternative établie par l'AMF et des informations publiques collectées sur les sites internet et la presse spécialisée, nous avons reconstitué la structure actionnariale des sociétés de gestion alternative (*cf.* tableau 3). L'objectif était de disposer d'une monographie la plus précise possible du paysage français.

Tableau 3 : Gouvernance des sociétés de gestion alternative française

structure actionnariale	nombre de sociétés		actifs sous gestion	
	Nb	%	k€	%
Société financière "banque privée"	21	18,9%	12 516 796	22,4%
Groupe bancaire	36	32,4%	22 908 532	40,9%
Groupe assurance	6	5,4%	15 394 973	27,5%
Caisse de retraite	1	0,9%	114 522	0,2%
Indépendant avec participation d'un groupe	7	6,3%	515 805	0,9%
Indépendant (gérants actionnaires)	40	36,0%	4 525 307	8,1%
Total	111	100,0%	55 975 935	100,0%

Sources : AMF, données 1^{er} janvier 2008, calculs de l'auteur

Le paysage français de la gestion alternative est majoritairement contrôlé par les groupes bancaires (français et européens), que ce soit en nombre de structures ou en volume d'encours sous gestion. Des filiales de sociétés d'assurance, peu nombreuses, gèrent quelques fonds (notamment des OPCVM contractuels) de taille très importante. La banque privée est bien représentée, preuve que la gestion alternative fut bien historiquement un service lié à leurs prérogatives traditionnelles. Les sociétés

indépendantes sont pour une large part détenue par les gérants et les salariés. Certaines toutefois ont des liens avec des groupes avec des participations plus ou moins importantes. Par la suite, nous avons regroupé toutes les structures indépendantes. Toutefois, avec la crise, on constate que les trajectoires organisationnelles seront différentes suivant l'implication actionnariale des groupes. Dans le cas d'ADI, la participation de la Matmut a expliqué le rapprochement avec Offivalmo.

Le monde organisationnel de la gestion alternative est donc un continuum de la filiale détenue à 100% à des prises de participation plus ou moins majoritaires jusqu'aux structures totalement indépendantes comme HDF SA. Ce degré d'intégration organisationnelle est un facteur explicatif du choix de localisation : les structures intégrées n'ont pas besoin ou pas la possibilité de s'installer loin des locaux de sa société mère.

1.3 La gestion alternative en France : inégalités au sein des fonds et au sein des sociétés de gestion alternative

Le monde de la gestion alternative française s'avère très asymétrique : de nombreux fonds et sociétés de gestion alternative existent, mais un nombre limité de fonds et de sociétés de gestion draine la majorité des encours. Même s'il est biaisé par l'insertion de fonds qui, quoique dérogatoires au régime commun des OPCVM, n'en demeurent pas moins soumis à une gestion relativement classique, notre constat peut être apprécié à partir des répartitions cumulées entre les plus gros premiers fonds (*cf.* tableau 4).

Tableau 4 : Encours des *hedge funds* français

	ARIA de Fonds Alternatifs	ARIA EL (avec effet de levier)	ARIA Simple (sans effet de levier)	OPCVM Contractuel
1er	14,16%	43,21%	45,26%	19,35%
2 premiers	21,63%	70,85%	60,50%	26,19%
3 premiers	26,72%	75,29%	65,95%	29,90%
4 premiers	30,41%	79,64%	69,00%	32,99%
5 premiers	34,10%	83,60%	71,12%	35,32%
10 premiers	48,11%	93,49%	78,93%	44,89%
20 premiers	65,73%	99,28%	89,09%	56,68%
50 premiers	87,72%		98,02%	76,48%
100 premiers	97,91%			91,33%
Nombre de fonds	161	26	77	209
Total actif sous gestion (k€)	24 362 036	3 322 192	10 116 501	17 676 835

Sources : AMF, données 1^{er} janvier 2008, calculs de l'auteur

Globalement, quelques fonds drainent une part significative des actifs sous gestion. Ce constat est particulièrement vrai pour les fonds ARIA EL et ARIA simple. Les fonds ARIA EL, les fonds alternatifs par excellence, sont peu nombreux et gèrent peu d'actifs. Deux fonds ARIA EL drainent à eux seuls plus de 70% de l'actif total de cette catégorie (cf. tableau 5).

Tableau 5 : Les principaux fonds ARIA EL

noms	produit	société de gestion	encours k€	% du total ARIA EL
CAAM DYNARBITRAGE VAR 8	diversifié	CAAM	1 435 502	43,21%
MATIGNON DERIVES CREDIT	diversifié	AXA	918 207	27,64%
total géré par ces 2 fonds			2 353 709	70,85%

Sources : AMF, données 1^{er} janvier 2008, calculs de l'auteur

En France, les sept premières sociétés de gestion alternative (correspondant au premier centile) gèrent 67% de l'actif total, tandis que le dernier décile (soit 51 sociétés) 3%¹⁶. Les quatre premières sociétés de gestion (Axa, Allianz, Crédit agricole, Société générale) gèrent près de 50% de l'actif total de la gestion alternative *on shore* française. En nombre toutefois, les structures de petite taille dominent. En France, la médiane des actifs gérés par les sociétés de gestion est 50,55 millions d'euros (pour un total de 55,98 milliards d'euros sous gestion alternative).

Les sociétés de gestion alternative françaises présentent un double visage : si originellement elles ont été portées par des structures de petite taille indépendantes étroitement liées à la banque privée, elles sont aujourd'hui majoritairement liées aux filiales de gestion d'actifs des groupes financiers qui privilégient les fonds de fonds et délaissent les fonds alternatifs stricto sensu (ARIA EL). Ce faisant, elles sont rentrées dans le lot commun de maintes activités financières qui, en France, ont tendance à être intégrées dans de grands groupes financiers extrêmement diversifiés et d'origine principalement bancaire. A titre d'exemple, en France, en 2005, les encours placés auprès des OPCVM sont gérés à 65,6% par des sociétés de gestion qui sont des filiales de groupes bancaires, et 29,2% par des sociétés de gestion filiales de groupes d'assurance, tandis que 62% des contrats d'assurance-vie sont vendus dans des agences bancaires. Il est intéressant de constater que les pourcentages correspondants au Royaume-Uni sont de 35,8%, 33,3% et 17,4%. Le caractère plus concurrentiel de la sphère financière dans ce dernier pays est accentué par le caractère cosmopolite de la City qui accueille des implantations (filiales ou succursales) certes parfois modestes mais qui sont très souvent la tête de pont de groupes puissants dans leur pays d'origine. Ainsi, alors que la place de Paris est vraiment dominée par de très grandes structures financières, sur la place de Londres, ces grandes structures ne sont pas moins puissantes mais côtoient toute une population de sociétés plus ou moins indépendantes, de tailles et d'activités très

¹⁶ Cf annexe : les cinquante premières sociétés de gestion alternative

diverses. Les conditions de la concurrence et de l'innovation ne sont donc pas tout à fait les mêmes sur ces deux places.

Malgré tout, avec la phase de maturité du secteur, que ce soit à Paris ou à Londres, le monde de la gestion alternative aurait évolué de manière endogène avec la disparition des firmes les moins compétitives et la concentration des survivantes. Cette tendance s'est accélérée du fait de la crise financière. Nombre de fonds sont clôturés et des sociétés de gestion alternative disparaissent ou sont rachetées. L'ère de la concurrence et de la phase innovante se clôturant, nous assistons donc à une rationalisation de ce secteur avec une concentration accrue autour des grands groupes, que ce soit à Londres ou à Paris (*cf.* rapprochement d'ADI et d'Offivalmo orchestré par la Matmut).

Nous proposons dans les trois sections suivantes de revenir sur les motifs socio-économiques qui ont justifié la concentration européenne et urbaine dans la phase innovante.

2 LA LOCALISATION EUROPEENNE ET URBAINE

La question de la localisation des sociétés de gestion alternative porte non pas sur le lieu de domiciliation des *hedge funds* (*on shore/off shore*) mais sur l'endroit où est effectuée l'activité de gestion. En effet, la domiciliation crée relativement peu de valeur et d'emplois ; bien souvent elle se résume en une simple boîte postale. Nous nous interrogerons donc sur l'emplacement de la société de gestion qui gère et/ou offre¹⁷ des véhicules de gestion alternative.

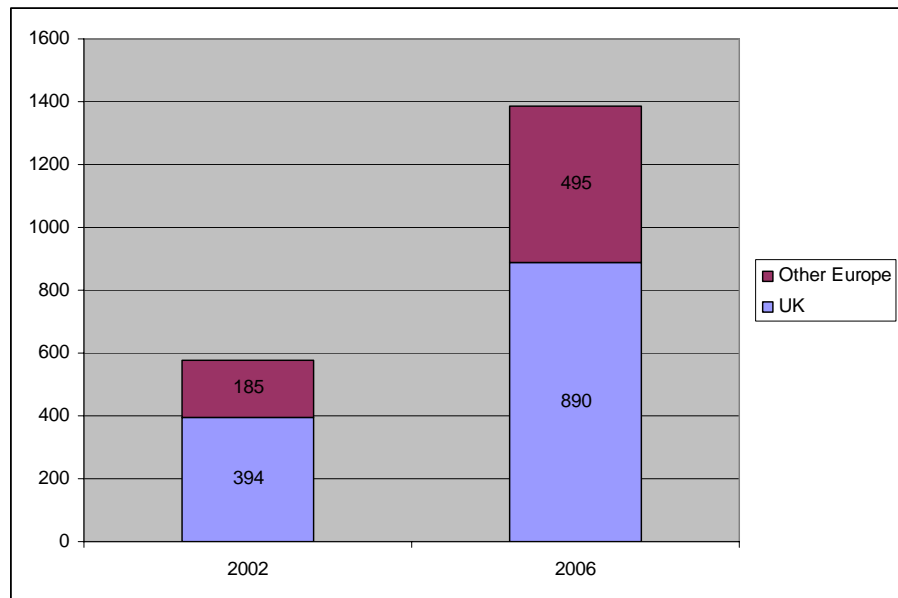
2.1 L'hégémonie de Londres en Europe

Le mouvement de création des fonds alternatifs a touché de façon inégale le territoire européen. Selon l'IFSL, fin 2006, les deux tiers des fonds en Europe étaient gérés à Londres, pour un montant qui s'élevait à 317 milliards de dollars, cinq fois plus qu'en 2002. Londres exerce une hégémonie très marquée sur la gestion alternative européenne.

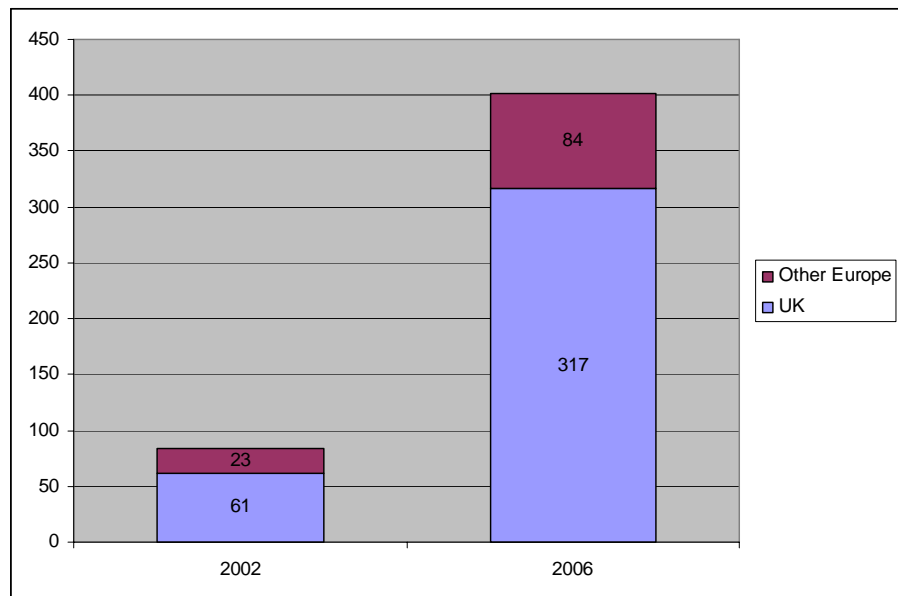
¹⁷ Ces fonctions peuvent ne pas être assurées par la même société de gestion. Dans le cas de sociétés de gestion internationale, la gestion peut être centralisée dans un pays et les sociétés agréées locales assurent uniquement la distribution. C'est le cas par exemple de produits gérés aux Etats-Unis et distribués en Europe. De nombreuses sociétés de gestion alternative délèguent la commercialisation à des entreprises spécialisées qui sont exclues ici de l'analyse. Nous considérerons uniquement les sociétés de gestion agréées, qu'elles proposent des fonds alternatifs ou de fonds de fonds alternatifs.

Figure 1 : La localisation des sociétés de gestion alternative en Europe

Répartition sur la base du nombre de fonds



Répartition sur la base des montants gérés (actifs en milliards de dollars)



Sources : EuroHedge & IFSL

Tableau 6 : Evolution des encours des *hedge funds* gérés à Londres, New-York et Paris

Actifs sous gestion des hedge funds	montant des actifs en milliards \$	Londres		New York		Paris
		en milliards \$	en %	en milliards \$	en %	
2002	592	59,2	10%	266,4	45%	
2003	795	111,3	14%	349,8	44%	
2004	1 000	180	18%	410	41%	
2005	1 130	214,7	19%	440,7	39%	
2006	1 500	315	21%	540	36%	55 (3,67%)

Sources : IFSL, AGEFI, 18/04/2007

Londres accueillait en 2006 890 fonds alternatifs et assurait la gestion de 21% des encours mondiaux de la gestion alternative, alors que Paris rassemblait seulement 3,67% des encours gérés. Londres concurrence même de plus en plus New York, devenant ainsi une place mondiale pour ce type d'activités.

Les 10 premiers gestionnaires de fonds alternatifs européens sont situés à Londres :

Tableau 7 : Palmarès des fonds alternatifs européens

Top 10 des sociétés de gestion alternative européennes en 2006	Encours sous gestion en milliards \$	Ville	Adresse	Quartier
Barclays Global Advisors	19	Londres	1 Churchill Place	Canary wharf
Blue Crest Capital	11,2	Londres	40 Grosvenor Place	Green park
Brevan Howard	12,1	Londres	8 Fenchurch Place	City
Gartmore Investments	9,6	Londres	One Curzon Street	Hyde park
GLG partners	15,8	Londres	One Curzon Street	Hyde park
HSBC	10,9	Londres	8 Canada Square	Canary wharf
Lansdowne Partners	14	Londres	15 Davies Street	Mayfair
Man group/ AHL	18,8	Londres	Sugar Quay	City
Marshall Wace	10,9	Londres	1/11 John Adams Street	Covent garden
Sloane Robinson	11,1	Londres	20 St Dunstan's Hill	City

Sources : Alpha Magazine 2007 (encours), complété par la Base Bloomberg, calculs de l'auteur

2.2 La localisation urbaine

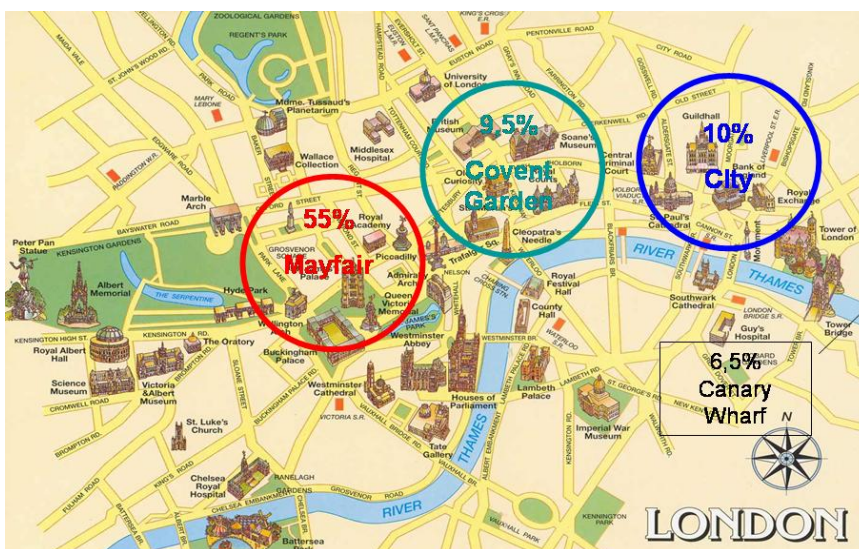
Londres

Le tableau ci-dessus nous donne la réponse sur la localisation urbaine des gestionnaires de *hedge funds* à Londres : ils privilégieraient les beaux quartiers (Mayfair, Saint James Park) au détriment de la City, siège historique de la finance. Les sociétés de gestion de *hedge funds* filiales de structures bancaires (Barclays et HSBC) sont quant à elles situées à Canary Wharf, la place bancaire londonienne.

Nous avons complété cette base avec les informations recueillies sur le site de Bloomberg et nous avons ainsi récupéré l'adresse de 32 gestionnaires de *hedge funds*. Le site Bloomberg recense des informations fournies volontairement par les sociétés internationales de gestion alternative. On y retrouve les *hedge funds* rattachés à des grands groupes financiers ainsi qu'à des sociétés de taille plus modeste. Les champs renseignés sont divers et parfois parcellaires mais nous avons systématiquement vérifié la véracité de l'adresse. Le nombre (32) est relativement faible, comparé aux 900 sociétés estimées existantes à Londres et l'échantillon Bloomberg est vraisemblablement biaisé par la sur-représentation des *hedge funds* de groupes plus enclins à communiquer publiquement que les petites structures. Toutefois, comme nous le verrons dans la suite du texte, nos résultats sont conformes à la localisation avérée des sociétés de gestion alternative.

Les quartiers de Mayfair (code postal W1), Hyde Park (W1), Saint James Park (SW1) et Green Park (SW1) s'avèrent très proches géographiquement et socialement fort semblables : ce sont des zones agréables à vivre, à proximité de parcs, composées de nombreux hôtels particuliers victoriens, à deux encablures du Palais de Buckingham. Nous avons donc choisi de les regrouper et de parler d'un quartier élargi « Mayfair ». Nous obtenons alors la carte suivante :

Figure 2 : Localisation des sociétés de gestion alternative à Londres



Sources : Base Bloomberg, calculs de l'auteur

La majorité des sociétés de gestion alternative (55% dans notre échantillon¹⁸) est située dans le quartier élargi de Mayfair, incluant Saint James Park et Hyde Park.

Paris

En France, Paris (en incluant La Défense) draine la quasi-totalité des activités de gestion alternative :

¹⁸ Notre échantillon est constitué des sociétés de gestion enregistrées sur la base Bloomberg. Il comporte vraisemblablement un biais en sur-représentant les sociétés de gestion alternative filiales de banques ou de sociétés financières patentées. La presse professionnelle confirme l'attraction constituée par Mayfair sur les petites structures indépendantes, vraisemblablement sous-représentées dans la base Bloomberg. Le nombre de 55% sous-estime donc le pourcentage des sociétés de gestion alternative implantées à Mayfair.

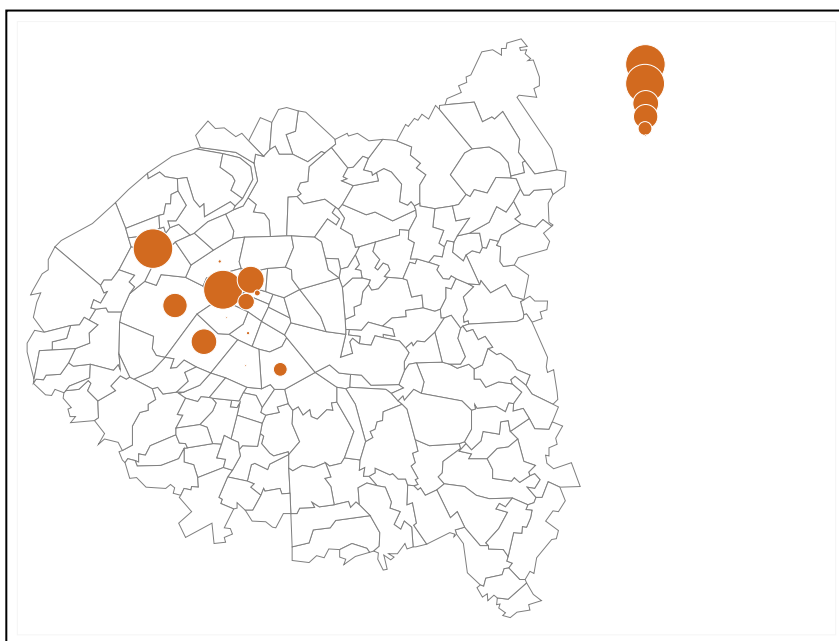
Tableau 8 : Localisation des sociétés de gestion de *hedge funds* agréées par l'AMF

Emplacement	Sociétés agréées		Actifs sous gestion	
	nb	%	k€	%
Province	4	3,54%	186 421	0,3%
Paris 1	10	8,85%	2 705 706	4,8%
Paris 2	11	9,73%	329 723	0,6%
Paris 6	1	0,88%	114 522	0,2%
Paris 7	3	2,65%	53 039	0,1%
Paris 8	51	45,13%	15 274 101	27,3%
Paris 9	6	5,31%	7 175 444	12,8%
Paris 13	1	0,88%	2 007 597	3,6%
Paris 14	1	0,88%	38 319	0,1%
Paris 15	2	1,77%	6 451 027	11,5%
Paris 16	13	11,50%	5 879 134	10,5%
Paris 17	3	2,65%	119 007	0,2%
La Défense	7	6,19%	15 649 210	28,0%
Total	113	100,00%	55 983 251	100,0%

Sources : AMF, janvier 2008, calculs de l'auteur

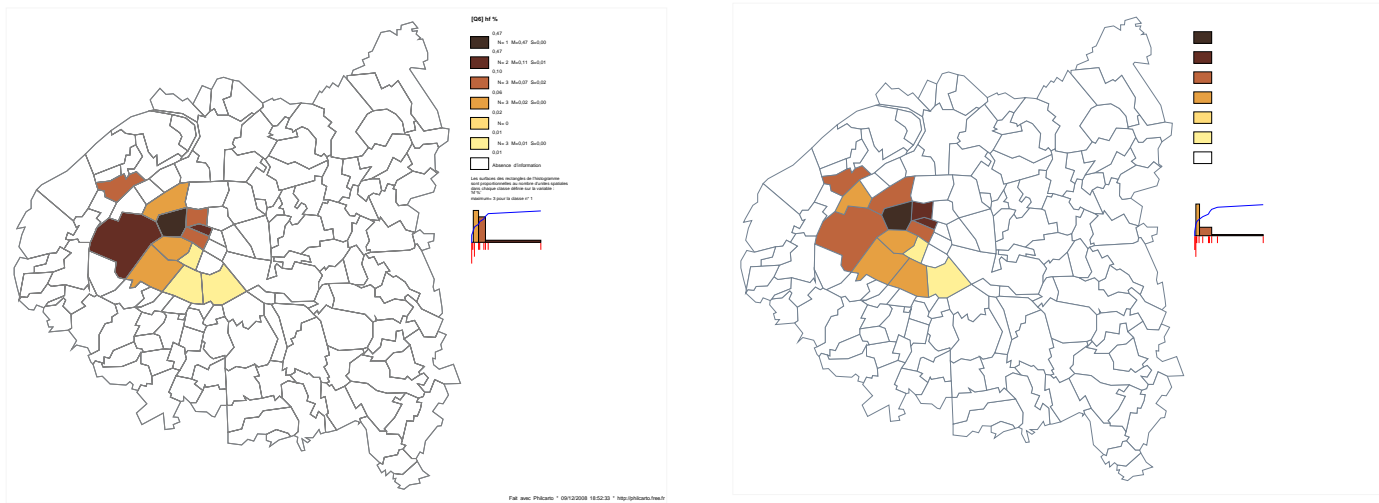
Le 8^{ème} arrondissement accueille la majorité des sociétés de gestion alternative, essentiellement des sociétés indépendantes de petite taille -excepté Edmond de Rothschild (2 236 254 k€ sous gestion) et quelques-unes des filiales de grandes structures financières (assurances comme Groupama ou bancaires comme Dexia et UBS). La Défense regroupe les autres filiales des grandes structures financières (Lyxor, Sinopia,...).

Figure 3 : localisation des encours de la gestion alternative à Paris



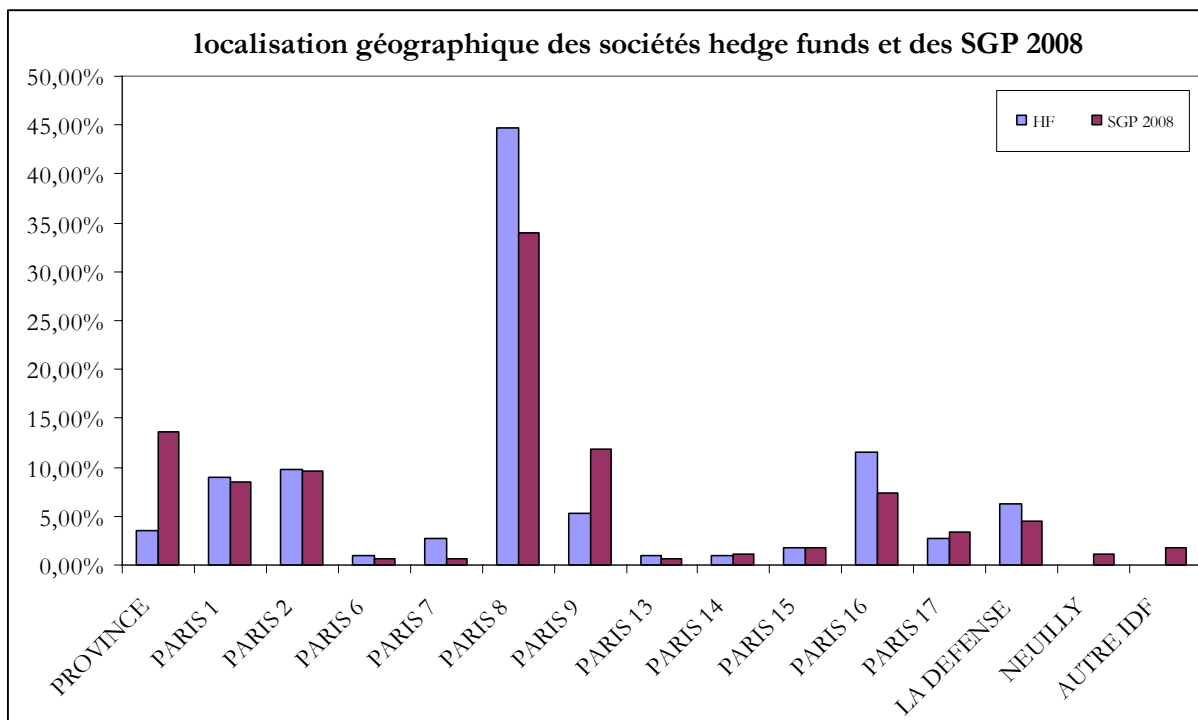
Sources : AMF, janvier 2008, logiciel philcarto, réalisé par l'auteur

Figure 4 : Implantation des sociétés de gestion traditionnelle (à gauche) et alternative (à droite) à Paris en 2008



Sources : données AMF 2008 et AFG 2008, logiciel philcarto, réalisé par l'auteur

Figure 5 : Localisation des sociétés de gestion alternative (HF) et des sociétés de gestion traditionnelle (SGP) à Paris en 2008



Sources : AMF, AFG, calculs de l'auteur

Les sociétés de gestion alternative sont situées dans les beaux quartiers de la capitale, comme les autres activités traditionnelles de la finance. Toutefois, si l'on compare aux sociétés de gestion traditionnelle (figures 4 et 5), on constate une concentration très forte dans le 8^{ème} arrondissement, une présence significative dans le 16^{ème} arrondissement et un relatif délaissement du 9^{ème}. Les arrondissements font oublier certaines proximités à leurs frontières. Ainsi, le 8^{ème} et le 16^{ème} ont une frontière commune, tout comme le 1^{er} et le 8^{ème}.

Il nous est apparu intéressant d'affiner encore l'analyse en considérant non les arrondissements, mais l'emplacement urbain. Nous nous sommes donc appuyés sur les quartiers, constitués par proximité géographique, tout en veillant à une certaine homogénéité de taille entre ces quartiers.

Une dimension supplémentaire a été intégrée : la structure de propriété de la société de gestion alternative. En effet, si la société de gestion alternative est une émanation d'une société financière déjà existante, son emplacement sera le résultat d'un arbitrage de groupe et non une décision unilatérale de l'équipe dirigeante du fonds. Pour constituer cette base, nous avons mobilisé des informations recueillies via les sites internet de l'AMF et des sociétés elles-mêmes. Pour 3 fonds enregistrés à l'AMF, nous n'avons pas pu identifier leur structure dirigeante¹⁹.

Ainsi nous obtenons une nouvelle géographie des sociétés de gestion alternative. Premier constat important, la localisation des sociétés de gestion alternative filiales de groupes financiers est sensiblement différente de celle des structures indépendantes. Les groupes financiers ont depuis longtemps entamé une migration vers la banlieue (La Défense), phénomène connu sous le nom de suburbanisation²⁰. On note aussi la concentration des sociétés de gestion alternative filiales de banques privées autour du parc Monceau, un héritage du 19^{ème} siècle.

Si l'on s'intéresse à présent uniquement aux structures indépendantes, on constate leur très forte concentration dans certains quartiers de la capitale autour des Champs-Élysées (George V-Montaigne, Kléber), du Boulevard Haussman (Monceau, Miromesnil) et de l'avenue de l'Opéra (Vendôme et Bourse). Ces quartiers, à l'exception de celui de la Bourse, sont des quartiers privilégiés par les structures indépendantes de gestion. Toutefois, on constate que les structures de gestion alternative délaissent certains quartiers traditionnels de la banque privée (Miromesnil et Monceau) et sont très concentrées dans des beaux quartiers de la capitale (Vendôme en premier lieu), associés par ailleurs aux activités de luxe.

¹⁹ Cela explique que nous ne travaillerons par la suite que sur 109 sociétés de gestion alternative contre 112 précédemment.

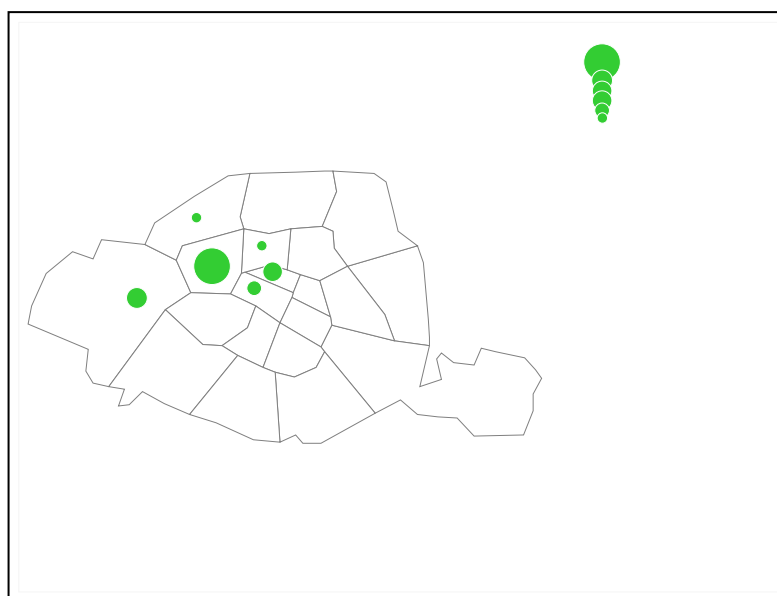
²⁰ Cf. Capelle-Blancard G. et Tadjeddine Y. [2007].

Tableau 9 : Localisation des sociétés de gestion alternative suivant leur structure organisationnelle

répartition sociétés de gestion alternative en Ile de France	Bourse	George V Montaigne	Kléber	Miromesnil	Monceau	Vendôme	Autre	Nb
structure indépendante de gestion mixte	0,0%	24,0%	12,0%	28,0%	12,0%	20,0%	4,0%	23
structure indépendante dédiée à la gestion alternative	8,7%	21,7%	17,4%	13,0%	8,7%	26,1%	4,3%	25
<i>moyenne structure indépendante</i>	4,2%	22,9%	14,6%	20,8%	10,4%	22,9%	4,2%	48
filiale de groupe financier (banque, assurance, société financière)	3,0%	3,0%	6,1%	9,1%	24,2%	21,2%	33,3%	33
<i>moyenne générale</i>	3,8%	13,3%	9,5%	14,3%	19,0%	24,8%	15,2%	109

Sources : AMF, calculs de l'auteur

Figure 6 : localisation des sociétés de gestion alternative indépendantes



Sources : AMF, logiciel philcarto, réalisé par l'auteur

La localisation des sociétés de gestion alternative présente deux particularismes :

- à l'échelle urbaine, on constate la très forte concentration des sociétés de gestion alternative, quelle que soit la ville considérée (Londres, Paris, New-York). Cette concentration à l'échelle urbaine s'oppose à une tendance de sub-urbanisation observée ces dernières années pour les activités financières ;
- à l'échelle européenne, on constate ce même phénomène de concentration avec la constitution de pôles (Paris, Londres et Genève).

Les sections suivantes s'attacheront à expliquer ces deux phénomènes.

3 RETOUR SUR LES RESULTATS DE LA NOUVELLE ECONOMIE GEOGRAPHIQUE

La question de la localisation des sociétés de gestion alternative s'inscrit dans le champ de la nouvelle économie géographique qui s'attache à comprendre les dynamiques économiques à l'œuvre dans les choix d'implantation productive. La finance constitue un terrain particulièrement intéressant en raison de l'évolution récente du monde financier, avec une globalisation accrue et une baisse sensible des coûts de transaction. Souvent considère-t-on – un peu hâtivement – que la baisse des coûts de transaction permettrait une plus grande dispersion des activités, mais c'est faire peu de cas des forces qui, agissant en sens inverse, poussent à la concentration géographique.

Attardons-nous d'abord sur les forces centrifuges, de nature à disperser les activités. C'est le cas, notamment, des coûts de congestion (coûts immobiliers, saturation des centres-villes) et ceux induits par la pression concurrentielle, pour autant que l'on puisse les considérer comme exogènes. D'autres vont, au contraire, favoriser la concentration géographique : une fiscalité avantageuse, une réglementation accommodante, une main d'œuvre bon marché, *etc.* observées sur tel ou tel marché vont pouvoir exercer leur pouvoir d'attraction même à très longue distance. Selon la théorie traditionnelle en économie internationale – *i.e.* la théorie des avantages comparatifs – la libéralisation des échanges devrait plutôt se traduire par une spécialisation des régions et donc par la concentration de chaque activité dans une région particulière. A la baisse des coûts s'ajoutent, par ailleurs, la libéralisation des marchés, l'harmonisation des normes comptables et réglementaires et, en Europe, la construction d'un marché commun, qui tendent à réduire le poids de certains particularismes locaux dans les choix de localisation et qui favorisent, par conséquent, la concentration des activités à l'échelle régionale, nationale ou internationale.

Notons ensuite que les choix de chacun en matière de localisation ne sont pas indépendants des choix des autres – qu'ils soient clients, fournisseurs ou concurrents –. Les travaux de la Nouvelle économie géographique²¹ insistent justement sur ces interactions stratégiques et montrent que les phénomènes d'agglomération (*clustering*) résultent essentiellement de la présence d'externalités positives. Ce paradigme s'applique très bien aux activités financières (*cf.* Capelle-Blancard *et al.*, 2007).

²¹ Krugman (1991) est souvent considéré comme un article pionnier ; voir Combes, Mayer et Thisse (2006) pour une présentation générale.

La concentration d'entreprises d'un même secteur en un même lieu tend, en effet, à y attirer des fournisseurs spécialisés ; on pense notamment aux entreprises du secteur de l'informatique et des télécommunications, aux cabinets de juristes, aux cabinets comptables, mais aussi aux laboratoires de recherche (Thiry, 2000). Là où une seule entreprise (non monopolistique) ne réussirait pas à attirer les fournisseurs nécessaires à sa production, le regroupement de plusieurs entreprises peut y parvenir. Ce rapprochement des fournisseurs spécialisés accroît la disponibilité des inputs, augmente la concurrence et exerce donc une pression à la baisse sur les coûts.

La concentration des entreprises permet, en outre, d'accroître le bassin d'emploi. Le raisonnement est à peu de choses près le même que pour les fournisseurs spécialisés. Ces deux sources d'externalités sont d'ailleurs souvent regroupées sous le terme d'externalités pécuniaires. Le regroupement géographique d'un grand nombre d'entreprises d'un même secteur attire de nombreux salariés car la probabilité de trouver rapidement l'emploi désiré y est plus élevée. Les entreprises bénéficient en retour de cette concentration de la main d'œuvre spécialisée, dans la mesure où elles parviennent plus facilement à pourvoir leurs postes par du personnel adapté. Il existe toutefois un coût à cela : une forte rotation des salariés et une pression à la hausse des salaires.

Enfin, et surtout, la concentration des entreprises est porteuse d'externalités informationnelles. Les NTIC favorisent, certes, la circulation de l'information mais – pour reprendre la terminologie de la théorie de l'efficacité des marchés – il convient de distinguer l'information publique et l'information privée. Or, plus l'information publique (standardisée) circule librement et à moindre coût, plus l'information privée a de la valeur. Les agents n'ont peut être plus besoin de se tenir à proximité de la Bourse – devenue virtuelle – mais ils ont encore tout intérêt à s'implanter les uns à côté des autres pour partager des connaissances, des informations, *etc.*

Ces trois formes d'externalités sont sources de rendements d'échelle croissants au niveau du secteur et ce sont elles qui cimentent véritablement les places financières. C'est aussi ce qui explique l'inertie des places financières : les forces d'agglomération créent un effet de cliquet (*lock-in*). Londres, qui a acquis son statut de place financière mondiale du temps de l'Empire britannique et de la suprématie de la Livre sterling comme monnaie internationale, illustre parfaitement ce phénomène (Porteous, 1999). Bien que certaines des conditions qui, initialement, ont permis son essor ne soient plus, Londres continue d'être une place financière de tout premier plan, notamment pour les activités de change.

Les sociétés de gestion alternative semblent sujettes à des forces centripètes plus que centrifuges. Que ce soit à l'échelle mondiale ou urbaine, à Londres et à Paris -comme nous l'avons montré dans la section précédente-, à Genève ou à New-York (le « Hedgistan », comme certains le nomment, regroupe Upper East Side, autour de Park Avenue, le Plaza district et Greenwich), les sociétés de gestion alternative sont concentrées. Ce phénomène est suffisamment constant pour relever d'une logique rationnelle propre à cette activité. Nous allons donc chercher les éléments qui expliquent cette concentration naturelle.

4 LES FORCES CENTRIPETES A L'ECHELLE URBAINE

Cette section vise à comprendre les facteurs économiques qui poussent à la concentration urbaine des sociétés de gestion alternative.

4.1 *Une localisation coûteuse*

Le marché immobilier influence les choix de localisation, que ce soit en termes de prix, de préférences pour l'acheteur (la société de gestion alternative) et d'offre (disponibilité).

Les centres de Londres ou de Paris, secteurs privilégiés d'installation des sociétés de gestion alternative sont des zones où le foncier est cher, à la différence des secteurs périphériques (que privilégient à présent les groupes financiers) ou ruraux (notamment choisis pour les activités à faible création de valeur ajoutée comme les centres d'appel).

En ce qui concerne Paris, il est possible de nous appuyer sur la base des prix fonciers établis par la chambre des notaires de Paris. Le découpage des arrondissements par quartiers, figurant en annexe, diffère de celui que nous avons proposé dans la section précédente. Sur cette nouvelle base, nous avons la répartition suivante des sociétés de gestion alternative déclarées à l'AMF :

Tableau 10 : Répartition des sociétés de gestion alternative suivant les quartiers notariaux

Société de gestion alternative	Province	6ème	7ème	13ème	Montparnasse	Place vendôme	Gaillon	Vivienne	Faubourg du roule	Champs-Élysées	Madeleine	Chaussée d'Antin	Ternes	Chaillot	La défense	Total
Nombre	4	1	3	1	3	10	7	4	21	14	16	5	2	13	7	111
Filiale	3	1	3	1	3	6	2	2	12	3	11	3		5	7	62
de banque	2		2	1	2	1	1	2	7	2	3	1		4	6	34
assurance					1				1		1				1	6
société financière	1	1	1		1	5	1		4	1	7			1		22
Indépendante	1					4	5	2	9	11	5	2	2	8		49
dont gestion alternative					3	2	2	5	4		2	1	5		24	
gestion mixte	1				1	3		4	7	5		1	3		25	
Répartition moyenne	3,6%	0,9%	2,7%	0,9%	2,7%	9,0%	6,3%	3,6%	18,9%	12,6%	14,4%	4,5%	1,8%	11,7%	6,3%	100,0%

Sources : données AMF janvier 2008, calculs de l'auteur

La répartition s'avère légèrement différente de celle précédemment proposée car elle se fonde sur le découpage des arrondissements. Ainsi, le quartier Vendôme considéré dans le tableau 6 est à présent éclaté entre les quartiers Place Vendôme, Gaillon et Madeleine. Cette répartition fait aussi disparaître les quartiers Monceau (Faubourg du Roule) et Miromesnil (Madeleine, Faubourg du Roule).

En pourcentage, la répartition géographique devient :

Tableau 11 : Répartition des sociétés de gestion alternative suivant les quartiers notariaux

Société de gestion alternative	Province	6ème	7ème	13ème	Montparnasse	Place vendôme	Gaillon	Vivienne	Faubourg du roule	Champs-Élysées	Madeleine	Chaussée d'Antin	Ternes	Chaillot	La défense	Total
Filiale	4,8%	1,6%	4,8%	1,6%	4,8%	9,7%	3,2%	3,2%	19,4%	4,8%	17,7%	4,8%	0,0%	8,1%	11,3%	100,0%
<i>de banque</i>	5,9%	0,0%	5,9%	2,9%	5,9%	2,9%	2,9%	5,9%	20,6%	5,9%	8,8%	2,9%	0,0%	11,8%	17,6%	100,0%
<i>assurance</i>	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	16,7%	0,0%	0,0%	0,0%	16,7%	0,0%	16,7%	33,3%	0,0%	0,0%	16,7%	100,0%
<i>société financière</i>	4,5%	4,5%	4,5%	0,0%	0,0%	22,7%	4,5%	0,0%	18,2%	4,5%	31,8%	0,0%	0,0%	4,5%	0,0%	100,0%
Indépendante	2,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	8,2%	10,2%	4,1%	18,4%	22,4%	10,2%	4,1%	4,1%	16,3%	0,0%	100,0%
<i>dont gestion alternative</i>	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	12,5%	8,3%	8,3%	20,8%	16,7%	0,0%	8,3%	4,2%	20,8%	0,0%	100,0%
<i>gestion mixte</i>	4,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	4,0%	12,0%	0,0%	16,0%	28,0%	20,0%	0,0%	4,0%	12,0%	0,0%	100,0%
Répartition moyenne	3,6%	0,9%	2,7%	0,9%	2,7%	9,0%	6,3%	3,6%	18,9%	12,6%	14,4%	4,5%	1,8%	11,7%	6,3%	100,0%

Sources : données AMF janvier 2008, calculs de l'auteur

On retrouve la sur-représentation des sociétés de gestion alternative indépendantes autour de la Place Vendôme (Place Vendôme, Gaillon) et des Champs-Élysées (Champs-Élysées, Chaillot). On remarque l'absence significative de sociétés de gestion dédiées uniquement à la gestion alternative dans le quartier de la Madeleine qui est pourtant un lieu traditionnel des activités financières.

Le tableau suivant indique les prix (exprimés en euros) au m² des appartements observés au premier trimestre des années 2003, 2007 et 2008.

Les sociétés de gestion alternative sont le plus souvent propriétaires de leur bail, cet engagement s'intégrant dans leur stratégie d'investissement. Les prix indiqués dans le tableau 12 sont ceux contractés lors de la vente foncière d'habitations ; toutefois, à travers un échantillon, nous avons pu vérifier que les prix à usage professionnel étaient sensiblement les mêmes. Les informations portant sur l'année 2003 qui correspond à la création et à l'installation de nombreuses sociétés de gestion à Paris sont très instructives.

Les secteurs de prédilection des sociétés de gestion alternative indépendantes sont des quartiers où le prix du foncier est parmi les plus élevés de la capitale. Le choix d'implantation n'est donc pas guidé par la minimisation des coûts immobiliers.

Tableau 12 : Prix des appartements parisiens

Arrondissement	Quartier	1er trim. 2003	1er trim. 2007	1er trim. 2008
1er	<i>moyenne</i>	4 600	7 274	8 110
	Place Vendôme	5 799	7 589	9 760
2ème	<i>moyenne</i>	3 982	6 364	7 020
	Gaillon	7 790	7 790	7 790
	Vivienne	4 590	5 789	8 000
8ème	<i>moyenne</i>	4 991	7 418	8 360
	Faubourg du Roule	4 751	7 192	8 300
	Champs-Élysées	5 939	10 000	11 010
	La Madeleine	4 810	7 253	8 500
9ème	<i>moyenne</i>	3 633	5 832	6 590
	Chaussée d'Antin	3 849	6 302	7 210
16ème	<i>moyenne</i>	4 643	6 850	7 610
	Chaillot	4 610	7 189	8 210
17ème	<i>moyenne</i>	3 578	5 673	6 240
	Ternes	4 230	6 431	7 280
Courbevoie	La Défense	2 622	4 481	4 710
Moyenne des secteurs privilégiés par les sociétés de gestion alternative indépendantes	Place Vendôme, Faubourg du Roule, Champs Elysées, Chaillot	5 275	7 993	9 320
<i>Paris</i>	<i>moyenne</i>	3 687	5 878	6 430

Sources : chambre des notaires de Paris, calculs de l'auteur

Si le prix ne constitue pas un facteur explicatif du choix de localisation, les deux autres caractéristiques du marché foncier – disponibilité, préférence - pourraient justifier ce choix de localisation. Les sociétés de gestion alternative indépendantes sont de petites structures, ne nécessitant pas d'espaces importants. Les grands espaces de La Défense ou de Canary Wharf ne sauraient répondre à leurs besoins. Il est par conséquent cohérent que les sociétés de gestion alternative, excepté les filiales de groupes (Lyxor, Sinopia à Paris, Barclays, HSBC à Londres), ne soient pas présentes dans ces secteurs. Les organismes indépendants privilégient donc des immeubles comportant des espaces de travail de taille modeste. C'est le cas à Londres des hôtels particuliers de Mayfair, à Paris du quartier de la Place Vendôme.

La disponibilité constitue un dernier facteur conjoncturel pouvant expliquer la localisation urbaine. Deux époques sont à distinguer : celle des années quatre-vingt pour Londres avec l'apparition relativement discrète de ces structures, celle des années 2000 à Londres et Paris lors de l'avènement au grand jour de la gestion alternative. Pour ce qui est des années quatre-vingt, les gérants londoniens interrogés nous ont rapporté que de nombreux hôtels étaient sur le marché à des prix très compétitifs. Mayfair répondait ainsi en tout point à un arbitrage foncier avantageux. La donne diffère vingt ans après. En effet, les prix se sont considérablement accrus et nombre d'acteurs, sociétés de gestion alternative et autres, sont dorénavant intéressés par ce secteur qui offre de nombreux avantages. Toutefois, en raison de la forte mortalité des sociétés de gestion des *hedge funds*, ce secteur maintient un

niveau de liquidité suffisante pour pouvoir satisfaire les désirs des nouveaux venus. Ainsi, les nouvelles sociétés de gestion continuent à s'installer à Mayfair alors même que le prix du foncier y est élevé.

Pour ce qui est de Paris, la disponibilité semble être l'argument principalement invoqué par les personnes interrogées. Les sociétés de gestion alternative ont profité de la vacance de locaux dans le centre de Paris. Cette vacance s'expliquait par le prix élevé de l'immobilier qui incitait les groupes à quitter des locaux relativement étroits pour des espaces plus grands en proche banlieue (La Défense, Levallois-Perret, Saint-Denis, Montreuil). Des immeubles furent ainsi libérés dans les années récentes et les sociétés de gestion alternative purent s'installer en occupant seulement des lots libérés (un ou deux étages) dans les hôtels haussmanniens.

La localisation urbaine n'est pas guidée par des critères de minimisation de coûts ou de congestion. Les forces centrifuges qui concourent à la désertion du centre-ville ne sont aucunement à l'œuvre ici. Cette implantation relève pour autant d'un double arbitrage rationnel, résultant de l'activité même des sociétés de gestion alternative.

Ce choix résulte d'une allocation optimale du portefeuille, l'immobilier constituant un investissement pour la société de gestion, au même titre qu'un placement financier. A cet égard, on peut constater que les quartiers parisiens choisis sont très liquides et ont connu ces cinq dernières années une hausse significativement importante, assurant un rendement conséquent (+ 43,4%, contre une moyenne parisienne de + 42,7%). Ce constat s'applique aussi au quartier de Mayfair à Londres ou à la ville de Greenwich dans l'état de New-York.

Ce choix se justifie aussi comme un moyen pour une organisation de petite taille sans véritable réputation de se faire connaître auprès des clients et d'attirer des employés.

4.2 Un choix rationnel pour une société en quête de confiance

Les sociétés de gestion alternative indépendantes ont développé une culture de la confidentialité²². Etant très souvent indépendantes de groupes financiers (particulièrement à Londres), elles ne peuvent se prévaloir de la réputation organisationnelle de ces structures. Ces sociétés n'ont pas fait le choix du recours au marché pour se financer ; elles n'ont pas d'obligation d'information publique. En France, au Royaume-Uni et en Suisse, les autorités nationales de régulation ont un droit de regard sur leurs activités, dès lors qu'elles sont agréées par celles-ci, mais les sociétés de gestion alternative n'ont pas pour culture de communiquer publiquement. Les informations privées, destinées aux clients et aux

²² Des initiatives récentes de l'AIMA, d'IOSCO, du HSFb prônent l'instauration de pratiques plus transparentes des sociétés de gestion alternative. Cf. Aglietta et Rigot (2008).

employés, restent discrétionnaires et confidentielles, d'autant que la commercialisation est l'objet d'une surveillance attentive de la part des régulateurs²³ quand elle n'est pas totalement interdite comme en France pour les fonds *offshore* (cf. Cavalier et Suel, 2008). Dès lors, la localisation est pratiquement la seule information publique accessible et constitue en tant que tel un signal pour les futurs clients et les futurs employés. La localisation participe de cette construction d'un double lien de confiance entre le client et la société de gestion alternative d'une part, entre l'employé et la société de gestion alternative d'autre part.

Attirer des clients

Dans un contexte où toute commercialisation, entendue comme une démarche active et publique de recherche des clients par les vendeurs, est au mieux très contrôlée et au pire prohibée ou découragée (Cavalier et Suel, 2008), la présence physique dans un lieu huppé constitue un signal positif pour les clients, un collatéral. La localisation constitue un signal, un label ; une expatriation serait a contrario un signal négatif envoyé à la communauté. Suire et Vicente (2008) parlent de marketing territorial : les firmes installées profitent de l'image du quartier, du capital symbolique acquis par la présence antérieure de sociétés réputées. Ce capital symbolique intervient sans doute aussi dans le choix d'une adresse huppée, signe d'appartenance à la classe bourgeoise, élément mis en exergue dans les travaux sur la sociologie des bourgeois par Pinçon et Pinçon-Charlot (2004). Ainsi, si de nouvelles *start-up* Internet ont opté pour le Sentier entre 1999 et 2001, c'est parce que des précurseurs (Yahoo.fr et Lycos) s'étaient installés dans ce quartier²⁴. On peut appliquer ce même raisonnement pour l'implantation de la seconde vague des *hedge funds* au Hedgistan à New York, à Mayfair à Londres.

Toujours dans la perspective d'attirer un client, la concentration facilite la rencontre (*matching*) avec les clients. Ainsi l'installation d'une société de gestion alternative procède d'une volonté d'être à proximité des autres pour inciter les clients — sociétés de fonds de fonds, investisseurs institutionnels, banques privées, individus fortunés — à venir à vous. Ces derniers accepteraient de payer un coût de transport et un effort de déplacement, que si la société de gestion affiche des performances significativement supérieures aux autres. Ainsi, à Mayfair ou à Paris, un investisseur étranger peut rentabiliser son séjour en visitant en un temps record nombre des sociétés de gestion alternative. Il est fréquent que les sociétés de gestion soient localisées dans la même rue, voire dans le même immeuble. Ainsi, sur Paris, Adi et Sycomore Asset Management sont logés dans le même bâtiment (24-32, rue Jean Goujon), situé dans l'immeuble de LVMH, domicilié pour sa part avenue Montaigne. De même sur Londres,

²³ Les régulateurs veillent en effet à ce que ces produits hautement risqués soient distribués à des clients avertis, comme l'indique très clairement la réglementation française des fonds ARIA, et consentants.

²⁴ Dalla Pria, Vicente (2006) précisent que le choix des premiers entrants Yahoo et Lycos procédait d'un calcul économique rationnel de disponibilité d'une technologie (accès à l'internet haut débit via la connexion sur le GIX PARIX) et d'arbitrage foncier (vacances d'espace à faible loyer).

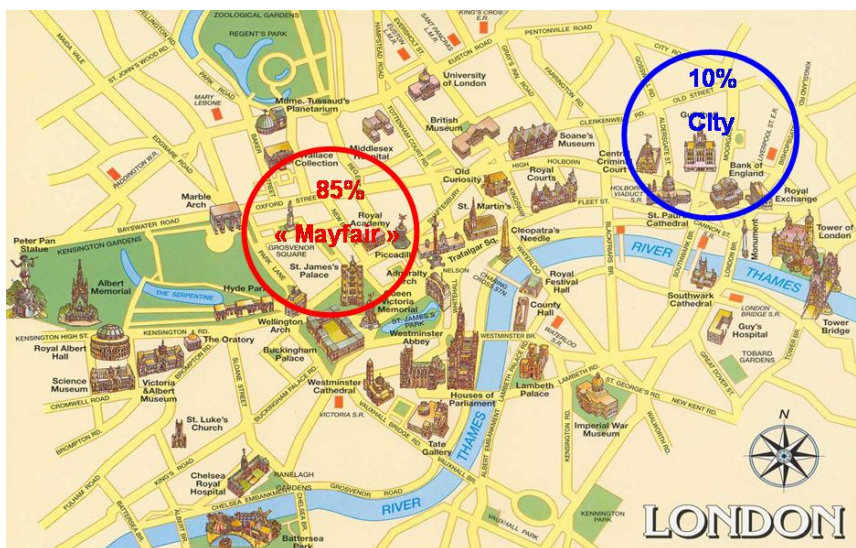
Gartmore Investments et GLG Partners, qui sont parmi les grosses sociétés de gestion alternative, résident au 1 Curzon Street.

En ce qui concerne Mayfair, un troisième élément est venu appuyer cette thèse de la quête de la confiance des clients par une localisation particulière. Cette explication provient du constat fait lors de nos entretiens à Mayfair de la proximité géographique des sociétés de gestion alternative avec une institution toute britannique : les clubs privés. Un entretien fut même réalisé dans un club, à l'invitation du gérant. Il nous est donc apparu intéressant d'avancer un nouveau facteur explicatif de cette localisation hors City : la possibilité offerte aux gérants d'accéder aux membres de ces clubs qui sont généralement fortunés, connectés avec l'élite politique, économique et financière anglaise. La plupart des gérants interrogés ont nié ce lien. Toutefois, trois nous ont déclaré être membres de clubs et un gérant nous a narré son expérience de la fréquentation des clubs, confirmant notre intuition. Nous le citons :

« J'ai participé parfois à des dîners dans les salles privées des clubs où nous retrouvions des financiers autour d'une bonne table. 95% des conversations sont inutiles, par contre 5% se sont avérées utiles. Nous avons pu nouer des contacts avec des clients. Toutefois, ce contact n'était ni volontaire, ni organisé. »

Nous retrouvons dans cet extrait l'influence des liens faibles et informels. Leur importance dans les échanges marchands a été mise en évidence par Granovetter (1974) sur le marché du travail et constatée depuis sur d'autres marchés. Les liens forts correspondent aux connexions établies au sein d'une communauté (religieuse, organisationnelle, de pratiques), les liens faibles sont tissés entre des communautés, ils sont non contractuels, moins engageants (pas d'intensité émotionnelle, de codes préalables) et moins coûteux. Ce sont ces liens qui *in fine* fournissent des informations pertinentes assurant l'évolution des groupes et une meilleure allocation.

Figure 7 : Carte des clubs à Londres



Sources : www.allinlondon.co.uk, calculs de l'auteur

Les clubs sont en effet depuis leur création en 1652 (Coffee Houses) le lieu de rencontre privilégié des politiques, des industriels, des commerçants, des Lords, des financiers. Chaque club a son particularisme (orientation politique Whigs/Tories/Jacobites, appartenance à un corps militaire Navy/Air Force, à une université Cambridge/Oxford,...)²⁵. Nous avons recensé les clubs privés et déterminé leur localisation à partir de sites internet publics²⁶. 85% des clubs sont situés à Mayfair et à Saint James Park, la City (10%) regroupant des clubs dédiés à des financiers. La ressemblance entre les deux cartes est flagrante : les sociétés de gestion alternative sont dans la zone où se sont historiquement développés les clubs sous l'ère victorienne.

Dans un contexte d'opacité volontaire et de refus de communiquer, l'installation des sociétés de gestion alternative à Mayfair est une solution économique pour attirer une clientèle cible. La fréquentation de clubs ou simplement la présence physique permet de tisser des liens hors marché, propices pour des activités peu réglementées ou devant rester discrètes.

Attirer des employés

La localisation vise aussi à attirer les employés en leur proposant un cadre de travail alternatif à celui prévalant dans les groupes financiers : des bâtiments de taille humaine, situés dans des quartiers plaisants, à proximité de transports urbains. Le 8^{ème}, Mayfair ou Greenwich satisfont pleinement à ces critères. Un gérant londonien nous expliquait ainsi :

« Si les *hedge funds* ont choisi le quartier de Mayfair c'est d'abord parce que c'était bien moins cher qu'à la City. En plus, il y avait des bâtiments vacants de taille moins grande que ceux construits à Canary Wharf. Enfin, c'est à deux encablures de Hyde Park, dans un quartier agréable. Il ne faut pas oublier que les *hedge funds* ont été créés par des déçus de grosses structures financières de la City ou de Canary Wharf. Ils avaient envie de changer d'activité professionnelle mais aussi de qualité de vie. La perte de salaire et le risque pris en quittant leur position se trouvaient ainsi, en partie, compensés par cette localisation plus attrayante. Nombreux sont ceux qui habitaient autour de Hyde Park, notamment les français, le lycée français étant à proximité. »

Cet argument de qualité de vie nous a aussi été rapporté à Genève :

« Autre chose par exemple, si on regarde pourquoi les gens sont venus pour établir un fonds, il y a plein de raisons. Une question de style de vie : Zurich, Genève sont souvent en tête de toutes les listes des villes les plus agréables à vivre. »

De même sur Paris :

« Avant nous étions Place Vendôme, une adresse inoubliable, sensationnelle. C'était trop petit, raison pour laquelle nous avons dû changer de locaux et migrer vers le 8^{ème}. »

²⁵ www.victorianweb.org/history/clubs.html

²⁶ www.allinlondon.co.uk, www.squaremeal.co.uk

Cette explication de l'implantation dans une fin épicurienne n'est pas exclusive aux *hedge funds* ; elle est commune aux *start-up* de la connaissance. Les employés et les créateurs des *start-up*, généralement jeunes, chercheraient à concilier lieu de travail et lieu de plaisir (Dalla Pria, Vicente, 2006). Ce résultat est d'ailleurs généralisable, les zones qui ont historiquement attiré les hommes et les entreprises étant plus agréables à vivre²⁷.

La localisation urbaine est pour les sociétés de gestion alternative un instrument économique à part entière : un investissement financier liquide et rentable, un media publicitaire à destination des clients, un outil de recrutement. La concentration dans des quartiers fortunés et conviviaux résulte donc d'un phénomène rationnel justifié par la nature organisationnelle particulière des sociétés de gestion alternative. L'opacité et la recherche de performance absolue, maîtres mots de l'activité alternative, expliquent l'implantation urbaine.

5 LES FORCES CENTRIPETES A L'ECHELLE INTERNATIONALE

Il convient à présent de comprendre pourquoi certaines capitales sont privilégiées plutôt que d'autres, si cette polarisation est inéluctable ou si elle pourrait évoluer. Les facteurs traditionnellement invoqués par la nouvelle économie géographique pour justifier la localisation des activités productives sont :

- ceux relatifs à l'avantage comparatif du pays ou du quartier : ils rendent compte des avantages relatifs en termes de débouchés, de fonction de production (coût et qualité des facteurs de production - travail, capital -, différentiel de réglementation - fiscalité, droit des sociétés,... -).
- ceux liés à la dimension historique d'agglomération des activités productives (*cluster*) : la disponibilité de services annexes permise par la concentration (informaticiens, comptables, juristes, services financiers,...), la disponibilité de main d'œuvre compétente.

Dans le cas des sociétés de gestion alternative, les facteurs à l'oeuvre sont :

- pour ce qui est des avantages comparatifs : principalement ceux relatifs aux débouchés (proximité avec le client), à la main d'œuvre (haut capital humain, talents divers), à la réglementation et à la fiscalité ;
- pour ce qui est des externalités induites par l'agglomération antérieure des activités similaires : la disponibilité de services annexes et surtout le réseau informel qui permet la communication d'informations dans une activité fortement opaque.

²⁷ Brueckner, Thisse et Zenou (1999) ont développé un modèle d'aménités urbaines pour expliquer la localisation historique des activités humaines.

Nous renvoyons à Cavalier et Suel (2008) pour l'étude comparative de la réglementation et la fiscalité pesant sur les *hedge funds*, les sociétés qui les gèrent et les clients qui y investissent. Réalisée en comparant Paris et Londres, cette étude conclut principalement à l'amenuisement des avantages de Londres dans ces domaines. Bien sûr, on ne peut nier l'effet de *lock-in* qui est induit par l'existence antérieure de ces avantages et qui s'inscrit dans une dépendance au sentier plus large dont il va être question plus loin.

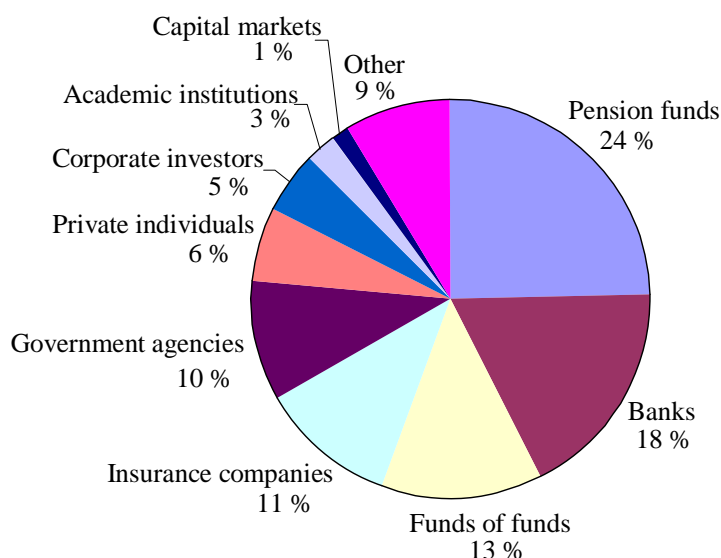
5.1 Des avantages comparatifs

La proximité des clients

Les clients historiques des fonds alternatifs européens furent les personnes fortunées. C'est seulement au début des années 2000 que les investisseurs institutionnels investirent dans la gestion alternative. Cet historique traduit en partie la genèse des *hedge funds* par hybridation de la gestion privée (ou gestion de fortune) avec la gestion collective ; de la première la gestion des *hedge funds* tire notamment le secret et de la seconde surtout la technicité. Ceci a induit une innovation financière où une main d'œuvre très technique est mobilisée dans un contexte relativement artisanal.

En 2005, la répartition de la clientèle des fonds alternatifs s'établissait ainsi :

Figure 7 : Les investisseurs dans les fonds alternatifs à l'échelle mondiale en 2005



Source : EVCA/PWC/Thomson Financial

La part des investisseurs institutionnels est croissante. Ainsi, il importe de distinguer deux phases dans la dynamique des fonds alternatifs: celle des années quatre-vingt/quatre-vingt dix où l'activité reste confidentielle et circonscrite à une cible traditionnelle de la banque privée, puis les années 2000, où

L'activité se popularise et croît considérablement. Londres et Genève, places fortes traditionnelles de la gestion privée, furent logiquement les lieux privilégiés pour l'installation des premières sociétés de gestion alternative. Ainsi, un facteur qui a pu historiquement faciliter l'installation de cette activité à Mayfair vient du fait que ce quartier était le lieu traditionnel de la banque privée, la City étant plutôt dédiée aux activités de marché et aux banques commerciales. Les entretiens effectués à Genève confirment le rôle prépondérant de la présence de banques privées dans l'installation et le développement de la gestion alternative en Suisse, comme le montre l'extrait suivant :

« Cette activité de gestion privée existe depuis 300 ans, depuis les protestants français qui ont quitté la France. Beaucoup d'argent arrivait depuis fort longtemps mais n'était pas relayé dans les fonds. Un gérant de fortune n'a pas besoin de travailler pour une banque. Ces vingt ou trente dernières années, les gérants de fortune ont cessé d'acheter des actions. Ils ont investi dans des fonds puis dans des fonds de fonds. Il y a donc une masse de capitaux à placer et une bonne partie est contrôlée par ces gérants indépendants de fortune qui n'existent pas en France, même si ils viennent d'être créés. Ici à Genève, ce tissu est pharamineux. En centre ville, on peut trouver des immeubles affichant à leur entrée 7 plaques d'*Asset Managers*, chacun gérant 7 milliards d'euros. Ils n'ont pas de fonds maisons, ils sont ouverts et ils s'intéressent à vous dès le démarrage. Il y a donc un contexte institutionnel très favorable : des indépendants ouverts à des nouvelles idées qui, pour justifier leur existence auprès de leur client, investissent dans des fonds jeunes et innovants. », extrait entretien genevois n°2.

Dans les années 2000, les investisseurs institutionnels (fonds de pension, assurance, fonds de fonds) sont devenus les clients prépondérants des sociétés de gestion alternative. La nécessité de la proximité aurait pu de prime abord sembler moins prégnante, du fait des progrès des technologies de communication qui assurent sécurité, rapidité et faible coût des échanges informationnels. Les déplacements sont aisés, les coûts de transports ne constituent aucunement une barrière à l'entrée, les investisseurs n'hésitant pas à se déplacer pour rencontrer les gérants. Ainsi, les gérants interrogés à Londres nous déclaraient avoir relativement peu de clients britanniques. De même, un gérant suisse nous signalait que son principal client était mandaté par des fonds de pension scandinaves.

Toutefois, la contrainte de proximité perdure notamment pour les sociétés jeunes qui pour se faire connaître privilégient la proximité géographique. Dès lors que la société acquiert une reconnaissance, qu'elle attire des investisseurs lui permettant de gérer une centaine de millions d'euros, la confiance s'installe et la contrainte de proximité est moins forte. Ainsi la localisation géographique procède d'un calcul marchand de captation de la clientèle.

La présence d'investisseurs institutionnels locaux prêts à rentrer dans un fonds alternatif est un argument souvent avancé pour les gérants français pour expliquer la faiblesse de l'activité de gestion alternative en France. En effet, ayant peu d'investisseurs institutionnels locaux et n'étant pas

suffisamment importantes pour attirer des clients étrangers, les sociétés indépendantes de gestion alternative de petite taille auraient de grandes difficultés à drainer des capitaux.

La faiblesse de la demande locale française s'expliquerait par :

- le contrôle exercé par les banques et les assurances sur le marché de la gestion de fortune et de la gestion grand public. Les structures indépendantes, que la gestion soit traditionnelle ou alternative, ont du mal à trouver directement des clients sur le marché français, contrôlé par les groupes dominés par les banques et les assurances. Le statut récent de Conseillers en Investissements Financiers (CIF) n'a pas modifié la structuration institutionnelle de l'activité de gestion d'actifs française.
- la faiblesse des fonds de retraite : les fonds de pension sont les principaux pourvoyeurs de capitaux dans les économies ayant opté pour la retraite par capitalisation. Les fonds de retraite existants (Agirc-Arco, Concava) ont dû modifier leurs règlements pour investir dans les fonds ARIA28. Les sociétés françaises de gestion, traditionnelle ou alternative, n'ont pas accès à un tel débouché.
- la « frilosité des investisseurs institutionnels français » (*dixit* un interviewé) : l'assurance – principale pourvoyeuse française de capitaux- n'investit que modérément dans la gestion alternative et, quand elle le fait, elle privilégie les fonds de fonds alternatifs et les fonds maison (*cf.* statistiques). Outre le poids des contrats d'assurance en euros, les contraintes réglementaires imposées en termes de prise de risques, de liquidité, de titres éligibles, si elles s'avèrent nécessaires à la régulation macro-prudentielle, limitent les possibilités des assurances à investir dans la gestion alternative.

Dès lors comme le regrettait un gérant alternatif français :

« Aujourd'hui, la gestion alternative française n'a pas de marché. Or si vous n'êtes pas fort sur votre marché domestique, ce n'est pas possible de développer une activité. »

Le coût et la disponibilité d'une main d'œuvre qualifiée

Un deuxième argument concerne le coût du travail. La motivation usuelle des délocalisations industrielles réside dans le différentiel de coût de la main d'œuvre. Cet argument ne peut motiver la localisation des sociétés de gestion puisque les lieux de concentration, Londres ou New York, sont des places où la main d'œuvre est chère. La disponibilité de la main d'œuvre compétente pourrait constituer par contre un élément expliquant l'implantation des organisations productives. Toutefois Londres ne possédait pas à l'origine le personnel compétent. Les compétences vinrent de New York où depuis longtemps l'activité de gestion alternative existait et de Paris où des ingénieurs innovants avaient

²⁸ Interview de S. Terris, directrice du pôle pilotage financier de Ionis, Gestions Alternatives magazine, n°13, juillet-août 2008, p. 29.

développé en interne (dans de grandes structures) des modèles de gestion sophistiqués. Ce point connu nous a été rappelé à maintes reprises lors de nos entretiens :

« L'installation des *hedge funds* à Londres s'est passée il y a dix ans. Il est faux de croire qu'à cette époque les personnes compétentes étaient à Londres. Elles étaient à Paris, formées par les grandes écoles et présentes dans des équipes pionnières (CCF, Société générale). Les français sont venus à Londres. Aujourd'hui la donne est différente : on trouve des personnes compétentes sur Londres, mais ce n'était pas le cas au milieu des années quatre-vingt dix. »

En effet, Londres peut se permettre de payer très cher des salariés et attire ainsi de loin, par exemple de Paris, les spécialistes qu'elle recherche. Depuis, Londres a également développé des programmes de formation. Tous ces éléments lui permettent à présent de disposer d'un bassin conséquent de compétences.

Cette question de la disponibilité de la compétence nuit aux places secondaires ne disposant pas d'un volume suffisant d'étudiants quantitatifs et d'ingénieurs financiers. Ce n'est pas le cas de Paris qui grâce à ses universités et ses grandes écoles possèdent ces compétences. C'est le cas par contre de Genève.

Ainsi, la star de la gestion alternative Philippe Jabre, condamné par la FSA²⁹ pour délit d'initié et contraint de quitter Londres, créa une société nouvelle de gestion alternative à Genève en octobre 2006. Il y a rencontré des difficultés à recruter des collaborateurs et il a dû finalement les débaucher de Londres. Cette aventure nous a été rapportée lors de nos deux entretiens genevois :

« En termes de qualification, on dit que P. Jabre quand il s'est installé il y a un an a trouvé difficilement les profils qu'il souhaitait et il a dû les importer de Londres. Il a levé de suite 3 milliards. Dans notre cas, on a trouvé du personnel sans problème avec les langues qu'il fallait. Mais, notre structure est petite, seulement douze personnes. P. Jabre a recruté 65 personnes, le problème était tout autre. »

5.2 Avantages liés à l'agglomération antérieure des services financiers

Le second ensemble de facteurs expliquant la localisation internationale provient de l'agglomération antérieure de services, d'entreprises, d'institutions dédiées au monde de la finance. Les externalités positives engendrées par cette concentration justifient l'installation de nouveaux organismes qui consomment les services présents et incitent à leur développement. Cet effet boule de neige à rendements croissants que l'on associe à la notion de *cluster* produit une dépendance à l'histoire qui n'exclut aucunement l'innovation. Londres, étudiée notamment par Clark (2002), constitue une figure emblématique de cette permanence évolutionnaire. Londres se serait constituée comme *cluster* dans les

²⁹ Et par l'AMF.

alentours des années 1810 et depuis lors elle a su s'adapter aux transformations du monde de la finance (Michie et Mollan, 2008), la gestion alternative n'étant qu'une évolution parmi tant d'autres. Une telle innovation découle de la présence à Londres de deux traditions fortes, l'une en matière de gestion privée et l'autre en matière de gestion collective. Les va-et-vient entre ces deux branches, et leur hybridation, ont précisément été rendus possibles par leur fort développement et leur coexistence au sein du *cluster* londonien.

Le *cluster* procure (Roberts, 2008) : un marché du travail spécialisé et dense, un « district industriel »³⁰, source de services variés et de qualité, un tissu de relations informelles particulièrement utile aux activités marchandes fondées sur la connaissance et la confiance.

Un district financier

Un des particularismes des *clusters* est la très forte division du travail et la très forte spécialisation qui y règnent. La zone présente un maillage d'entreprises indépendantes qui proposent des services ciblés sur les besoins spécifiques des sociétés financières. Ces services concernent l'informatique, la comptabilité, la fiscalité, le juridique ou encore les services financiers (*prime broker*, courtiers).

Les gérants interrogés nous ont abondamment vanté cet avantage londonien :

« Ici (NB : à Londres), on a un problème informatique, un informaticien est là en 15 minutes. On veut un réseau, c'est fait dans la journée. C'est extrêmement rapide. En termes de *broker*, c'est pareil, c'est beaucoup plus rapide. Tout est centralisé, tout marche. Et cela contribue au succès de Londres. »

Toutefois, les gérants français ont insisté sur le fait que Paris disposait des mêmes atouts et qu'il était tout aussi facile de s'assurer les services d'un *prime broker* à Paris. De même, Genève semblait disposer de services de toute aussi bonne qualité.

Dès lors, cette caractéristique de *cluster* ne nous semble déterminante dans le choix de Londres que pour l'accès à la clientèle dont nous avons parlé plus haut. En effet, l'histoire a créé à Londres une agglomération exceptionnelle et très diversifiée —en termes de nature et de taille— d'institutions financières, agglomération qui confère à cette place le privilège d'engendrer, de recevoir et de développer une fraction significative des innovations financières, tout du moins en Europe. Une telle agglomération est aussi de nature à catalyser l'élément suivant.

³⁰ Notion originellement proposée par A. Marshall (1890) dans ses *Principles of Economics*.

Un réseau informel

- une main d'œuvre internationale

Depuis une trentaine d'années, des études économiques se sont intéressées à l'effet de l'hétérogénéité du facteur travail et notamment de la diversité ethnique. Les résultats théoriques sont ambigus sur l'effet global de la diversité sur la performance économique (*cf.* Alesina et La Ferrara, 2005), le groupe facilitant la cohésion. Toutefois, l'innovation pourrait être liée à la diversité. La finance, longtemps restée fermée socialement, a intégré cette dialectique ces vingt dernières années en diversifiant l'origine ethnique et scolaire de ses employés. Cette mixité se retrouve dans les sociétés de gestion alternative à Londres ou Genève où les étrangers sont plus nombreux que les locaux. L'existence d'un *cluster* présuppose la présence de structures éducatives de haut niveau à même d'attirer les meilleurs étudiants du monde, le diplôme leur assurant l'entrée dans les entreprises du district. Ainsi, le *cluster* se renouvelle sans cesse avec des profils différents, assurant une diversité nécessaire pour alimenter les entreprises installées. Ainsi, le *cluster* permet l'apparition sur un même espace de différentes communautés, complémentaires qui vont s'enrichir l'une l'autre via les liens faibles noués occasionnellement. Ce résultat a été mis en exergue dans la réussite de la Silicon Valley (*cf.* Dibiaggio et Ferrary, 2003).

Parce qu'elles attirent des étudiants du monde entier, Londres et Genève offrent une diversité ethnique et linguistique considérable. Paris le fait aussi, mais le recours quasi exclusif au français pour l'obtention des diplômes et dans le cadre des relations de travail (pratique encouragée par le cadre législatif comme l'illustre le vote de la loi Toubon du 4 avril 1994, dont les modalités de mise en œuvre ont toutefois été assouplies par le Conseil d'Etat) constitue une barrière à l'entrée pour tous les candidats non francophones. Ces derniers privilégient Londres, les Etats-Unis et Genève.

Une fois embauchés, ces étudiants étrangers pourront s'avérer être des ambassadeurs en leur pays, dans leur langue, des produits développés par leur société de gestion. Ainsi, malgré la relative opacité, les fonds pourront être proposés et distribués dans leur pays d'origine grâce au réseau personnel de l'employé, comme cela nous a été exposé à Londres par un gérant.

- les liens faibles permis par la proximité humaine

La diffusion du savoir est capitale : la performance des fonds alternatifs dépend de leur rapidité de réaction aux informations, à l'innovation, au marché. Certains gérants franchissent d'ailleurs les limites légales (*cf.* P. Jabre). La circulation et donc l'accès à ces connaissances peu formalisées s'avèrent capitales pour la survie des sociétés de gestion alternative indépendantes. La proximité facilite la circulation des connaissances peu formalisées³¹. Le *cluster* permet une mobilité et une fluidité du facteur travail, permettant ainsi la diffusion des savoirs informels³². Les rencontres extra-professionnelles dans les bars ou les soirées amicales constituent aussi des espaces de communication. Les *clusters* trouvent là

³¹ Dahl et Pedersen (2004).

³² Almeida et Kogut (1999).

encore tout leur intérêt, en concentrant sur de petits territoires les professionnels, que ce soit à la sortie de leur lieu de travail ou dans leur lieu de vie. Cet élément est capital pour les sociétés de gestion alternative, le réseau informel leur permettant de se faire connaître et d'acquérir des carnets d'adresses sans en payer le coût. Londres a sur ce plan un avantage considérable sur toutes les autres villes. La présence de groupes financiers est un creuset inépuisable pour ces liens informels.

6 LE RETOUR AUX CLASSIQUES DE LA FINANCE

Cette dernière section explore les dynamiques géographiques envisageables. Le besoin de lien informel qui justifiait la proximité avec les concurrents et les clients dans des zones attrayantes pour les salariés ne devrait plus justifier la localisation. Il est intéressant de faire un rapprochement avec un travail empirique effectué par Dalla Pria et Vicente (2006) sur le « Silicon Sentier », constitué par l'implantation de *start-up* Internet française à la fin des années 2000 dans le quartier du Sentier à Paris. Une fois la bulle Internet explosée, toutes les *start-up* ont quitté ce territoire, certaines ont disparu, d'autres se sont installées en périphérie parisienne.

Ces deux terrains s'avèrent avoir de nombreuses similitudes :

- un secteur innovant de l'économie des connaissances ;
- le développement de petites structures indépendantes, ayant accès facilement à des financements du fait de l'engouement collectif pour ce secteur ;
- une proximité géographique avec une compétition forte des organisations, ne cherchant ni à coopérer ni à diffuser leurs savoirs privés. ;
- l'installation dans le centre des villes pour des considérations d'aménité urbaine.

Avec la fin de la bulle Internet, les firmes survivantes ont été confrontées à des contraintes de financement qui ont motivé leur départ du Sentier (les loyers avaient augmenté de façon exponentielle), d'autres ont été rachetées et ont rejoint les locaux de leur acquéreur. La proximité géographique ne se traduisant pas par une coopération cognitive, la concentration ne s'avérait aucunement justifiée économiquement. L'implantation fut donc guidée par des considérations de coûts et de disponibilités.

Il nous semble que la localisation des sociétés de gestion alternative procédera de façon similaire. Les sociétés rachetées verront leurs équipes rejoindre les locaux de la société acquéreuse dans les zones traditionnellement dédiées à la finance : à Londres la City ou Canary Wharf, à Paris La Défense ou le quartier de Miromesnil.

La crise pourrait toutefois influencer la dynamique organisationnelle en favorisant une concentration autour des groupes intégrés plutôt qu'en favorisant le modèle d'architecture ouverte avec une myriade de structures de petite taille indépendante. En effet, les groupes intégrés (banques et assurances françaises et allemandes) s'avèrent, pour l'instant, moins exposés que les banques d'investissement américaines et les banques commerciales anglaises et européennes (espagnoles, islandaises,...). Les secteurs plus exposés, comme celui de la gestion alternative, pourraient être intégrés à ces groupes soit par le biais de participations majoritaires (*cf.* Matmut et ADI), soit par des politiques de croissance interne (développement de leur filiale alternative), voire de croissance externe (rachat, si leur niveau de capitalisation le permet, de *hedge funds* survivants). Dès lors, les craintes de la faible implantation des *hedge funds* sur le territoire français pourraient disparaître, les groupes français étant en mesure de capturer en interne les savoirs développés par l'activité de gestion alternative, que les équipes soient physiquement localisées à Paris ou à Londres.

7 CONCLUSION

Comme toute innovation financière, les *hedge funds* constituent une innovation susceptible d'être facilement reproduite et cela fournit déjà une excellente raison de veiller à une certaine confidentialité et au contrôle strict de toute information les concernant. De surcroît, la nature du produit et les contraintes qui pèsent sur sa commercialisation, que le produit soit *offshore* ou non, renforcent son opacité. C'est pourquoi, comme nous l'avons vu, la diffusion de l'information, en particulier l'information « molle » diffusée à travers des « liens faibles », est un aspect qui gouverne l'implantation des sociétés de gestion alternative, aussi bien au niveau local qu'au niveau international.

Cette spécificité se combine avec les avantages acquis durant l'histoire plus ou moins récente des places financières pour engendrer un avantage certain de la place de Londres. Plus que d'une ouverture internationale, celle-ci jouit de la présence opérationnelle de très nombreux acteurs majeurs de la finance mondiale, particulièrement en banque d'investissement mais pas uniquement. Cette présence opérationnelle favorise l'existence d'un marché très concurrentiel avec des structures nombreuses et diversifiées, de tailles très diverses, et donc d'un milieu actif favorisant l'émergence et la prospérité d'innovations financières, telles les *hedge funds*. Si les avantages de la place de Londres par rapport à celle de Paris, sur un plan réglementaire et fiscal, vont en s'amenuisant comme le montrent Cavalier et Suel (2008), il n'en reste pas moins que la place de Londres engrange les bénéfices d'avoir mis en place ces nouveaux outils, ce qui est une illustration très concrète de la « dépendance à l'histoire » ou « au sentier ». Cet avantage a rendu Londres très exposée à la crise actuelle. Certains français expatriés au

chômage ou exténués commencent à rentrer sur Paris, permettant ainsi une diffusion des savoirs vers la place parisienne.

Si cette recherche a permis d'établir que les avantages de Londres ne sont pas si nets en matière de marché du travail ou en matière d'accès aux services nécessaires aux sociétés de gestion alternative (y compris les *prime brokers*), il reste que Londres jouit d'un avantage déterminant en matière d'accès à la clientèle. La place financière elle-même, en intégrant notamment les individus fortunés ou bien les investisseurs institutionnels tels que les fonds de pension anglo-saxons, constitue un endroit unique où rencontrer des clients dont l'appétence pour des produits risqués mais à haut rendement, nécessitant un investissement de grand montant et de faible liquidité, est avéré. Une vision globale de ce produit de l'histoire qu'est la place de Londres fait comprendre pourquoi la proximité, voire l'intimité, de tous ces clients potentiels est un aimant inimitable avec lequel il est difficile de rivaliser.

Cette intimité se réalise en particulier dans de petites structures indépendantes, proches d'un certain artisanat *high tech*, qui sont très vivantes à Londres. Ces petites structures sont plus souples pour réaliser des innovations (financières) ; elles sont aussi plus aptes à une commercialisation discrète et sur mesure, dans la tradition de la gestion de fortune. Certes, de même qu'à Paris, il existe de grandes structures multiproduits comme HSBC ou Barclays (sans compter UBS...) mais elles côtoient dans le *cluster* londonien un large vivier de *start-up* jouissant de maints avantages, dont l'accès à la clientèle. Comme dans d'autres secteurs, les PME innovantes éprouvent des difficultés à apparaître et à se développer en France et l'innovation y est largement l'œuvre de très grosses structures, mais avec les limitations qu'implique la taille en termes de souplesse, de réactivité,...

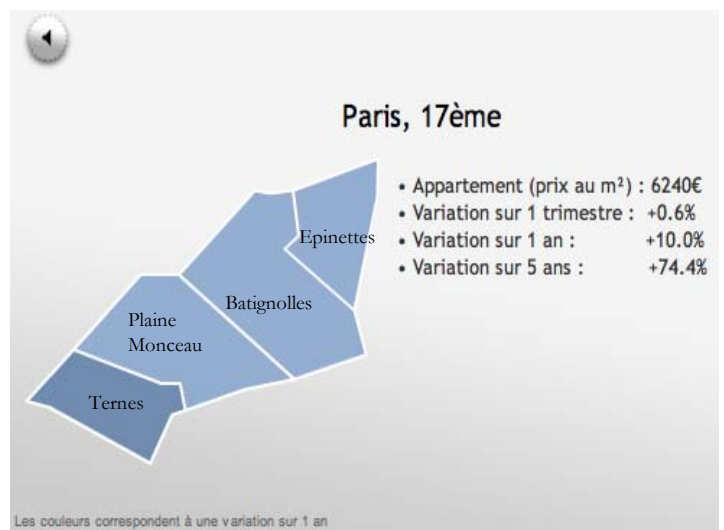
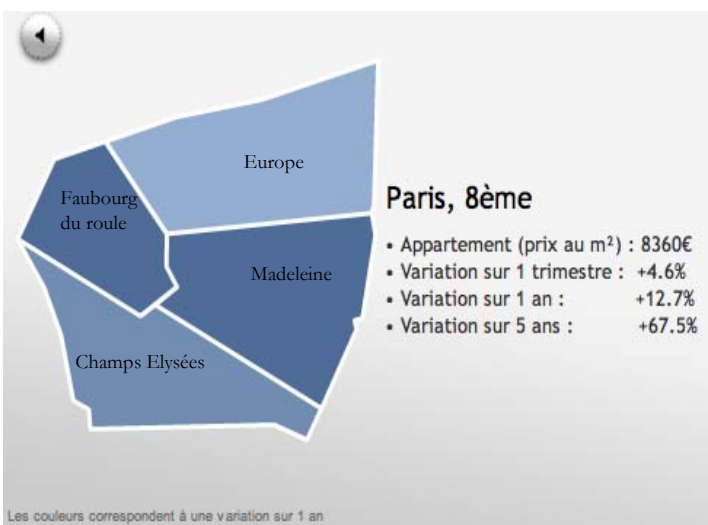
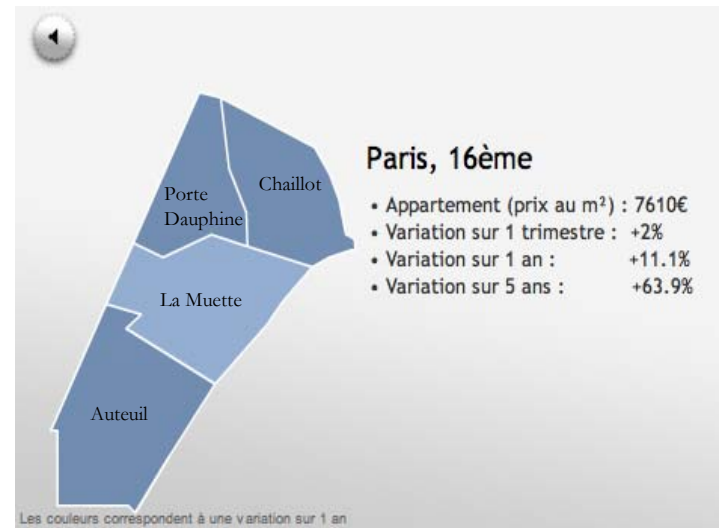
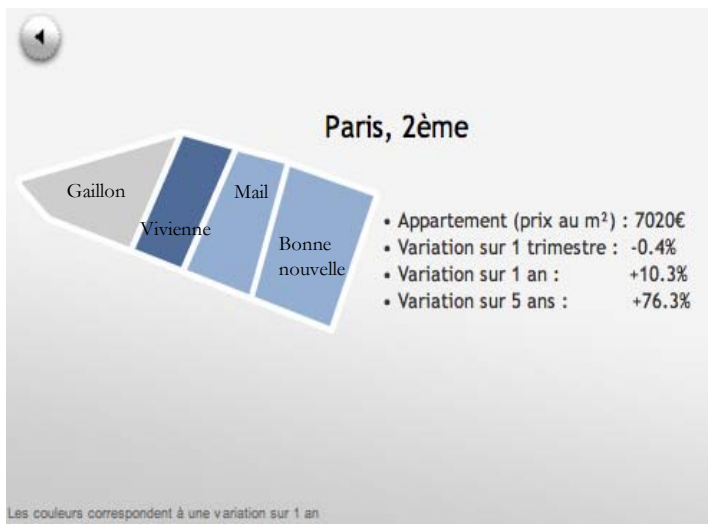
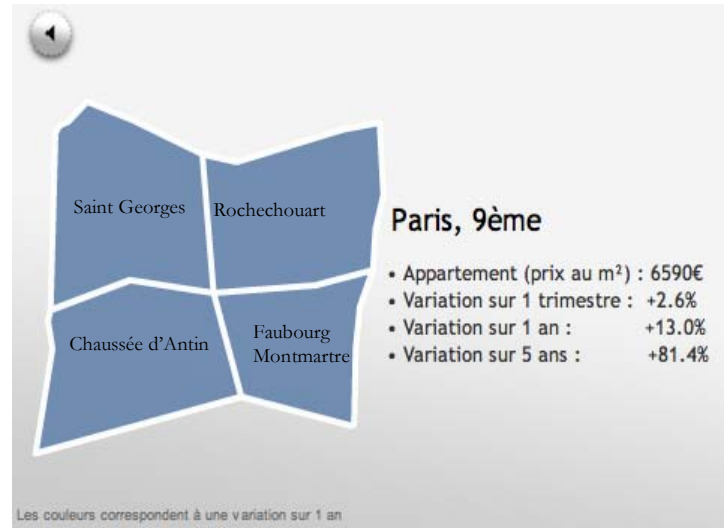
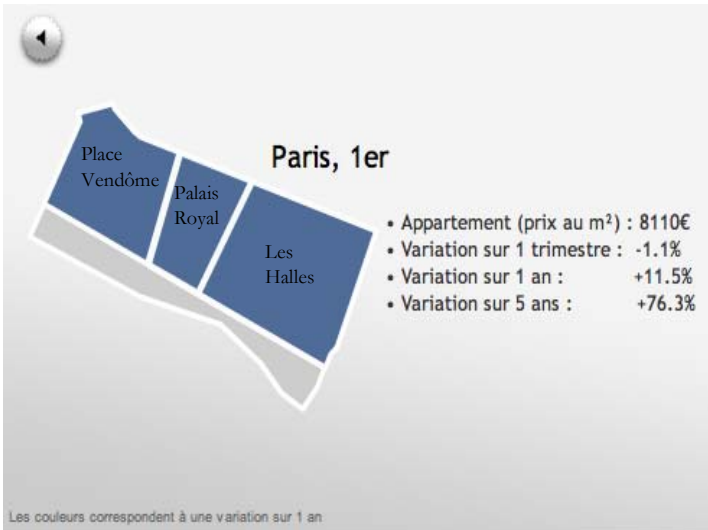
L'industrie des *hedge funds* parvenant à une certaine maturité et certains avantages de Londres ayant été rognés par les réformes menées à Paris (en matière réglementaire, avec la mise en place de fonds ARIA III, ou fonds de fonds alternatifs, ou en matière fiscale), il est possible que le déséquilibre soit corrigé en faveur de Paris. Cette correction pourrait être favorisée par la crise actuelle puisque celle-ci peut conduire à une surveillance plus stricte à Londres ou à New-York des acteurs à risque comme les *hedge funds*. Deux facteurs doivent cependant modérer ce relatif optimisme. D'une part, la dépendance au sentier ne sera pas gommée du jour au lendemain, tout dumping fiscal réglementaire ou fiscal étant exclu. D'autre part, si la place de Paris, avec sa réglementation des fonds de fonds alternatifs, sa haute technicité et sa force de frappe industrielle, est susceptible de gagner des parts de marché grâce aux fonds de fonds, il reste nécessaire que les fonds spéculatifs eux-mêmes vivent et il est probable qu'ils continueront à être gérés là où cette gestion s'est établie jusque là. Les savoirs pourront toutefois être diffusés à l'intérieur des organisations, les groupes français s'en sortant pour l'instant moins mal que les autres pourront être en mesure de conserver, voire de développer leur activité interne de gestion alternative.

BIBLIOGRAPHIE

- Aglietta, M., et S. Rigot, 2008 : « *Hedge funds*, marchés financiers et régulation », Miméo, Etude réalisée pour l'AMF, janvier.
- Agnes, P., 2000 : « The end of geography in financial services: Local embeddedness and territorialization in the interest rate swaps industry », *Economic Geography*, 76(4), 347-366.
- Alesina A., La Ferrara E., 2005 : « Ethnic Diversity and Economic Performance », *Journal of Economic Literature*, Vol. 43, No. 3, pp. 762-800.
- Almeida P., Kogut B., 1999 : « Localisation of Knowledge and the mobility of Engineers in regional Networks », *Management Sciences*, 45, 7, 905-018.
- Bowen H.V., 1993 : « The Pests of Human Society's : Stockholders, Jobbers and Speculators in Mid-eighteenth-century Britain », *The Historical Association*, Blackwell Publishers.
- Brueckner J.K., Thisse J.-F., Zenou Y., 1999 : Why is central Paris rich and downtown Detroit poor? An amenity-based theory, *European Economic Review*, 43, p. 91-107.
- Capelle-Blancard, G., M. Crozet et F. Tripier, 2007 : « La localisation des activités financières dans l'Union européenne », dans *La Place financière de Paris et la consolidation des bourses mondiales* (dir. J. Hamon, B. Jacquillat et Ch. Saint-Etienne), Rapport du CAE, La Documentation française, Paris.
- Capelle-Blancard, G., et Y. Tadjeddine, 2007 : « Les places financières : désintégration, suburbanisation et spécialisation », *Revue d'Economie Financière*, 90, octobre, p. 93-116.
- Carré D., 2008 : « La politique des pôles de compétitivité: que peut-on en dire ? », communication EconomiX, 4 octobre.
- Cassis, Y., 2006 : *Les capitales du capital*, Ed. Slatkine, Genève.
- Cavalier, G., et E. Suel, 2008 : « La localisation des *hedge funds* en France et en Grande-Bretagne et son impact sur les politiques réglementaires (aspects juridiques et fiscaux) », Miméo, Etude réalisée pour l'AMF, juillet.
- Clark, G.L., 2002 : « London in the European financial services industry: Locational advantage and product complementarities », *Journal of Economic Geography*, 2, 433-453.
- Dahl M.S., Pedersen C.R, 2004 : « Knowledge flows through informal contacts in industrial clusters : myth or reality ? », *Research Policy*, 33, 10, p. 1673-1686
- Friedmann, J., 1986, « The world city hypothesis », *Development and Change*, 17, 69-83.
- Dalla Pria Y., Vicente J. 2006 : « Interactions mimétiques et identité collective: gloire et déclin du Silicon Sentier », *Revue Française de Sociologie* 47(2): 293-317.
- Dibiaggio L., Ferrary M., 2003 : « Communautés de pratique et réseaux sociaux dans la dynamique de fonctionnement des clusters de hautes technologies », *Revue d'économie industrielle*, 103, p. 111-130.

- Duranton G., Martin P., Mayer T. et Mayneris F., 2008 : Les pôles de compétitivité : Que peut-on en attendre ?, collection du C E P R EMAP, Éditions Rue d'Ulm/Presses de l'École normale supérieure
- Ferrary M. et Pesqueux Y., 2006 : *Management de la connaissance*, Paris, Economica, 230 p.
- Granovetter M., 2004 : *Getting a Job*, Chicago UP, 1995.
- Hakanson L., 2005 : « Epistemic Communities and Cluster Dynamics : on the Role of Knowledge », *Industrial Districts, Industry and Innovation*, 12, 4, p. 433-463.
- Malkiel B. et Saha, A., 2005 : « HFs: Risk and Return », *Financial Analysts Journal*, Volume 61, Number 6, CFA Institute.
- Michie R.C et Mollan S.M., 2008 : « Networks and Clusters: The City of London as a Global Financial Centre since 1870 », Miméo, Communication dans le cadre de la Journée d'étude *Les places financières comme pôles de compétitivité*, 30 janvier 2008, Nanterre.
- O'Brien, R., 1992 : *Global financial integration: The end of geography*, London: Royal Institute of International Affairs.
- Monique Pinçon-Charlot M., Pinçon M., 2004 : *Sociologie de Paris*, La Découverte.
- Porter M., 1998 : « Clusters and the new economics of competition », *Harvard Business Review*, Boston, Nov/Dec.
- Roberts R., 2008 : « The London financial services cluster since the 1970s: expansion, development and internationalisation », Miméo, Communication dans le cadre de la Journée d'étude *Les places financières comme pôles de compétitivité*, 30 janvier 2008, Nanterre.
- Silber William L (ed.), 1975 : *Financial innovation*, D.C. Heath, Lexington.
- Suire R., Vicente J., 2008 : *Théorie économique des clusters et management des réseaux d'entreprises innovantes*, la *Revue Française de Gestion*, N°184

Annexe : Quartiers parisiens repérés par la Chambre des notaires de Paris
(données 1^{er} trimestre 2008)



Deuxième volet : approche normative

Hedge funds, marchés financiers et régulation

Michel Aglietta et Sandra Rigot

EconomiX, Université Paris X – Nanterre et CNRS

AVANT PROPOS

Ce rapport vise à remplir deux objectifs. D'une part il soumet à une analyse systématique des risques la *doxa* réaffirmée *ad nauseam* selon laquelle les *hedge funds* ont toutes les vertus. Ce seraient les agents financiers qui contribuent le plus à l'efficacité, à l'innovation et à la stabilité des marchés financiers. D'autre part il passe au crible d'une comparaison détaillée les discours et recommandations des associations de défense des intérêts des *hedge funds*, des autorités publiques de régulation et des institutions financières internationales. Les a priori idéologiques des recommandations, pour la plupart anodines, sont mis en évidence au regard de l'importance des risques dont les *hedge funds* sont le siège.

Ce rapport vient aussi à point nommé, parce qu'il a été préparé au cœur d'une crise du crédit qui révèle un extraordinaire cocktail de dysfonctionnements des chaînes de la titrisation en tous leurs segments. Cette crise, qui fait boomerang avec vengeance au sein des banques d'affaire qui l'ont provoquée dans leur avidité de faire des profits sans risque, fait jouer un rôle aux *hedge funds*. Elle permet de poser la question sur la transmission du risque systémique par ces fonds spéculatifs en situation de stress. Le fait qu'ils sont porteurs de risques cachés qui se réalisent par des pertes extrêmes en de rares occurrences est une caractéristique qui explique la sous-estimation largement répandue de la propagation des risques par les *hedge funds*.

Nous avons combiné plusieurs approches. Un retour sur les présupposés théoriques a été nécessaire pour montrer pourquoi la justification du « *benign neglect* » des régulateurs à l'égard des stratégies des *hedge funds* au nom de l'efficacité des marchés n'est pas pertinente. Ensuite l'analyse des risques a été déclinée sous tous ses aspects : *reporting*, levier, concentration des positions, contreparties, non linéarités, ... Il a été ainsi possible de faire une cartographie des risques pour soumettre à une radiographie systématique et sans concessions les prises de position des instances autorisées à l'égard des recommandations. Cette approche a été complétée par des interviews conduits auprès de gérants de *hedge funds* et de responsables d'associations professionnelles. Un certain nombre de conclusions a ainsi pu être dégagé.

RELEVÉ DES CONCLUSIONS

1. Le développement des *hedge funds* fait problème par le drainage de l'épargne du public (via les investisseurs institutionnels) dans des structures privées non régulées. La croissance très rapide du capital sous gestion (\$1,5tr) est multipliée par le levier (\$ 6tr de positions de marché), ce qui en fait des acteurs à enjeux systémiques.

2. L'affirmation que les *hedge funds* sont « *efficiency-enhancing* » est entendue non seulement sous la forme faible de l'efficience (élimination des opportunités d'arbitrage), mais aussi sous la forme forte (comportement *contrarian*, c'est-à-dire produisant des forces de rappel vers les valeurs fondamentales). La première affirmation se heurte à l'observation que les revenus tirés par les *hedge funds* de leur activité n'ont pas tendance à baisser, ce qui aurait dû se produire s'ils avaient réduit les inefficiences des marchés par leur concurrence. La seconde est contredite par tous les travaux empiriques sur les marchés financiers montrant que l'efficience forte n'est pas vérifiée. Théoriquement on sait que des équilibres multiples constitués par la convergence des opinions sur des *conventions de marché* sont compatibles avec l'efficience informationnelle. En tant que stratégestes, les *hedge funds* peuvent avoir tout autant intérêt à entraîner les agents non informés (conduite de *momentum*) que d'anticiper une valeur fondamentale et jouer le retour du marché vers cet attracteur hypothétique (conduite de *contrarian*).

3. Un autre argument pour ne pas réguler les *hedge funds* est leur rôle dans l'innovation financière à la poursuite de rendements absolus. Pour obtenir ces rendements les *hedge funds* font-ils de l'alpha ou créent-ils des risques cachés ? Faire de l'alpha veut dire augmenter le rendement sans prendre plus de risques. On ne peut pas prétendre cela et en même temps dire que l'on tend vers l'efficience. Car l'efficience rend l'alpha si non impossible du moins exceptionnel. Il serait ridicule de prétendre que les *hedge funds* en tant que groupe font de l'alpha et justifient ainsi leurs rémunérations. Il s'ensuit que les *hedge funds* transfèrent et transforment du risque par leurs stratégies non linéaires dans les marchés dérivés. Dans la mesure où ils achètent le risque d'autres agents économiques, ils le font par des produits incorporant des caractères optionnels. Ils créent donc des formes de risques qui engendrent des pertes extrêmes qui ne se réalisent que rarement. Ces risques peuvent donc rester cachés dans la situations tranquilles de marché.

4. Le profil non gaussien des risques est attesté par les mesures quantitatives sur la base des indices de *hedge funds* par stratégie. Les stratégies les plus courues parce que les moins susceptibles d'être banalisées par la concurrence sont aussi celles qui présentent les plus fortes asymétries du côté des pertes (*skewness*) et les probabilités de pertes extrêmes mes plus élevées (*kurtosis*). La concentration des positions de *hedge funds* sur ces stratégies (ex CDO sur ABS de crédits hypothécaires) crée des maillons faibles dans la chaîne du crédit en cas de retournement non anticipé du marché de collatéral.

5. Les indices de *hedge funds* à leur tour affichent des performances moyennes grossièrement surévaluées par les biais de *reporting* résultant à leur tour de la complaisance des régulateurs : biais de divulgation volontaire, de sélection et du survivant. Corrigés des biais et déduction des commissions de performance, les rendements nets pour les investisseurs

institutionnels sont faibles, sauf à utiliser le levier de manière agressive, source de pertes extrêmes.

6. *Les hedge funds ne sont pas des absorbeurs de risque. Ce sont des arbitragistes du risque de crédit.* Selon les situations de marché ils peuvent contribuer à disséminer le risque ou être des maillons fragiles d'une chaîne de contagions. La raison fondamentale pour laquelle ils sont des maillons fragiles est que *leurs structures financières sont celles de banques de marché non régulées* : ils détiennent massivement des actifs illiquides financés par une base de capital étroite et donc essentiellement par de la dette liquide.

7. C'est pourquoi les *hedge funds* sont des transmetteurs de risque systémique au même titre que des banques. Ils sont vulnérables à l'interaction du risque de crédit et du risque de liquidité du fait de leur levier. Ils sont donc vendeurs forcés d'actifs en temps de crise, comportement qui propage la détresse entre les marchés.

8. Des travaux économétriques ont montré que la diversité des stratégies n'est pas une garantie en temps de crise. En effet, les corrélations entre les rendements augmentent très fortement. Il s'ensuit que les fonds de fonds, qui sont des intermédiaires entre les *hedge funds* et les investisseurs institutionnels ne sont pas protégés lorsque le besoin de liquidité homogénéise les comportements. Une autre source de propagation est le risque de contrepartie qui est intense entre les *hedge funds* et les banques d'investissement opérant en tant que *prime brokers* et pourvoyeur de crédits sous la forme du levier financier qui n'est pas communiqué aux superviseurs bancaires. La crise financière du crédit structuré de 2007 illustre ces différents canaux de propagation du risque systémique.

9. La plupart des recommandations des organisations professionnelles concernent les risques cachés dus aux hypothèses de normalité et aux biais de représentation des rendements des HF. Elles traduisent leur préoccupation concernant la question plus générale de l'amélioration de la transparence des HF. Les propositions relatives au risque systémique sont rares, sauf celle de l'utilisation des stress tests, voire inexistantes concernant les risques liés aux HF en tant que agents récepteurs de risques via les marchés dérivés.

10. Ces recommandations sont toutes non contraignantes et mettent particulièrement l'accent sur la relation contractuelle entre les investisseurs et les HF qui, *in fine*, doivent toujours conserver une liberté totale d'action. Elles correspondent plus ou moins à une volonté de statu quo en matière de divulgation d'informations volontaires, que ce soit aux investisseurs, aux régulateurs et aux *prime brokers*. Quant aux procédures de gestion des risques, on affirme qu'elles se sont considérablement améliorées et que cette tendance devrait se poursuivre.

11. Ces affirmations pourraient apparaître comiques au regard du naufrage du modèle « *originate and distribute* », tel qu'il a été développé jusqu'à l'absurde par les banques d'affaire internationales et qui implique tous les segments de la chaîne de transmission des risques dont les *hedge funds*. Cette crise a révélé la profonde inadaptation des modèles d'évaluation du risque de crédit à des produits de titrisation pour lesquels il n'existe de pas de base historique à la mesure des paramètres clés. Ces modèles se sont avérés totalement trompeurs en situation de stress lorsque les pertes fulgurantes, cachées dans les agencements très non linéaires des CDO, se sont réalisées.

12. Si les autorités de supervision reconnaissent les trois grandes catégories de risques relatifs aux HF, leurs propositions en revanche se concentrent presque toutes sur les risques cachés et le risque systémique engendré par les HF. Elles restent muettes sur le dernier type risque qui

font des HF des agents de propagation du risque systémique constitué ailleurs. De même, elles sont unanimes pour limiter l'accès des HF aux épargnants individuels. Ces autorités dans l'ensemble font confiance à la discipline de marché et à la régulation indirecte, mais sans vraiment augmenter le niveau des contraintes ni renforcer les mécanismes d'incitation.

13. Plus précisément, elles mettent l'accent sur l'enregistrement des gérants de HF à leurs autorités de régulation, sur les Due Diligence et le renforcement de la coopération entre superviseurs et entre régulateurs et HF/*prime brokers* et l'utilisation plus grande des tests de stress.

14. Les organismes nationaux et internationaux ont émis des recommandations plus audacieuses dans la mesure où elles sont en grande majorité contraignantes. Elles se situent aux niveaux micro et macro et elles tendent à favoriser une répartition plus égalitaire des responsabilités entre les différents protagonistes de la chaîne d'investissement des HF et pas seulement aux investisseurs. Leur principal intérêt vient de leur prise en compte de toutes les sources de risques propres aux HF.

15. Toutes ces recommandations visent à rendre obligatoires les divulgations d'informations publiques et privées de la part des HF et des *prime brokers* qui auraient pour conséquence de rendre plus fiables les bases de données et de baisser les biais de *reporting*. Ces révélations d'informations permettraient à chacun de jouer son rôle en matière de gestion des risques en facilitant le monitoring des HF individuels.

16. L'application d'un barème de notation plus différencié pour les produits structurés permettrait aux investisseurs de mieux appréhender les risques de liquidité et de marché inhérents à ces instruments.

17. L'utilisation systématique et à périodicité régulière (trimestre) de stress tests selon des méthodes explicites, suivie de la divulgation de leurs résultats aux superviseurs des contreparties des *hedge funds* pour en permettre l'agrégation, et des analyses des scénarios permettrait de prendre en compte la variabilité de la liquidité ou encore la variation des corrélations qui est souvent difficile à modéliser. L'intérêt des stress tests réside dans le fait que leur agrégation peut faire apparaître l'interaction entre le risque de liquidité et le risque de contrepartie, donc fournir des indicateurs de fragilité dans les marchés du crédit..

18. Notre rapport met en exergue l'incohérence des incitations entre les *prime brokers* et les HF, d'abord en raison de la structure de revenus des PB et de l'absence de capital de réserve pour les prêts par dérivés (levier financier des HF). Il en est résulté une réduction des marges initiales qui ne semblait pas être justifiée par une baisse du risque

19. La mise en place d'une infrastructure de compensation et règlement pour les produits dérivés négociés sur les marchés de gré à gré permettrait une réduction très importante des positions par la compensation multilatérale (*netting*) tout en conservant des marchés de gré à gré. Tout ce qui serait du ressort du *back office*, c'est-à-dire du traitement des transactions se ferait via un mécanisme de règlement centralisé (chambre de compensation). Mais la négociation se ferait toujours de gré à gré –ce qui permettrait aux PB d'engranger les *fees*. Une solution plus radicale consisterait à imposer des règles sur le capital en fonction des positions (dans l'esprit de Bâle II).

20. Réguler les marchés du crédit et les *hedge funds* dans les marchés du crédit, c'est faire en sorte que le risque extrême puisse être reconnu et correctement évalué par toutes les parties. Il

est illusoire de penser que cela puisse se faire avec uniquement des dispositions non contraignantes. Il faut être bien conscient qu'auto régulation veut dire absence de régulation, que les codes de bonne conduite sont lettre morte sauf s'ils sont assortis d'une menace précise des régulateurs d'imposer des règles si les codes de conduite ne sont pas efficaces. Quant au contenu de la régulation, les priorités à respecter nous paraissent être les suivantes..

21. *La consolidation des positions permettant une connaissance du levier par les contreparties est la base d'une discipline de marché digne de ce nom.* Cette consolidation ne peut évidemment pas s'arrêter aux frontières nationales. Un *International Credit Register* (ICR) est indispensable à cette consolidation. Mais cela ne suffit pas. Il faut que les contreparties puissent évaluer la *potential future credit exposure* pour contrôler le niveau du levier consenti aux HF. Il faut aussi que les tests de stress des HF soient divulgués aux *prime brokers* pour que les valeurs extrêmes de cette mesure synthétique du risque de crédit soient estimées. *La sensibilité au risque de liquidité dû aux HF ne peut être détectée par les banques centrales que si elles ont une évaluation de la position agrégée de tous les HF sur ces marchés.* Il s'ensuit que des mesures contraignantes de reporting sont nécessaires pour parvenir aux consolidations des risques sans lesquelles les événements extrêmes ne seront jamais détectés assez tôt pour endiguer la propagation des crises.

22. La principale composante de la discipline de marché devrait venir des relations entre les HF et les investisseurs institutionnels. Dans un autre rapport consacré aux investisseurs à long terme pour le compte de la CDC on a montré que le monitoring du risque par les investisseurs institutionnels au sein de leurs poches de gestion alternative était à la fois nécessaire et impossible dans les conditions actuelles.

23. A cause de son horizon l'investisseur à long terme recherche des managers qui soient des contrarians pour faire jouer les forces de retour vers la moyenne. Ces managers ont plus de chance de se trouver parmi de petites structures indépendantes et spécialisées sur des segments spécifiques où une connaissance peut être acquise par de l'analyse fondamentale suivie. Il ne faut surtout pas s'adresser à de gros HF dont les conflits d'intérêt avec les investisseurs à long terme sont aigus.

24. La forme actuelle de délégation inverse la relation principal agent qui devrait être la règle. C'est le manager de *hedge fund* appelé *general partner* qui a la position haute et impose à l'investisseur des commissions exorbitantes, sans que l'investisseur ait la capacité d'exercer un monitoring conséquent. Pour rétablir la relation principal agent il faudrait conclure un contrat de co-investissement de manière à aligner la responsabilité fiduciaire de l'investisseur et l'intérêt du manager. De tels contrats peuvent réduire significativement les conflits d'intérêts en réduisant les asymétries d'information dans le jugement sur les opportunités d'investissement.

25. Les pratiques de titrisations emboîtées que les banques ont multipliées par le truchement des conduits qu'elles ont sponsorisées rendent inextricable l'évaluation des profils de risque et impossible le *pricing* des produits en temps de crise. Les *hedge funds* ont été des partenaires très actifs des conduits dans l'arbitrage des tranches de CDO financé par levier jusqu'à ce que le renouvellement du financement devienne impossible. Ils ont alors propagé la crise par leurs ventes de détresse d'actifs liquides. Ces couches de titrisation superposées n'ont aucun intérêt économique. Il revient aux régulateurs de mettre des barrières à la complexité des instruments en n'acceptant que des gisements de titrisation raisonnablement homogènes et en interdisant les 2^{ème}, 3^{ème}, n^{ème} étages de titrisation superposés.

26. Enfin notre rapport insiste sur le rôle majeur des agences de notation dans les mécanismes des marchés du crédit. Les agences délivrent un bien public. On devrait savoir que la fourniture d'un bien public par un oligopole privé, sans qu'aucune autorité publique n'impose un cahier des charges est un mauvais arrangement. Cette situation néfaste a été encore sensiblement aggravée lorsque le comité de Bâle a mis les agences au cœur de la régulation prudentielle des banques. Le pire est atteint dans la titrisation où les conflits d'intérêt sont exacerbés puisque les agences sont inextricablement évaluateurs et co-arrangeurs avec les banques d'affaire. *Au minimum les agences devraient être strictement cantonnées à l'évaluation. La vente des services de consultation et de conseil devraient être prohibée.* Les régulateurs de marché devraient imposer une homogénéité de leurs échelles de note et une explication de leurs contenus de manière que les investisseurs aient une idée de ce que signifie une note de niveau donné. Dans les pratiques actuelles des agences une note a de multiples significations selon le type de produit noté. *L'activité de notation devrait être rémunérée par une taxe sur les transactions financières portant sur la totalité des utilisateurs si non les conflits d'intérêt ne feront que croître.* Enfin le cantonnement des agences à la seule activité de notation permettrait d'augmenter la concurrence dans cette industrie. Les régulateurs devraient encourager. Si une autre crise implique lourdement les agences, il faudra bien se résigner au *first best* : les transformer en institutions publiques indépendantes au même titre que les banques centrales

SOMMAIRE

Introduction : qu'est-ce qu'un hedge fund ?	9
I. État des lieux de l'industrie des hedge funds.....	9
I.1. La montée en puissance des HF	9
I.1.1. Le boom des HF et ses facteurs d'offre et de demande : quelques chiffres ...	9
I.1.2. Un changement structurel des marchés financiers	13
I.1.3. Les caractéristiques spécifiques aux HF	19
I.2. Le cadre institutionnel et réglementaire des HF : UK versus USA.....	26
I.2.1. La domiciliation et les formes juridiques des HF	26
I.2.2. Approches FSA versus SEC.....	28
I.2.3. La réglementation des HF en débat.....	31
II. Analyse des risques des hedge funds	32
II.1. Pourquoi faut-il s'intéresser aux risques des hedge funds ?.....	34
II.2. Risques cachés découlant des hypothèses de normalité et des biais de représentation des hedge funds.....	38
II.2.1. Des profils de risques non gaussiens.....	38
II.2.2. Les biais de représentation des hedge funds	41
II.3. Les hedge funds en tant que générateurs de risque systémique.	43
II.3.1. La recherche de rendements très élevés	43
II.3.2. L'augmentation des corrélations dans des situations de stress de marché...	43
II.3.3. Le recours immodéré à l'effet de levier	45
II.4. Les Hedge Funds comme récepteurs de risque dans le crédit structuré et comme propagateurs de la contagion dans les marchés financiers	47
II.4.1. Transmission du risque systémique par les marchés dérivés	48
II.4.2. La détérioration de la qualité des crédits.....	50
II.4.3. La titrisation des crédits et ses risques	51
II.4.4. L'échec à la dissémination du risque	55
III. Analyse et critique des propositions de réforme de régulation devant l'enjeu des risques à contenir.....	57
III.1. Panorama des propositions de régulation à l'aune de la cartographie des risques...	57
III.1.1. Les recommandations des autorités de régulation et supervision (FSA, SEC, Fed).....	58
III.1.2. Les recommandations des organisations professionnelles (Aima, HFWG).	60
III.1.3. Les recommandations des organismes/ institutions nationaux et internationaux	62
III.2. Les propositions sont-elles à la hauteur des processus qui activent le risque systémique dans les marchés ?	71
III.2.1. Tableau récapitulatif des recommandations au regard de la cartographie des risques des HF.....	72
III.2.2. Analyse du tableau des recommandations au regard de la grille d'analyse de risques des HF	83
III.3. Quelles modifications pertinentes de la régulation ?	90
III.3.1. La régulation propre des hedge funds	91
III.3.2. Remettre de l'ordre dans les marchés du crédit	93
Références bibliographiques	97

INTRODUCTION : QU'EST-CE QU'UN HEDGE FUND ?

Les *hedge funds* sont des entités associées en partenariat dont les gestionnaires sont très peu réglementés. Ils peuvent être ou ne pas être enregistrés auprès d'un superviseur financier. Ils adoptent des méthodes actives d'investissement à la poursuite de rendements absolus. Les faibles contraintes réglementaires et la structure capitalistique privée donnent aux managers une grande liberté de manœuvre en tant que *general partners*. Ils reçoivent des commissions indexées sur les performances et peuvent recourir à une large gamme de stratégies pour viser des rendements élevés et si possibles décorrélés des benchmarks de marchés. Ils utilisent intensément le levier d'endettement, combinent des positions longues et courtes et font un grand usage des contrats dérivés.

Les *hedge funds* sont domiciliés de préférence dans les places *offshore* pour jouir d'une régulation minimale et d'une fiscalité légère. Les managers conduisent leurs opérations dans les principaux centres financiers et externalisent une grande variété de services à des administrateurs. Car les stratégies des *hedge funds* exigent de gros volumes de transactions avec beaucoup de soutien opérationnel qui génèrent des coûts élevés de « prime brokerage », de conseils juridiques et d'autres services professionnels.

Les *hedge funds* se distinguent par leur « business model » flexible, non pas comme une classe à part d'actifs. Les mandats de délégation que leur consentent leurs partenaires financiers sont larges. Ils s'opposent aux fonds d'investissement traditionnels, mais aussi aux fonds spécialisés (dans l'immobilier et les infrastructures, dans le capital risque, dans le *private equity*). L'absence de contrainte dans le champ des investissements, la multiplicité des stratégies et le dopage des rendements par le levier sont les caractéristiques les plus structurelles.

I. ÉTAT DES LIEUX DE L'INDUSTRIE DES HEDGE FUNDS

I.1. *La montée en puissance des HF*

I.1.1. Le boom des HF et ses facteurs d'offre et de demande : quelques chiffres

L'industrie des HF connaît depuis une dizaine d'années et particulièrement depuis 2002 une croissance exceptionnelle qui se traduit sur les marchés financiers par une augmentation considérable des encours gérés et des volumes de transaction. Selon les sources, les chiffres diffèrent mais on estime que, entre 2000 et 2007 (T2), le nombre¹ de HF a plus que doublé passant de 3 335 à 7 321 fonds, voire triplé avec plus de 10 000 fonds et que leurs actifs sous gestion sont passés de 490 à 1 740² billions de dollars, soit une croissance annuelle de 20 % (Hedge Funds Research, Mac Kinsey Global Institute Analysis). En comptant le levier d'endettement, ces chiffres pourraient atteindre 6 trillions de dollars³. Quant aux volumes de

¹ Ils étaient 530 en 1990, 937 en 1992, 1654 en 1994, 2392 en 1996, 2848 en 1998, 3335 en 2000, 4598 en 2002, 5782 en 2004, 7241 en 2006, 7321 au Q2 2007 (Hedge Funds Research)

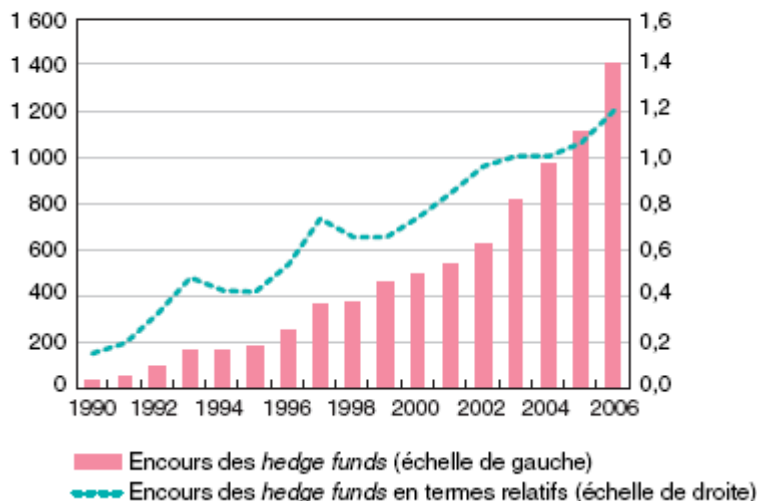
² soit 1 242 milliards d'euros dans le monde autrement dit l'équivalent du produit national brut de l'Italie en 2005

³ Mais attention, tous ces chiffres sont à relativiser dans la mesure où tous les HF ne sont pas répertoriés systématiquement. Il y a de fortes probabilités que ces chiffres soient en réalité plus élevés.

transaction⁴ des HF, ils ont sans conteste augmenté représentant près de 40-50 % des transactions sur les deux principales places financières mondiales, les NYSE et LSE.

Graphique 1 : évolution des actifs gérés par les HF 1990-2006.

Progression rapide des actifs gérés par les *hedge funds*
(en milliards de dollars) (en % de l'encours des obligations et des actions dans le monde)



Sources : *Hedge Fund Research*, Fédération mondiale des Bourses de valeurs (FIBV), Banque des règlements internationaux (BRI) et *Swiss Re Economic Research & Consulting*.

Tableau 1 : Volume et part de transaction des HF en 2006 (en Mds de dollars et en %°)

	Part de transactions des HF (%)	Securities trading turnover (Mds de dollars)
<i>Cash equities</i> LSE/NYSE	35-50*	6 700 (LSE) 17 100 (NYSE)
<i>US government bonds</i>	30*	136 745
<i>High yield bonds</i>	25**	335
<i>Credit derivatives</i> -plain vanilla -structured	60** 30**	937
<i>Emerging market bonds</i>	45**	271
<i>Distressed debt</i>	47**	34
<i>Leveraged loans</i>	32**	133

Sources : *Estimation presse financière
** FMI/ Greenwich Associates.
Mac Kinsey global Institute Analysis

⁴ Ils représentent 35- 40 % of Overall Equity Commissions in US and Asia, 20- 30 % du Credit Default Swap Volume, 82% of the Trading Volume in US Distressed Debt, 33% of Trading in US Speculative- Grade Bonds Ils dominent Convertible Bond Trading Flows,avec plus de 70 % of Total Volume et aussi le US Exchange Traded Funds, Controlling 70% of the Volume. (Source: Greenwich Associates, CSFB, 2006)

Le boom que connaît l'industrie des HF ne doit pas masquer les disparités aussi bien au niveau de la taille et qu'au niveau géographique. S'agissant du niveau géographique, on constate que les trois quarts des HF dans le monde sont américains et que les trois quarts des HF européens sont britanniques. Les HF britanniques représenteraient 20 % du total des actifs de l'industrie et 80 % des actifs sous gestion européens estimés à 460 milliards, soit 361 milliards de dollars (source EuroHedge Mars 2006). Il faut également noter que cette industrie connaît un développement important dans la zone Asie –Pacifique, notamment à Sydney, avec environ un quart des 140 milliards de dollars d'actifs dans cette zone en 2006. Les HF sont donc essentiellement l'apanage des pays anglo-saxons à l'image des fonds de pension. On les retrouve surtout dans les deux grandes places financières, New York City et Londres. Selon les estimations de HedgeFund.net, quelques 1.250 fonds spéculatifs sont domiciliés à Manhattan et 10 % de 1740 milliards de dollars seraient gérés depuis la ville de Greenwich⁵ (HFR), cité balnéaire située à 45 kilomètres de NY dans l'état du Connecticut. Outre le cadre agréable, ce seraient les attentats du 11-Septembre qui auraient incité les fonds à désertir les tours et les centres d'affaires de New York pour ce havre boisé avec des résidences bourgeoises de la Nouvelle Angleterre. « A Greenwich, les HF se sentent aussi à l'abri du tumulte de Wall Street et d'un éventuel mouvement de panique généralisé ». La fiscalité avantageuse de l'Etat a aussi facilité ce choix. En Europe, il semblerait que les HF soient localisés en grande partie à Mayfair près de Hyde Park et dans une moindre mesure à la City et Canary Wharf (cf. partie localisation, Y. Tadjeddine).

S'agissant de la taille, cette industrie des HF est très concentrée. La répartition par taille de ces fonds fait ressortir une forte proportion de petits fonds. D'après des données récentes de la Financial Services Authority (FSA), on compte près de 450 gérants européens de HF qui gèrent moins de 50 millions de dollars, alors que seulement quelques gérants européens sont dotés de plus de 5 milliards de dollars sous gestion (FSF, 2007, Hildebrand). Fin 2006, les 200 plus gros HF⁶ représentaient les trois quarts des actifs sous gestion. Ceci est corroboré par le classement réalisé par *Alpha magazine* sur les 100 plus gros HF américains et européens selon le critère des actifs sous gestion (au 31 décembre 2006). Pour fixer les idées, on ne retiendra que les dix premiers du classement. Il en ressort que les premiers sont américains et que les deux plus gros sont détenus par des grandes banques d'investissement comme JP Morgan Highbridge avec 31.1 milliards de dollars et Goldman Sachs avec 32.5 milliards de dollars. Ces deux poids lourds sont suivis par Bridgewater (30.2), DE Shaw (26.2), Farallon (26.2), Och-Ziff Capital (21), ESLK Investment (17.5), Tudor (14.9) et Citigroup Alternative Investment (14.1). En revanche, coté européen, les encours sont moins élevés avec pour le premier HF classé, la Barclays Global Advisors avec 19 milliards de dollars, Man Group/AHL avec (18.8), GLG partners (15.8).

⁵ A Greenwich, le revenu par habitant est supérieur à 80 000 dollars (56 500 euros), trois fois celui de la région de Detroit. La "médiane" est de 116 000 dollars par foyer, "ce qui signifie qu'ici la moitié gagne plus que ça", insiste Mary Ann Morrison, la présidente de la chambre de commerce de Greenwich. (l'impôt fédéral sur le revenu oscille entre 1,5 % et 4,5 %) (le Monde 3 octobre 2007).

⁶ On considère généralement un gros HF à partir du moment où il gère plus de 2 milliards de dollars.

Tableau 2 : Les dix plus gros gérants de HF, fin 2005 (en Mds de dollars)

Gérant	Lieu	Actifs
Goldman Sachs Asset Management	New York, NY	21,0
Bridgewater Associates	Westport, CT	20,9
D.E. Shaw Group	New York, NY	19,9
Farallon Capital Management	San Francisco, CA	16,4
ESL Investments	Greenwich, CT	15,0
Barclays Global Investors	Londres, RU	14,3
Och-Ziff Capital Management Group	New York, NY	14,3
Man Investments	Londres, RU	12,7
Tudor Investment Group	Greenwich, CT	12,7
Caxton Associates	New York, NY	12,5

Source : Rose-Smith (I.) (2006) : « The Hedge Fund 100, Institutional Investor's Alpha, June.

Tableau 3 : Top 10 des HF aux États-Unis et en Europe (2006)

Top 10 des HF aux États-Unis	AUM (en mds de dollars)	Top 10 des HF en Europe	AUM (en mds de dollars)
JP Morgan / Highbridge	33.1	Barclays Global Advisors	19
Goldmans Asset management	32.5	Man group/ AHL	18.8
Bridgewater	30.2	GLC partners	15.8
DE Shaw	27.3	Lansdowne Partners	14
Farallon	26.2	Brevan Howard	12.1
Renaissance Technologies	26	Blue Crest Capital	11.2
Och-Ziff Capital	21	Sloane Robinson	11.1
ESL Investments	17.5	HSBC	10.9
Tudor	14.9	Marshall Wace	10.9
Citigroup Alternative Investments	14.1	Gartmore Investments	9.6

Source : Alpha Magazine, Top 100 Hedge funds, 2007

Toutes ces données relatives à la taille de cette industrie qui traduisent une forte expansion des HF sur les marchés financiers méritent néanmoins d'être relativisées. En effet, en dépit de

sa croissance exceptionnelle au cours des dix dernières années, le secteur des HF conserve une taille modeste par rapport à celle des marchés d'actions et d'obligations internationaux. Il convient donc de replacer cette industrie dans l'univers global des marchés financiers dont les principaux acteurs sont les investisseurs institutionnels à savoir les fonds de pension (FP), les *Mutual Funds* (MF) et les compagnies d'assurances (CA). Si, en termes de croissance, les HF se taillent la part du lion avec un taux de 20 % annuel entre 2000 et 2006 comparativement à ceux des FP (5 %), des MF (8 %) et des CA (11 %), il n'en reste pas moins que les encours des HF estimés à environ 1.5 trillions de dollars (voire 6 trillions en comptabilisant le levier) sont nettement moindres que ceux des fonds de pension avec 21.6 trillions de dollars, ceux des MF avec 19.3 et ceux des compagnies d'assurance avec 18.5 trillions de dollars. Ainsi, les HF sont des acteurs de plus en plus influents mais les investisseurs institutionnels restent les acteurs les plus importants.

De même, si l'on compare les taux de croissance/encours des HF à d'autres acteurs des marchés financiers, on constate qu'ils ne sont pas les seuls à voir leurs encours augmenter de façon exponentielle. En effet, il faut compter avec de futurs poids lourds sur les marchés financiers parmi lesquels les banques centrales asiatiques (BCA), les *petrodollars investors* (PI) et dans une moindre mesure les fonds de Private Equity (PE). Les deux premiers comptabilisent une croissance annuelle respectivement de 20 % et de 19 % depuis 2000 avec un total d'encours de 3.1 trillions de dollars et de 3.4 à 3.9 trillions de dollars, soit des taux de croissance semblables à ceux des HF mais des encours deux fois plus importants, si l'on se réfère au chiffre de 1.5 trillions d'encours. En revanche, si on prend en compte le levier d'endettement des HF estimés à 6 trillions de dollars, les encours des HF sont plus importants. Quant aux fonds de PE, ils constituent le groupe le plus petit en enregistrant une croissance de 14 % entre 2000 et 2006 et des encours de 0.7 trillions (MIG, 2007).

Les fonds souverains surtout sont appelés à un développement considérable et constituent l'ébauche d'un nouveau capitalisme. Si leur encours actuel est estimé à \$3100mds, des prévisions prudentes font état d'une croissance à attendre de 20 % par an sous les hypothèses suivantes : croissance des réserves de change de 5 % par an, réallocation des réserves de change pour abonder les fonds de 25 % chaque année et capitalisation des profits au taux de rendement de 7 %. Selon ces calculs l'encours en 2012 serait de \$7500mds (ESN, Sustainable Investment Research, 6 novembre 2007). L'importance de leur expansion n'est pas sans conséquence pour les *hedge funds*. En effet, les fonds souverains mettent en place une gestion diversifiée de long terme à l'échelle mondiale, dont une partie est consacrée à la gestion alternative. Ils sont donc conduits à investir dans les *hedge funds* et dans les fonds de fonds, accroissant à la fois les moyens de ceux-ci et leur incitation à poursuivre des stratégies risquées. Car avec une masse de plus en plus grande d'actifs à gérer les rendements des stratégies d'arbitrage les plus classiques tendent à baisser par réduction des anomalies dans la formation des prix.

I.1.2. Un changement structurel des marchés financiers

Après le krach boursier de 2001-2002 et la baisse des taux d'intérêt longs, les investisseurs institutionnels ont recherché d'autres sources de rendement plus élevé, ce qui les a conduits à réorganiser leur gestion pour accéder à des allocations stratégiques plus dynamiques. Ce fut la mise en place de la structure cœur/satellites qui permet des délégations de gestion spécialisées pour incorporer des actifs dits alternatifs. Les hedge funds ont constitué des délégations de choix dans la promesse des rendements élevés.

La modification de la structure de la clientèle des HF

Originellement et jusqu'à une date récente, les placements HF étaient réservés à une clientèle privée fortunée. Depuis le début des années 2000, on observe une modification de la structure de clientèle des HF. Celle-ci s'est en effet considérablement et rapidement élargie avec notamment l'essor des investisseurs institutionnels tels les fonds de pension et les fonds de HF (FOF⁷). Les fonds de fonds sont des structures de placement collectif qui allouent des actifs à plusieurs HF, afin de bénéficier des avantages de la diversification. Ils sont généralement gérés par des banques privées, des sociétés de gestion d'actifs ou des gestionnaires d'actifs institutionnels. Les gérants de ces FOF négocient avec chaque HF le montant de l'investissement et la grille tarifaire. Les commissions sont répercutées sur les clients, en plus de la commission de gestion du FOF. On parle alors d'institutionnalisation de l'industrie des HF.

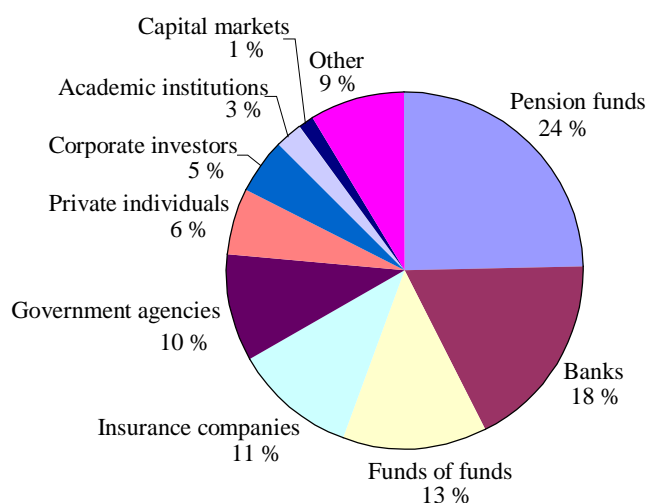
Tableau 4 : L'évolution de la structure de clientèle des HF 1997-2006.

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006		
Total des AUM (mds de dollars)	368	375	456	491	539	626	820	973	11105	1465	19	20
Taux de croissance											1996-2000	2000-2006
Part de AuM (en %)												
Individus	61	54	53	54	48	42	44	44	44	40	14	16
FOF	14	18	20	17	20	27	24	24	30	23	19	31
Fonds de pension	5	10	12	14	15	15	15	15	12	11	52	17
Corporations et institutions	9	8	7	7	8	7	8	8	7	8	8	20
Endowments et fondations	11	10	8	8	9	9	9	9	7	18	22	17

Source : Hennessee Group LLC ; estimates ; Mac Kinsey Global Institute Analysis

⁷ Les fonds de HF (FOF) fournissent une plus grande diversification à des investisseurs qui sont plus averses au risque mais qui veulent en même temps profiter des avantages des HF. Bien que la plupart des pays maintiennent des restrictions sur les personnes qui veulent investir dans des FOF, les exigences en termes de richesse sont moindres que pour les investisseurs individuels.

Figure 1 - Origine des apports de hedge funds (2005)



Source : EVCA/PWC/Thomson Financial.

En 1997, selon une étude de Hennessee Group, la répartition des investisseurs en termes d'encours était la suivante : les particuliers fortunés (*high net worth individuals*) représentaient la part de capital des HF la plus importante avec 61 %, très loin devant les FOF avec 14 % et enfin les fonds de pension (5 %). En 2006, ces parts passent respectivement à 40 % pour les particuliers fortunés, 23 % pour les FOF et 11 % pour les FP. Autrement dit, on assiste en moins de dix ans (1997-2006) à une baisse de la part des particuliers fortunés dans le capital des HF passant de 61 % à 40 %, à une augmentation de la part des FOF de 14 % à 23 %, de même pour les fonds de pension de 5 % à 11 % avec des pics à 15 % entre 2001 et 2004 et une augmentation importante de la part des *endowments* et *foundations* de 11 % à 18 %. En termes de taux de croissance annuels, on peut noter que ce sont les fonds de pension et les FOF qui connaissent les taux de croissance annuels les plus élevés. Entre 1996 et 2000 les fonds de pension connaissent un taux de croissance considérable avec 52 % contre 19 % pour les FOF. Dans la période suivante de 2000-2006, cette tendance s'inverse avec un taux de 17 % pour les FP et de 31 % pour les FOF. Ce qui traduit l'importance grandissante des FOF. Plus récemment, selon une étude de Mc Kinsey & Company, 2007 serait la première année où les investisseurs institutionnels représenteraient plus de 50 % des flux des HF. La part des particuliers fortunés accuserait une légère baisse en se situant toujours autour de 40 % des actifs des HF tandis que les *endowments* et les *foundations* représenteraient 37 % et les FOF 23 %. Si les allocations des investisseurs institutionnels en moyenne restent assez faibles de l'ordre de 0.5 à 5 % environ, les sommes en jeu sont considérables.

Ainsi, la plus grosse part du capital des HF reste celle des personnes fortunées depuis la dernière décennie, mais on observe une diversification de la clientèle des HF au profit des FOF et des investisseurs institutionnels dont l'intérêt croissant constitue une des causes de ce boom des HF. Il convient de voir plus en détails les facteurs qui en sont à l'origine.

Les facteurs d'offre et de demande de ce boom

On distingue plusieurs facteurs de croissance pour expliquer ce boom des HF. Côté demande, il faut revenir sur le contexte économique très favorable avec des taux d'intérêts très bas depuis 2001, sur une très grande liquidité des marchés et sur la volonté des investisseurs

institutionnels à diversifier davantage leurs portefeuilles. Côté offre, il s'agit essentiellement de l'importance des innovations financières favorisée par un tel contexte, d'une réglementation très allégée voire inexistante tant pour les managers de HF que pour les véhicules d'investissement - en termes de stratégies, de levier, de responsabilité juridique- et d'une politique fiscale favorable...

Le premier facteur qui est sans doute le plus important est à rechercher dans la volonté des investisseurs d'une plus grande diversification de leur portefeuille. La forte baisse des marchés boursiers après l'éclatement de la bulle Internet de 2001 a incité les investisseurs, et plus spécifiquement les fonds de pension, à chercher à diversifier leurs actifs. La gestion alternative en général et les HF en particulier⁸ sont apparus comme une solution séduisante en termes de diversification et de rendement pour réduire leurs déficits, la performance des marchés boursiers ayant baissé de près de 40 %. L'apport des HF en la matière est incontestable au sens où ils génèrent des rendements absolus, c'est-à-dire qui ne dépendent pas en théorie de la performance des marchés et de l'économie. En investissant dans les FOF plutôt que dans des HF individuels, les fonds de pension ont cherché à mutualiser et diversifier les risques attachés aux HF.

Un autre facteur important concerne l'innovation dans la technologie et les produits financiers qui permettent aux HF d'élaborer des stratégies complexes et de traiter d'importants volumes de *trading* tout en baissant les coûts de transaction. (Ex: Plates-formes électroniques de trading, nouveaux instruments). Stimulées par la demande des HF, les banques ont créé une variété de produits sur les marchés réglementés et de gré à gré liés à la tritisation de crédit comme les véhicules de crédit structurés, tels que les CDO (*collateralized debt obligations*) qui ont permis aux HF d'avoir des expositions dans des pools illiquides de prêts de consommations et d'hypothèques. De même les produits synthétiques comme les *total return swap* ou *contracts* ont permis aux HF d'accéder à des nouvelles formes d'investissement. Les HF étaient désireux d'avoir des positions sur différentes classes d'actifs rapidement et facilement. Désormais partenaires essentiels des banques, les HF absorbent leurs risques en achetant la dette dont les banques se débarrassent de plus en plus rapidement pour l'effacer de leur bilan. Ils représentent maintenant de 50 à 80 % du marché des obligations convertibles négociables, grand outil de financement des entreprises. En plus de cette prolifération de nouveaux produits et de techniques de *trading*, des innovations et des améliorations ont été apportées en termes d'outils de *reporting*, de système de gestion des risques. Ces outils ont permis à la fois aux banques et aux HF d'appréhender dans une certaine mesure les risques potentiels des produits financiers avant-gardistes et des positions complexes de *trading* qui s'en suivent. On verra plus loin que la crise des crédits structurés montre que des progrès considérables restent encore à faire dans ce domaine là.

Un autre facteur d'offre réside dans le fait que les HF ont été capables d'attirer des gérants les plus brillants issus des banques d'investissement ou de la gestion d'actifs en leur offrant plus de liberté, d'indépendance et des compensations substantielles rendues possibles grâce à un système de double *fees*. En 2006, par exemple, 26 HF managers ont gagné 130 millions de dollars. James Simons fondateur du HF Renaissance Technologies, classé 6e plus gros HF selon le magazine Alpha, et doté de 26 milliards de dollars aurait gagné 1.5 milliard.

⁸ Les taux de rendement historiquement élevés, notamment lors de la période de 2001 à 2003 caractérisée par des marchés d'actions baissiers, ont apparemment contribué aux afflux de capitaux importants vers ce secteur au cours des quatre dernières années

Enfin et surtout, les conditions financières favorables ont également contribué à ce boom des HF avec des taux d'intérêts bas et donc des termes de crédit souples (de la part des banques de plus en plus désireuses de remporter le business des HF), des fortes performances *d'equity* des HF, sans oublier une fiscalité et des conditions réglementaires accommodantes (qui vont être étudiées en détails dans le rapport).

Autant de facteurs d'offre et de demande solides, du moins pendant quelques années, qui expliquent le boom des HF depuis ces cinq dernières années. En dépit de la crise financière qui va sans doute conduire à une remise en ordre de la titrisation des crédits, l'essor des fonds d'investissement profite d'une mutation structurelle et d'une complexification du système financier. Autrement dit, les HF vont faire partie du paysage financier pour un certain temps. Les HF devraient donc passer d'investissements *maverick* à des investissements *mainstream* ; d'où l'importance des problèmes de leur régulation. C'est en tout cas le sentiment de l'AIMA (Alternative Investment Management Association) qui toutefois prêche pour sa chapelle. On peut cependant abonder dans ce sens sans aller jusqu'à croire à la vue extrême de Florence Lombard, *executive director de l'Aima*. Pour cette personne il y a une forte probabilité pour que les HF ne soient plus seulement des actifs alternatifs mais le courant dominant dans les années à venir. Elle met en avant une étude de JP Morgan sur l'*asset allocation* selon laquelle le portefeuille type ne serait plus constitué de 70 % *d'equities* et 30 % de *fixed income instruments* mais de 50 % en actifs alternatifs dont 20 % en HF, 15 % en *Real Estate* et PE et 15 % en *collateralized debt obligation*. Tout cela est fortement sujet à caution surtout depuis la débâcle des CDO. L'étude de Mac Kinsey d'octobre 2007 qui va dans ce sens postule que les nouveaux investisseurs institutionnels que sont les fonds souverains vont systématiquement utiliser les supports d'investissement fournis par ce que l'on continuera à appeler, n'en déplaise à Florence Lombard, la gestion alternative.

Un changement structurel des marchés financiers

Les HF font partie de ce que le rapport Mac Kinsey (rapport de octobre 2007) appellent les "*four new power brokers*" autrement dit : les *petrodollar investors* (PI), les banques centrales asiatiques (BCA), les HF et les Private Equity (PE). Ces derniers ne sont pas de nouveaux acteurs financiers. Ils ont comme point commun de connaître une croissance depuis 2000 qui leur confère une influence de plus en plus grande sur les marchés financiers. Mais il faut mettre un sérieux bémol. Cette croissance a été largement favorisée par des conditions monétaires d'inondation de liquidité qui sont maintenant terminées. Si ces *power brokers* ont des caractéristiques différentes, leur croissance simultanée se renforce mutuellement. Ce même rapport estime que leur taille devrait probablement doubler dans les cinq prochaines années.

Les PI comprennent essentiellement les pays exportateurs de pétrole du Moyen Orient, la Norvège, la Russie, le Nigeria et l'Indonésie. Avec le triplement du prix du pétrole depuis 2002, ils sont devenus le plus important des quatre *new power brokers* totalisant 3.4 trillions – 3.8 trillions d'actifs⁹ financiers étrangers à la fin de 2006. D'après MIG, les actifs des PI devraient continuer de croître rapidement dans les cinq prochaines années atteignant 5.9¹⁰ trillions en 2012 et ce, même si le prix du pétrole diminuait à 30 dollars le baril. La même étude de MIG souligne l'intérêt des PI via les *Sovereign wealth funds* (SWF) pour les HF. Les

⁹ Les *Sovereign wealth funds* (SWF) des pays exportateurs de pétrole comptent pour 60 % de ces actifs, le reste étant du *wealth private individual*.

¹⁰ Ces estimations ont pris 50 dollars comme prix du baril de pétrole.

PI semblent en effet avoir en moyenne une préférence pour les placements en actions et les investissements alternatifs. De plus, ils allouent une large part de leur portefeuille aux marchés émergents depuis 2002. Par exemple, le Abu Dhabi Investment Authority (ADIA) serait parmi les plus gros investisseurs sinon le plus gros dans les HF et le PE. Les estimations sont de 1.7 trillions en *global equities* et 350 billions de dollars en HF et PE et autres investissements alternatifs. Certains HF interviewés pour l'étude Mac Kinsey (MIG) reconnaissent que les *SWF* représentent de 25 % à 50 % de leur capital.

Les BCA comptent, quant à elles, les banques centrales de Chine, du Japon, de Hong Kong, l'Inde, de la Malaisie, de la Corée du Sud et de Taiwan. On note une forte concentration avec la Chine et Japon qui détiennent respectivement 1.1 trillions de dollars et 875 milliards de réserves de change. Les autres cumulent 1.1 trillions de dollars, soit au total 3.1 trillions de réserves d'actifs en réserves à la fin 2006 contre 1 trillion en 2000. Les estimations pour cet ensemble d'ici 2012 sont de 5.1 trillions avec des investissements annuels moyens de 321 milliards sur les marchés globaux. Ces banques investissent près de 2 milliards de dollars particulièrement en obligations du trésor américain. Ces investisseurs font figure de gérants plus prudents.

Tableau 5 : Actifs sous gestion des *four new brokers* en 2006 (Mds de dollars) et taux de croissance annuels (en %)

	Actifs sous gestion 2006 (En mds de dollars)	Taux* de croissance annuel 2000-2006
Fonds de pension	21.6	5
Mutual funds	19.3	8
Compagnies d'assurance	18.5	11
Actifs petrodollars	3.4-3.8	19
Réserves banques centrales	3.1	20
Hedge funds	1.5 (6 avec effet de levier)	20
Private Equity	0.7	14

*taux de croissance calculé basée sur les données du FMI (n'inclut pas le Qatar et les Emirats Arabes Unis)

Source : Mac kinsey

On peut les répartir en deux groupes. Les PI et BCA fournissent une nouvelle source de capital et sont aussi des investisseurs potentiels à deux niveaux, privé et gouvernemental. Ils ont un horizon d'investissement plus long que les investisseurs traditionnels, leur permettant de poursuivre des rendements plus élevés (donc avec plus de risque). Ils apportent une nouvelle dynamique aux marchés de capitaux privés et également catalysent le développement des marchés financiers émergents. Les HF et le PE, quant à eux, sont des intermédiaires innovants qui poussent la frontière de risque-rendement dans de nouvelles directions, offrant aux investisseurs des opportunités de diversification, étant donné leur taille, leur croissance et leur impact sur les marchés financiers (MGI, 2007)

D'après MGI, ces quatre *new brokers*¹¹ représentaient 8.4 trillions d'actifs à la fin de 2006. Leurs actifs ont triplé depuis 2000 représentant 40 % de la taille des MF, PF et CA et presque

¹¹ Par exemple, la banque centrale de Chine avait 1.1 trillion de réserves à la fin de 2006. Abu Dhabi Investment Authority, le plus grand fonds de pétrodollars et la banque du Japon ont chacun plus de 875 billions. Les cinq plus gros HF ont chacun au moins 30 billions d'actifs, soit près de 100 billions en tenant compte du levier. La taille de ces *new power brokers* et leur influence sur les marchés de capitaux mondiaux devrait se poursuivre.

5 % des actifs financiers mondiaux estimés à 167 trillions de dollars. MIG Research estime que leurs actifs devraient atteindre 20.7 trillions en 2012, soit 70 % de la taille des fonds de pension (sous l'hypothèse¹² de tendance de croissance actuelle). Ce qui permet de conclure qu'ils vont faire partie du paysage permanent des marchés financiers. Ces quatre fournissent de la liquidité qui a baissé les taux d'intérêts et a rendu possible les leviers importants des HF et des PE. Ainsi, ces quatre acteurs ont élargi et diversifié la base globale des investisseurs de façon significative, que ce soient en termes géographiques, de classe d'actifs et de stratégies d'investissement et ont boosté la liquidité. Mais c'est ce régime qui provoqué le surendettement et la prolifération d'une titrisation anarchique dont le seul objectif a été la maximisation des commissions des banques d'affaire et des agences de notation promotrices de ces opérations. Il serait extrêmement dangereux qu'un apport de liquidité par les nouvelles sources que sont les fonds souverains bloquent la remise en ordre nécessaire de la titrisation du crédit.

De nouvelles préoccupations liées à l'émergence des new brokers et des HF en particulier

Car, selon MGI, la liquidité nouvelle apportée par les PI et les BC asiatiques peut entretenir l'inflation des prix des actifs et l'endettement excessifs qui ont conduit à la crise de l'été 2007. La même étude a trouvé des éléments constitutifs d'une bulle de prix d'actifs dans les marchés des actions. Une autre préoccupation concerne les motivations non économiques des investisseurs publics. Autrement dit, les BCA et les PI via les SWF pourraient introduire des considérations politiques dans leurs investissements. Il y a des éléments qui montrent qu'ils agissent de façon discrète souvent via des asset managers externes pour éviter les mouvements de prix. (MGI, 2007). Un autre risque concerne plus particulièrement le risque de crédit de la part des fonds de PE qui sont un facteur important de la croissance des *high yield debt* ces dernières années et qui utilisent leur influence croissante pour baisser les termes de crédit. Par ailleurs, les fonds de PE représentent 5 % des valeurs des sociétés cotées américaines et 3 % de celles des sociétés européennes. L'influence des PE est plus grande que ne le laisse le suggérer leur taille, car le PE dessine une nouvelle forme de *corporate governance* qui ne va pas sans poser de problème. (Rapport CDC, 2007). Enfin et surtout, le risque systémique viendrait plutôt de la part des HF étant donné leur taille, leur levier important et leurs investissements sur des marchés illiquides qui augmentent les possibilités de créer des contagions et de mettre en difficulté des banques d'investissement qui leur ont prêté de l'argent. (Cf partie II relative aux risques des HF). Avant de s'interroger sur les vices et les vertus que présentent actuellement les HF (représentant le *new power broker* le plus important si l'on prend en compte le levier), il convient maintenant de les caractériser et de voir plus en détails leurs spécificités.

I.1.3. Les caractéristiques spécifiques aux HF

Les HF semblent avoir une place à part au sein du paysage de la gestion actifs dans la mesure où il n'existe aucune définition juridique précise et encore moins universelle tellement leur univers est large et divers.

La définition même des HF pose problème : à partir de la vingtaine de pays ayant répondu au questionnaire de l'OICV (Organisation Internationale des Commissions de Valeurs, 2006), force est de constater qu'aucun pays n'a adopté de définition formelle et légale pour ces

¹² Si le prix du pétrole devait baisser, estime ces actifs des quatre new brokers devraient doubler d'ici 2012 comptabilisant 15.2 trillions de dollars.

fonds. Ils furent pendant un certain temps définis comme des fonds dont la performance est décorrélée de la tendance globale des marchés, mais selon Garbaravicius et Dierick (2005), la corrélation entre la performance des HF et celle des marchés a augmenté au cours des dernières années. De plus, sous cette terminologie sont regroupés des fonds dont les stratégies d'investissement sont hétérogènes et certaines ressemblent fort à celles suivies par des fonds classiques de gestion collective spécialisés (comme les fonds marché émergent). Définir les HF par leurs stratégies ne suffit plus. Il est donc nécessaire d'utiliser un ensemble de caractéristiques dont les principales retenues par l'OICV comme le recours à l'effet de levier, les doubles commissions, l'utilisation fréquente et intensive de produits complexes (d'où un problème d'évaluation du risque) et de produits dérivés (vente à découvert) (Lubochinsky, 2007).

En résumé, on pourrait dire que le HF est en principe géré par un *general partner* qui combine des stratégies *long short*¹³ très variées (avec une liberté absolue), un trading très actif, du levier (sur entre autres des marchés peu liquides), dans le but de réaliser une performance absolue pour laquelle il charge une double structure de *fees* très élevée (*management et performance fees*); le tout dans un cadre réglementaire très souple voire inexistant et d'une remarquable opacité. De plus, il existe des périodes *lock up* qui bloquent l'argent investi pendant un certain temps. Certains parlent alors de "boutiques"¹⁴ pour désigner leur HF. On retiendra trois principales caractéristiques qui les différencient des autres investisseurs institutionnels traditionnels : des pools privés de capital, le recours à l'effet de levier et des stratégies diverses et dynamiques.

Premièrement, les HF sont des pools privés de capital. Ils ne sont donc pas soumis aux mêmes règles en matière de transparence, de révélations ou autres contraintes réglementaires (limites quantitatives quant au levier et/ou marchés illiquides...) émanant des autorités de régulation financières comme le sont les investisseurs institutionnels. Ce qui en fait des fonds d'investissement privés. Cette volonté de cultiver ce goût du secret s'explique par le fait que les clients originels des HF sont des particuliers très fortunés soucieux de préserver une grande confidentialité et souvent hostiles à toute forme de publicité. La commercialisation des fonds dépend de l'établissement d'une relation de confiance entre l'investisseur et le gérant, et présente un caractère de type *intuitu personae*, qui exclut donc tout besoin de publicité. (Il convient d'ailleurs de noter que beaucoup de HF adoptent une structure à capital fixe, n'acceptant plus de nouveaux entrants après la période de commercialisation et soumettant les rachats de parts à des contraintes de liquidité fortes). Une autre raison de cette opacité vient du fait que les gérants craignent de voir les stratégies -basées souvent sur un algorithme- copiées ou volées par d'autres participants du marché. La moindre divulgation entraînerait la réalisation immédiate des arbitrages existants et la disparition de l'inefficience initialement constatée. Si ces arguments se tiennent du point de vue des HF, il n'en reste pas moins que cette opacité est préjudiciable aussi bien pour les investisseurs que pour les intervenants et les autorités de régulation (voir partie II sur l'analyse des risques des HF). Car la disparition des inefficiences est justement la vertu que les milieux académiques prêtent aux *hedge funds* !

La comparaison avec la réglementation des *mutual funds* (MF) est pertinente. Comme les HF, les MF sont des pools d'investissement de capital. Mais à la différence des MF, les HF ne doivent pas révéler leur *asset allocation*, de même qu'ils n'ont pas de liquidité journalière, ni aucune limite en termes de vente à découvert et levier. Surtout, les HF ne sont pas contraints

¹³ Vente à découvert qui permet de faire des profits sur des paris à la baisse.

¹⁴ Ce terme de boutique est revenu à plusieurs reprises au cours d'interviews réalisés auprès de gérants de HF.

par des exigences de divulgation. Contrairement aux MF qui ont des modalités de communication à l'égard des investisseurs généralement imposées, permettant l'instauration d'une réelle transparence. Les fonds dont la valorisation n'est que trimestrielle, dont la liquidité n'est pas garantie, ou qui utilisent massivement les ventes à découvert sont bannis. (Voir Almazan et al., 2004, dans Kambhu (2007). Il en résulte que les HF peuvent s'engager dans des stratégies de positions longues comme les investisseurs institutionnels à savoir : swap, options, futures, dérivés, produits structurés comme les CDO, sur les marchés d'actions et de dettes, de change, de matières premières et vendre à découvert (*short investment*). Ils ont un profil de risques différent de celui des investisseurs sans levier. Les fonds de pension ont par exemple des contraintes de passif importantes que n'ont pas les MF. Par ailleurs, les HF ont une structure de commissions libre. Si l'on retient en général 2 % de *management fees* et 20 % de *performance fees*, il faut compter sur le double pour certains HF. Ainsi, Centaurus Energy, le fonds de John Arnold, basé à Houston (Texas), perçoit 3 % sur toutes les sommes qui lui sont confiées, et 30 % sur les profits réalisés, soit bien plus qu'un fonds d'investissement ordinaire.

Deuxièmement, le recours à l'effet de levier est l'une des caractéristiques essentielles des *hedge funds* qui leur permet de gérer leur risque et de dégager des bénéfices sur les marchés financiers. "Le mécanisme de l'effet de levier traduit la relation entre le taux de rentabilité des capitaux investis et le taux d'endettement. L'effet de levier joue positivement si le taux de rentabilité économique est supérieur au coût de la dette. En revanche, il joue négativement dans le cas contraire : on parle alors d'effet de massue. Choisir un levier important permet donc, quand la stratégie retenue s'avère gagnante, de maximiser la rentabilité des capitaux investis. En revanche, le service de la dette devant être assuré en toute circonstance, une rentabilité économique plus faible qu'anticipée peut vite s'avérer désastreuse et conduire à des pertes massives". Ainsi, le levier peut être à la fois source de rendement mais aussi porteur de risques, et dans ce cas, être déstabilisant.

Dans le cas des HF, l'effet de levier intervient sous trois formes (*margin loans*, dérivés hors bilan, repos c'est-à-dire *repurchase agreement* et *reverse repo*). La forme d'effet de levier la plus simple est celle pratiquée par les intermédiaires financiers (généralement des banques d'investissement très actives à l'international) qui accordent des lignes de crédit aux *hedge funds* afin qu'ils puissent investir au-delà de leurs fonds propres. Une forme plus complexe utilisée par les *hedge funds* est celle des instruments de levier, qui passe par l'utilisation d'une large palette d'instruments financiers complexes. Il arrive que ces instruments offrent un effet de levier significatif. La mesure du levier apporté par ses produits est particulièrement difficile à mesurer, les données disponibles ne recensant que les financements apparaissant au passif des fonds. Si l'utilisation de l'effet de levier constitue une des caractéristiques des fonds alternatifs, tous les HF n'y recourent pas (ceux des FOF sont peu élevés en général). Par exemple, les stratégies *Global Macro*, *Fixed income arbitrage* et *Convertible arbitrage* utilisent assez fortement l'effet de levier par rapport aux stratégies *Long/short*. L'enjeu du levier est d'autant plus important pour atteindre les objectifs de performance absolue après prélèvement des frais de gestion. On estime le levier moyen pour cette année 2006 à 2.5 selon les estimations de MIG (Aima) ce qui porterait les encours avec levier à 6 trillions de dollars en et 12 trillions de dollars en 2012.

Tableau 6 : Levier estimé des HF au bilan et hors bilan (2006)

2006	AUM des HF (trillions de dollars)	Levier par la dette	Levier par les marchés dérivés	Total levier des HF
	1.5	0.9	1.1-2.4	3.5-4.8
% de AuM		70	80-180	250-350

Source : Mac Kinsey Global Analysis Institute

Tableau 7 : Croissance des crédits dérivés 1996-2006

	1996	1998	2000	2002	2004	2006	2008	1996- 2008
Montant notionnel des dérivés (Mds de dollars)	180	350	893	1952	5021	20 207	33 120	
Taux de croissance annuel (%)								60 %

Source: British bankers association ; Mac Kinsey

Troisièmement, les HF disposent de stratégies d'investissement très diverses et dynamiques. Avec quasiment aucune restriction sur leurs stratégies d'investissements, ils peuvent investir dans presque tout. Ce qui les différencie des fonds de pension et des *mutual funds* pour lesquelles la performance des gérants de ces fonds classiques se détermine par rapport à un indice de référence. « Il s'agit pour le gérant de sélectionner au mieux les valeurs composant son portefeuille afin d'obtenir un rendement supérieur à celui de l'indice de référence. La performance différentielle obtenue – c'est-à-dire l'écart entre la performance du fonds et celle de l'indice – permet ainsi de mesurer la contribution du gérant à la performance globale du portefeuille, c'est-à-dire sa valeur ajoutée. Les fonds alternatifs, pour leur part, ne cherchent pas à répliquer un indice. Il s'agit, pour leurs gérants, d'atteindre un objectif de performance absolue, sans corrélation avec l'évolution générale des marchés. A la différence des fonds traditionnels qui obtiennent des rendements en achetant et en gardant des actions et des obligations, les HF génèrent des rendements en identifiant des opportunités uniques de profit sur les marchés ».

S'agissant des stratégies, si le nombre de stratégies et la nature des stratégies déployées par les gérants des HF continue de croître, on distingue une vingtaine de stratégies qui peuvent être classées en trois catégories : l'arbitrage, la gestion dite *event-driven* liées à des événements et enfin la gestion directionnelle. A l'intérieur de ces trois groupes, il est possible de décomposer les types de gestion. Dans le cadre de l'arbitrage, on trouve par exemple des positions en « bêta neutre », c'est-à-dire qu'il n'y a pas d'expositions aux mouvements du marché. Concrètement, ils achètent des actions qu'ils pensent être sous évaluées et en vendent d'autres surévaluées. Ils effectuent aussi des pseudo-arbitrages de prix (pseudo car bêta neutre mais la position n'est pas sans risque) comme les arbitrages de taux et de convertibles. La catégorie *event-driven* regroupe le plus souvent des opérations liées à des fusions acquisitions. Sur des sociétés en difficulté, les HF peuvent prendre positions sur le redressement de la société, sa recapitalisation ou, au contraire, sa faillite. Enfin, la troisième catégorie dite directionnelle concerne les stratégies basées sur des prises de risque en fonction d'anticipation sur

l'évolution des cours. Les fonds de *futures* avec effet de levier et les fonds global macro en font partie. (Lubochinsky, 2007)

Tableau 8 : Répartition des HF par stratégie (2007)

Multi strategies	30.6 %
Long short Equity	23.2 %
Even driven	13.3 %
CTA Commodity Trading Adv	5.6 %
Fixed Income arbitrage	5 %
Emerging markets	4.2 %
Global macro	4.2 %
Equity market Neutral	3.8 %
Autres	3.6 %
Managed Futures	3.2 %
Convertibles arbitrage	2.5 %
Long only	0.4 %
Options Arbitrage and strategies	0.2 %
Dedicated short bias	0.2 %

Source : Lipper, 2007

Tableau 9 : Crédit suisse / Tremont Hedge Fund index (net de fees) 1994-2007

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	Moyenne 1994-2007
Index Credit suisse tremont	-4.4	21.7	22.2	25.9	-0.4	23.4	4.9	4.4	3	15.4	9.6	7.6	13.9	8.7	11.2

Source : Crédit Suisse / Tremont Hedge Fund index (net de fees)

Autre caractéristique, les gérants de *hedge funds* investissent généralement une part de leur fortune personnelle — souvent sous forme de rémunération différée.

Tableau récapitulatif des caractéristiques des HF

<i>Caractéristiques</i>	<i>Arguments mis en avant par les partisans des HF</i>	<i>Arguments mis en avant par les détracteurs de HF</i>
<ul style="list-style-type: none"> • pool de capital privé • Domiciliation offshore • Opacité due au manque de réglementation et aux biais des bases de données • Fiscalité favorable • Transactions actives sur actifs cotés, négociables et liquides • Commissions double (gestion et performance) prohibitives payées aux managers par les investisseurs • Recherche de rendement absolu sur horizon court • Éventail large de stratégies d'investissement dans les marchés de capitaux à la poursuite de rendement élevé (α) et de volatilité faible (β faible) • Levier financier par vente à découvert, collatéral et usage intensif des dérivés de crédit 	<ul style="list-style-type: none"> • Découvertes des prix et main invisible (efficience des marchés) • Diversification • Rendements non corrélés et plus élevés et moins volatiles • Dispersion des risques • Liquidité 	<ul style="list-style-type: none"> • Déstabilisation • Endettement • Risque de contrepartie • (caractère endogène et procyclique des garanties) • Comportement mimétique • Risque d'illiquidité • Risques opérationnels (fraudes) • Manque de transparence • Faible régulation • Risque systémique

Sources : Rapport du Parti Socialiste Européen (2007), Jon Danielsson (2007)

Les principales contreparties des HF : les primes brokers (PB)

Les gérants des HF ont une culture de *front-office* et ont donc pour habitude de se concentrer sur la gestion de leurs portefeuilles, plutôt que de consacrer du temps à des tâches administratives. Toutes les activités¹⁵ de support sont donc en règle générale externalisées à

¹⁵ Ces dernières ont ainsi pour tâche, notamment, d'effectuer la valorisation des instruments détenus par les fonds et de procéder au calcul des valeurs actuelles nettes. Elles tiennent également leur comptabilité et transmettent aux investisseurs les documents périodiques d'information.

des sociétés spécialisées dans l'administration des HF. Pour réaliser leurs opérations sur les marchés, les HF passent par l'intermédiaire de banques : il s'agit des « prime brokers ». Ces derniers exercent différentes fonctions/services comme le courtage, les opérations de compensations et de règlements, la garde des titres (*custody*), la gestion des risques, les services de recherche, le *reporting*, les services comptables et de conseils en investissements pour lesquels ils les chargent de commissions importantes. Les prime brokers tendent également à jouer la fonction d'administrateur, du moins pour les fonds qui ne sont pas domiciliés dans des places offshore. Leur rôle est essentiel pour la réalisation d'opérations de gré à gré ; les HF n'ayant pas souvent directement accès à ces marchés. De plus, ils occupent une place importante dans la commercialisation des fonds. Les prime brokers s'interposent entre les HF et les contreparties finales et assument le risque de contrepartie sur les fonds. Les HF offrent deux avantages aux banques . Ils réduisent d'une part les risques de crédit des banques en retirant des actifs de leur bilan, d'autre part ils améliorent la liquidité des banques en leur procurant un marché pour leurs opérations de titrisation et leurs autres stratégies de financement. Certains parlent d'une relation symbiotique entre les HF et les PB.

Le *prime brokerage* est un marché très concentré, Morgan Stanley et Goldman Sachs contrôlent plus de 40 % du total des actifs. Bear Stearn est le troisième plus gros. Cette concentration s'explique en grande partie par le caractère très coûteux de sa mise en place. UBS a préféré racheter par exemple en décembre 2003 le service de *prime brokerage* de ABMAmro pour la somme de 250 millions de dollars ; ce qui lui a rapporté 300 clients de HF. Si les fonds de petite taille ont en général recours à un *prime broker* unique, les fonds plus importants préfèrent utiliser plusieurs intermédiaires pour garantir le secret sur leurs stratégies et tirer partie de la spécialisation de chaque *prime broker*.

Les HF représentent 20 à 30 % des profits des banques d'investissement dont sont issus les PB. Les trois quarts de ce pourcentage proviennent des 200 plus gros HF (de plus de 2 milliards de dollars). Les revenus sont donc également très concentrés. Les banques ont trouvé un business profitable avec les HF. Elle ont réalisé qu'elle pouvaient faire plus d'argent en leur fournissant ces services plutôt qu'en investissant elles mêmes sur les marchés. En agissant comme des PB, elles engrangent des commissions substantielles sans prendre de positions ouvertes. Avec une augmentation de la concurrence, les marges des PB sont devenues plus minces. (FSF 2002). Une bonne raison qui explique pourquoi les banques ont intérêt à faire des transactions avec des HF plus agressives plutôt que prudentes. Ce qui traduit la dépendance des PB par rapport aux HF quant à leurs revenus et leur vulnérabilité en cas de faillites d'un gros HF ou de plusieurs HF moyens.

Cinq courtiers ont gagné plus d'un milliard de dollars en 2006 et les 100 courtiers les mieux rémunérés du monde ont gagné en moyenne 241 millions de dollars (classement annuel publié par Trader Monthly). Sur ces 100 courtiers stars, 93 officiaient pour des HF. Si les HF naissent ou disparaissent au gré du marché, les courtiers semblent mieux résister. Ainsi, Brian Hunter, courtier canadien de 32 ans, avait fait perdre 6 milliards de dollars à son fonds, Amaranth Advisors, en septembre 2006. Mais, loin de se retrouver au chômage, il chercherait actuellement des investisseurs pour démarrer un nouveau fonds, appelé Solengo Capital qui doit voir le jour en juin 2007 (Wall Street Journal). Autre exemple, le fonds de James Simons, deuxième courtier du classement avec plus d'1,5 milliard de dollars récoltés en 2006, prend même 5 % de frais de gestion et 44 % sur les profits qu'il réalise. Nouveau paradis de la grande finance, les hedge funds, un type de fonds très spéculatifs, ont déboursé l'an dernier des milliards de dollars pour leurs courtiers vedettes, malgré des retours sur investissements assez moyens pour l'ensemble du secteur. D'où la difficulté à mettre en œuvre des

mécanismes d'incitation entre ces deux protagonistes en termes de contrôle et de gestion des risques. Contrairement aux HF, les PB sont régulés par des autorités de régulation.

Tableau 10 : Parts des marchés des prime brokers 2006 (en %) – un marché concentré

	Part de marchés des PB
Morgan Stanley	24
Goldman Sachs	18
Bear Stearns	15
UBS	9
Credit suisse	6
Deutsche Bank	5
Lehman Brothers	4
Autres	19

Tableau 11 : Le pool de revenus des HF en 2006 (en mds de dollars)

Encours des HF (en Mds de dollars)	Parts des revenus (en %)
sup. à 5 mds de dollars (64 firmes)	43
2-3 mds de dollars (77 firmes)	18
3-5 mds de dollars (64 firmes)	13
inf. à 2 mds de dollars (5000 firmes)	26

100 % = 33 mds de dollars

74 % des revenus sont concentrés dans les 200 plus gros HF

Source : Lipper Hedge world, Merrill Lynch , Mac Kinsey*

I.2. Le cadre institutionnel et réglementaire des HF : UK versus USA

I.2.1. La domiciliation et les formes juridiques des HF

La majorité des HF étant américains et britanniques, il convient d'étudier principalement le cadre réglementaire de ces deux places. L'aspect compétitivité de la régulation prend toute sa signification en comparant les caractéristiques des HF au Royaume Uni et aux Etats-Unis.

La typologie basée sur l'activité nous permet de distinguer deux grandes classes de centres financiers : les centres de domiciliation et les centres de gestion. Les centres de domiciliation sont généralement des places nées de la volonté politique d'attirer les institutions étrangères, caractérisés par une fiscalité fort avantageuse. Les centres de gestion regorgent d'institutions multinationales avec des professionnels qualifiés de la finance d'investissement. Généralement ce type de centres est localisé sur une place financière établie dans la gestion de valeurs mobilières. Ce sont souvent de grandes capitales ou des villes ayant créé un environnement attractif vis-à-vis des activités financières.

La domiciliation des HF est en grande majorité *off shore* dans des paradis fiscaux avec une grande concentration des HF dans les îles Cayman (pour les trois quarts), aux îles Vierges

Britanniques et aux Bermudes. En Europe¹⁶, ce sont les îles anglo-normandes, notamment l'île de Jersey, qui se taillent la part du lion. En décembre 2005, encore 68 % des fonds spéculatifs étaient domiciliés *offshore*, et pour 61 % de ces mêmes fonds l'adresse du gérant était aux Etats Unis, 26 % en Europe et seulement 9.5 % *offshore*.

Le choix de la forme juridique et de la domiciliation des fonds répond donc à deux types de problématiques : réglementaire et fiscale. C'est pour échapper aux règles domestiques jugées trop contraignantes des fonds de placements collectifs que les fonds spéculatifs ont établi leur siège social dans des pays comme les Iles Jersey ou les Iles Caïmans. La recherche d'une performance absolue suppose une grande liberté dans le choix des instruments utilisés et dans la composition des portefeuilles. Le choix du pays de domiciliation du fonds par le gérant lui permet donc de sélectionner un environnement réglementaire compatible avec ses objectifs de gestion. Il s'agit d'éviter le cumul d'une taxation du fonds en tant que personne morale et de l'investisseur sur les revenus qu'il perçoit, taxation non seulement des plus-values réalisées et des dividendes mais aussi des plus-values latentes, niveau du taux d'imposition appliqué aux revenus perçus qui diffère souvent selon leur qualification par les législations nationales des investisseurs. Ces régimes seront étudiés plus en détail dans la partie relative aux questions juridiques et fiscales comme facteurs explicatifs de la localisation des HF européens à Londres.

Si le choix par un investisseur d'un fonds domicilié dans un paradis fiscal peut s'avérer opportun en lui assurant à la fois une performance conforme à ses attentes et un niveau très bas d'imposition, il est également source de risques. En effet, ce choix le conduit à renoncer aux protections juridiques et aux garanties que confère un environnement réglementaire classique, tant en terme de qualification professionnelle des gérants, de conformité de leur gestion avec l'objet social du fonds, que de contrôle par une autorité indépendante de leur activité. En cas de malversations, la responsabilité des gérants est souvent bien difficile à mettre en cause, même si, contrairement aux fonds dont ils assurent la gestion, eux sont bien domiciliés sur les grandes places financières.

Les sociétés de gestion des HF sont généralement situées *on shore* principalement à NY, Greenwich, Londres et Sydney. En Grande-Bretagne, les sociétés de gestion peuvent revêtir trois formes juridiques principales : des sociétés (*corporation*), des *partnership*, des *trusts*. La plus utilisée est celle du *partnership* lequel ne dispose pas de la personnalité morale. Les *partners* sont solidairement et personnellement responsables des dettes et des engagements contractés. Mais pour apporter une réponse au problème de la simple association, ou *partnership*, la Grande-Bretagne s'est dotée d'une nouvelle catégorie : *le Limited Liability Partnership* (LLP). La LLP existait déjà dans d'autres pays anglo-saxons tels que les USA, l'Australie, le Canada et Jersey. Afin d'éviter la délocalisation vers ces pays, la Grande-Bretagne a introduit cette nouvelle forme juridique dans le *Limited Liability Partnerships Act* de 2000, entré en vigueur en avril 2001. La LLP sera constituée d'au moins 2 associés, dont un au moins doit être résident anglais (en général c'est une société anglaise, constituée à cette fin, et qui ne détiendra qu'une participation de 1 ou 2 % dans la LLP, qui jouera ce rôle – seul ce faible pourcentage sera alors taxé en Angleterre. (Elisabeth Suel, 2007). Aux Etats-Unis il semble que la forme de LLP soit dominante.

¹⁶ En Irlande, selon PriceWaterhouseCoopers-Luxembourg, seuls 14 % des fonds sont domiciliés localement contre 56 % au Luxembourg. Or l'Irlande domine le marché européen de la gestion alternative avec environ 200 milliards de dollars gérés ... dont plus de la moitié des fonds sont de droit Cayman ! Les 28 milliards de dollars de *hedge funds* de droit irlandais correspondent presque au montant total des *hedges funds* gérés au Luxembourg. L'une des explications réside dans l'autorisation du listing des fonds caymans à la Bourse de Dublin, ce que les autorités luxembourgeoises ont refusé jusqu'en juillet 2004 et qui apparaît bien comme une « régulation compétitive » (Lubochinsky, 2006)

I.2.2. Approches FSA versus SEC

Financial service Authority (FSA)

En Grande Bretagne, l'autorité de régulation des HF est le FSA qui a la spécificité d'être un régulateur unique¹⁷ des marchés financiers, des banques et des assurances (depuis sa création en mai 1997). Parmi les raisons importantes gouvernant l'adoption d'un modèle de supervision plus intégrée, il y a la volonté de mieux comprendre et surveiller les transferts de risques entre intermédiaires financiers et entre segments du marché financier, d'être mieux préparé à élaborer des politiques spécifiques aux conglomérats financiers, de mettre en œuvre une approche de la supervision cohérente afin de contrôler sur une même base des produits et services financiers similaires quel que soit le type d'institution financière qui les porte, mais aussi la volonté de minimiser les possibilités d'arbitrage de régulation et de contrer le manque de coordination et de communication entre les agences séparées. La consolidation des agences de supervision est également perçue comme un moyen de contrecarrer la faiblesse de leur responsabilité en tant qu'agence séparée et donc de les contraindre à rendre des comptes sur leurs décisions ou absence de décision. (L. Scialom, 2006).

Le FSA reconnaît le rôle grandissant des HF et prend comme postulat de base leurs apports théoriques en termes de liquidité, d'efficience et de diversification sur les marchés financiers. Le FSA ne considère pas les HF comme une menace bien au contraire. L'objectif à peine caché du FSA est donc de faire tout ce qui est en son pouvoir pour rendre attractive la capitale londonienne, devenue le deuxième centre de gérants de HF après NY et le premier en Europe. De plus, la croissance des HF ayant été concomitante de celle des PB (un business important pour les nombreuses banques d'investissement basées à Londres), les prêts sollicités auprès des banques sont également sous la surveillance du FSA. C'est le point central: un HF n'existe pas sans son prime broker, la banque qui assure toutes ses transactions et lui prête de l'argent. Un contrôle efficace passe donc par le contrôle étroit des banques, mais toujours avec le souci d'éviter la délocalisation des HF en Suisse (par exemple) qui semble être un concurrent sérieux à Londres.

Dans cette optique, le FSA a adopté une approche fondée sur les principes (*principles approach*), sur 11 principes exactement auxquels doivent se soumettre toutes sociétés entrant dans son champ de compétence, à savoir : l'intégrité, le soin, la diligence et l'habileté, la mise en place de mécanismes de contrôles, la communication avec les clients et le régulateur, les conflits d'intérêts... Bref des principes très généraux qui sont contraignants en apparence mais qui peuvent être interprétés d'une infinité de façons. Ils traduisent bien l'approche du FSA à intervenir sur les marchés si et seulement si le marché est défaillant à délivrer des signaux et si les coûts d'intervention sont justifiés par les bénéfices délivrés par la régulation. Le FSA n'est pas un régulateur qui considère qu'il doit mettre en place un régime qui empêcherait toute défaillance; mais il cherche plutôt des outils adaptés à la liberté d'action indispensable à

¹⁷ Plus récemment, d'autres pays se sont engagés dans cette voie en particulier l'Allemagne. Cette dernière est l'autre grand pays européen à avoir choisi ce modèle avec la création en mai 2002 du BaFin comme régulateur unique des marchés financiers, des banques et des assurances. Cette adoption du modèle anglais a résulté de la fusion de l'autorité des marchés financiers située à Francfort et des régulateurs de banques et d'assurances situés à Bonn. Le basculement de l'Allemagne vers le modèle du méga-régulateur est peut être le signe d'une évolution vers un modèle européen de régulation financière. (L. Scialom).

l'exercice d'un métier aussi risqué. Certains trouveront cette approche laxiste, tandis que d'autres flexible car mieux adaptée aux activités financières.

Depuis octobre 2005, le FSA s'est doté d'un centre d'expertise de HF pour améliorer la surveillance des 31 plus gros HF britanniques représentant environ 50 % des actifs sous gestion britanniques. Le FSA ne régule pas les fonds eux-mêmes mais les managers de HF. Les fonds étant légèrement régulés car principalement domiciliés *off shore*. Tous les gérants des HF doivent se faire enregistrer auprès du FSA via une simple procédure. Dès lors, le FSA peut effectuer des vérifications sur l'identité des gérants, leurs compétences et expériences. De plus, les sociétés peuvent faire l'objet d'inspection *in situ*. Les HF ont également l'obligation de recruter un *chief compliance officer*. De même, le FSA peut intenter des actions contre le HF. Ainsi, contrairement aux USA, Londres soumet l'activité des HF à une autorisation sur critère d'intégrité et de compétence et n'hésite pas à bannir les fautifs au moment de la création du HF.

Les méthodes du FSA s'inscrivent dans la lignée de ses objectifs. Une d'entre elles consiste à envoyer un questionnaire dit *discussion paper* aux parties prenantes, recueillir leurs réponses et commentaires pour en faire une synthèse six mois plus tard dans un document appelé *feedback paper*. Dans ce *discussion paper*, ces dernières sont invitées à commenter les changements que les régulateurs ont l'intention de mettre en œuvre sur le régime de supervision des managers. Le but est de confronter les points de vue des analyses des risques pour aboutir à une sorte de consensus réglementaire accepté par les parties et donc plus à même d'être efficace. Avec une telle pratique, le FSA veut s'assurer qu'il opère bien dans un environnement réglementaire informé et transparent. Un exemple du genre est le *Discussion paper* de juillet 2005 intitulé '*Hedge funds: a discussion of risk and regulatory engagement*' et le *Feedback statement* FS06/2. Le *discussion paper* de 2005 mettait en exergue le risque de stabilité financière que peuvent poser les HF. En plus de ces enquêtes, le FSA veille à ce que les gérants gardent un contact permanent avec lui, via des réunions régulières et informelles des dix plus gros HF pour discuter de la meilleure approche à adopter en fonction des objectifs définies précédemment. Le but est alors de réaliser régulièrement et ensemble une évaluation des risques pour mettre en place des plans qui atténuent ces risques. Les autres HF moyens et plus petits sont soumis à des *baseline monitoring (trough regulatory return and other type of alertes et market intelligence)*. Enfin, le FSA compte beaucoup sur l'appui des organisations professionnelles (Aima) pour rendre plus lisible et prolonger son action afin d'aboutir à une plus grande efficacité.

Security Exchange Committee (SEC)

Aux Etats-Unis, les activités des HF sont indirectement réglementées par la SEC qui fait figure d'autorité de régulation des marchés financiers. Les principales missions sont la protection des investisseurs et l'intégrité des marchés financiers. (Les HF sont donc principalement régulés par rapport à la fraude, et les manipulations considérées comme des délits civils). A l'instar du FSA, l'objectif de la SEC n'est pas de mettre en place un régime réglementaire qui empêche toute défaillance mais de chercher des outils adaptés à la liberté d'action indispensable à l'exercice d'un métier aussi risqué. Ces deux autorités de régulation partagent donc la même philosophie réglementaire avec une approche fondée sur les principes, considérée comme la plus cohérente et efficace. La transparence des fonds (encours, effet de levier, objectif et mesures de risque...) est certes indispensable mais l'attitude de la SEC est de considérer que la gestion alternative doit conserver toute sa créativité et sa flexibilité. Il ne doit pas y avoir d'interférence avec les stratégies

d'investissement (non brevetables) et la composition des portefeuilles n'a pas à être divulguée.

La situation réglementaire des HF paraît moins contraignante aux USA dans la mesure où les gérants de HF dit *advisors* ne sont pas obligés de se faire enregistrer auprès de la SEC. Ce n'est pourtant pas faute d'avoir essayé. En effet, la SEC considère que l'enregistrement des gérants est un bon moyen de lutter contre les fraudes - car comme en Grande Bretagne, l'enregistrement l'autorise à procéder à des vérifications et des contrôles non seulement au moment de la création du HF, mais aussi tout au long de son activité. La SEC estime à près d'un milliard de dollars le montant des fraudes dont elle a eu connaissance en 2002. La plupart de ces malversations portent sur une surestimation manifeste des performances des fonds, le paiement injustifié de commissions et de frais de gestion, ou le détournement des actifs des fonds au profit personnel des gérants.

En décembre 2004, la SEC a tenté de passer en force en obligeant tous les gérants de HF à se faire enregistrer sous la loi Investment Advisor Act 1940. Ce ne fut que de courte durée. Car en juin 2006, la Cour fédérale d'appel du district de Columbia a invalidé cet enregistrement considérant qu'il dépassait l'objectif fixé par l'Investment Act de 1940. En réalité, il semblerait que les très gros HF aient fait pression sur la SEC pour invalider cette obligation. En revanche, cette invalidation a été partielle dans la mesure où les petits fonds eux devaient se soumettre à cette obligation. Doivent s'enregistrer à partir de 2006, les HF qui ont moins de 30 millions de dollars ou moins de 15 investisseurs, ou une période de *lock-up* supérieure à 2 ans. Autant d'exceptions qui rendent la réglementation de la SEC peu lisible et qui introduisent une discrimination choquante.

Malgré cette divergence, une position commune semble bien établie: ces fonds ne sont pas destinés aux particuliers sauf si ces derniers sont « qualifiés » et « avertis » ! Tous les *advisors* qui reçoivent une double commission comme presque tous les HF sont obligés d'avoir des *qualified clients* qui sont définis comme ayant soit 750 000 dollars investis au minimum ou comme ayant une fortune personnelle de plus de 1.5 millions de dollars. La SEC a d'ailleurs relevé le seuil du patrimoine des investisseurs habilités à investir dans ces fonds de 1 milliard de dollars à 1,5 milliards (avec effet de levier en février 2006). Pour protéger les investisseurs de ces investissements plus risqués, la législation a donc créé une discrimination entre investisseurs qualifiés et non qualifiés fondée exclusivement sur la richesse.

Par ailleurs, s'agissant de la régulation des PB, il faut noter que la supervision bancaire aux Etats-Unis dispose d'une juridiction sur les banques commerciales mais pas sur les banques d'investissement. Les banques d'investissement comme Morgan Stanley et Goldman Sachs sont sous la surveillance de la SEC, mais seulement pour ce qui concerne leurs activités des brokers dealers. Tout ce qui sort du domaine de broker dealer n'est pas supervisé. Par exemple, les transactions de dérivés de GS sont en principe sous la juridiction de la SEC. Mais depuis que GS ne les garde pas dans sa division broker dealer, elles ne le sont plus. Elles peuvent être sous une juridiction étrangère comme le FSA à Londres si GS les exécute en GB. De la même façon, les *repurchase agreements* sont théoriquement couverts par la SEC, mais seulement si le broker dealer choisit de conduire ses activités aux USA. Ceci implique que les activités exécutées dans différents pays ne sont pas agrégées (elles ne sont pas additionnées à l'activité globale de GS). En fait, la SEC a la responsabilité de surveiller le *brokerage*, mais il ne s'agit pas d'une surveillance consolidée. (FSF debate,)

Ainsi, si on constate quelques différences entre la cadre réglementaire américain et britannique, on observe que ce sont des cadres peu réglementés et très favorables aux HF. Il n'est fait appel qu'à une régulation indirecte des HF très incomplète et à la discipline de marché qui s'appuie sur la promotion des standards de bonnes conduite, puisque le manque de transparence empêche la surveillance du *general partner* par les autres *partners*.

I.2.3. La réglementation des HF en débat

Les justifications de la réglementation des HF

Les arguments avancés par les associations de HF, les régulateurs anglo-saxons et certains représentants des milieux académiques pour justifier cette réglementation allégée des HF sont de plusieurs ordres. D'abord, d'un point de vue théorique, il est affirmé que "les HF procurent des avantages au secteur financier et à l'économie au sens large, en améliorant l'efficacité des marchés financiers et en fournissant de la liquidité en période de crise financière (Danielsson *et al.* (2006). Confronter cette affirmation aux comportements de l'été 2007 a quelque chose de comique. « Grâce à leurs approches d'investissement souples et à leur utilisation intensive d'instruments financiers innovants, ils ont contribué à améliorer le processus de formation des cours sur les marchés financiers. Un mécanisme plus efficace de formation des cours améliore l'efficacité de l'allocation du capital, ce qui est particulièrement bienvenu sur les segments de marché dominés par quelques grandes banques commerciales et banques d'investissement, à l'image du marché des dérivés de crédit. Le risque peut être beaucoup plus largement transféré qu'auparavant. Toutes les catégories de risques sont aujourd'hui couramment déconstruites, reconstituées puis transférées vers les intervenants disposés à les supporter au moindre coût possible. Les investisseurs trouvent ainsi de nouvelles opportunités de diversification ». (FSF, Hildebrand 2007). Ils participeraient ainsi à l'innovation financière dans la mesure où ils utilisent les nouveaux produits financiers complexes qui permettent de disperser les risques à travers les participants du marché. Ces réflexions sonnent faux à la lumière de ce qui s'est passé à l'été 2007 et que l'on va étudier dans la partie d'analyse des risques. On montrera que l'implication des HF dans l'amélioration de l'efficacité des marchés ne s'étend pas aux situations dans lesquelles on en aurait le plus besoin, c'est-à-dire dans les périodes de stress de marché.

Une autre justification vient du fait que les principaux investisseurs de HF étaient des particuliers fortunés et relativement peu nombreux. Ils investissaient en connaissance de cause dans des véhicules jugés risqués et en acceptaient les conséquences en termes de pertes. L'évolution de la structure de la clientèle des HF tend à affaiblir cet argument avec l'institutionnalisation croissante de l'industrie des HF. La protection des consommateurs devrait se poser avec plus d'acuité.

La discipline de marché et la réglementation indirecte

La discipline de marché associée à une régulation indirecte semble être la combinaison réglementaire actuelle des HF. En effet, les régulateurs, qui sont plus ou moins unanimes pour reconnaître les apports des HF aux marchés financiers en termes de liquidité et d'efficacité, ont jusqu'à présent estimé qu'une réglementation directe ne serait pas adaptée à ce type de fonds, voire antinomique. Le consensus s'est donc porté sur une réglementation indirecte et sur la discipline de marché. Cette dernière qui s'appuie sur la gestion du risque est généralement acceptée pour toutes les parties prenantes, particulièrement par l'industrie elle-même mais aussi par les superviseurs et les organisations internationales chargées de mettre

en place de guidelines pour mieux promouvoir les bonnes pratiques. Mais attention, il y a des conditions au bon fonctionnement de cette discipline de marché en termes de divulgation et d'incitations. Le renforcement des contraintes en matière de divulgation de l'information financière est une condition nécessaire à l'exercice de la discipline de marché mais n'est pas une condition suffisante. Pour que la discipline de marché puisse prétendre véritablement épauler le régulateur, il faut renforcer les incitations sur les parties prenantes à cette discipline de marché pour qu'elles l'exercent effectivement. Il faut également la lier aux actions du superviseur (L. Scialom, 2005).

S'agissant de la réglementation indirecte, elle peut s'exercer de plusieurs façons : la première est celle de réglementer les contreparties des HF qui sont principalement les primes brokers ; la seconde concerne toutes les opérations des HF qui interviennent sur des marchés qui sont déjà réglementés comme les marchés d'actions et d'obligations. Sa justification repose sur deux hypothèses : la première est que les principales contreparties des HF sont régulées et supervisées ; la deuxième est que les contreparties ont des incitations suffisantes pour respecter la réglementation (vis à vis des régulateurs). Deux arguments qui sont aujourd'hui difficilement soutenable.

Tout la difficulté du régulateur concernant les HF réside dans le difficile équilibre à trouver entre un cadre réglementaire adéquat permettant de prévenir le risque systémique, de protéger les investisseurs et d'assurer l'intégrité des marchés et un cadre suffisamment flexible pour faire jouer l'efficacité et la liquidité des stratégies des HF. La définition de cet équilibre ne fait toujours pas l'unanimité entre les régulateurs et encore moins ces derniers temps. A l'extérieur des Etats-Unis et de la Grande-Bretagne, des pressions s'exercent de plus en plus pour réclamer une réglementation plus stricte des HF.

Outre les craintes légitimes que suscite l'institutionnalisation de l'industrie des HF, ce débat sur le rôle de la réglementation des HF et la forme qu'elle doit revêtir remonte à près de dix ans. Il repose sur un certain nombre d'événements impressionnants de défaillances de HF qui ont menacé la stabilité du système financier. Il s'agit par exemple de l'attaque de la livre par le fonds de Georges Soros qui se termina par la dévaluation de la livre en 1992 et l'explosion du SME, ou encore de l'aggravation de la crise asiatique en octobre-novembre 1997, lors de la spéculation concertée de HF américains sur le dollar de Hong Kong et le won coréen.. Puis il y a eu la quasi faillite et le renflouement du HF LTCM¹⁸ (Long Term Capital Management) en 1998. Plus récemment, la banqueroute du fonds Amaranth Advisors, fin 2006, qui a provoqué des dizaines de millions de dollars de pertes pour les investisseurs, a multiplié les appels à une régulation plus étroite des fonds spéculatifs. La tenue en mai 2007 de la réunion du G8 présidée par une Allemagne désireuse d'une plus grande réglementation a encore plus alimenté le débat. Enfin et surtout, la crise de *subprime* de cet été a révélé les faiblesses et les risques de l'industrie des HF ; de quoi donner du grain à moudre aux partisans d'une réglementation plus stricte des HF.

II. ANALYSE DES RISQUES DES HEDGE FUNDS

Les risques liés à l'activité des hedge funds font l'objet de controverses considérables et embrouillées, comme on vient de le lire ci-dessus. Il s'y mêle, en effet, des observations positives, tant que faire se peut, sur ce que font les HF et des considérations normatives sur ce que les HF devraient apporter aux marchés financiers. Or les termes de ce débat ne sont pas

¹⁸ Ce fonds avait élu domicile à Greenwich Connecticut.

logiquement sur le même plan. Car les considérations normatives sont polarisées par l'incontournable hypothèse d'efficience. En dépit de l'accumulation d'anomalies faites sur l'étude statistique des rendements de nombreux marchés, en dépit de l'énorme avancée de la finance expérimentale sur les comportements des acteurs de marchés en incertitude, l'hypothèse d'efficience des marchés continue à être affirmée imperturbablement. L'hypothèse d'efficience opère avec l'efficacité du dogme sur l'esprit de ceux qui sont prêts à la recevoir. Cette efficacité est particulièrement redoutable dans le débat alambiqué sur la réglementation. Il suffit d'affirmer que les *hedge funds* sont « *efficiency-enhancing* » pour écarter toute velléité de régulation contraignante sans autre forme de procès. Puisque l'hypothèse d'efficience est censée se confondre avec l'intérêt public, les *hedge funds*, qui ont le privilège de *toujours* conforter l'efficience, selon l'affirmation péremptoire des lobbies qui les soutiennent, sont au delà de tout soupçon. Il faut surmonter ce sophisme et adopter l'attitude du doute méthodologique pour engager un débat significatif.

Il faut d'abord s'entendre sur la signification de l'efficience que les *hedge funds* sont censés renforcer. Dire qu'un marché est efficace c'est dire qu'il organise l'information de manière que toutes les données pertinentes pour anticiper les prix futurs sont rendues disponibles dans les mêmes conditions à tous les opérateurs. A tout moment le marché établit un prix d'équilibre qui incorpore toutes les informations disponibles. Il est impossible à quiconque de « battre le marché ». Par conséquent le mouvement du prix sur un marché efficace est une martingale. Le prix se modifie lorsqu'une nouvelle information imprévisible fait irruption et qu'elle est unanimement et immédiatement exploitée par tous les intervenants. Les valeurs successives du prix sont indépendantes.

Lorsqu'on prétend que les *hedge funds* sont « *efficiency-enhancing* », on sous entend couramment que leur recherche de rendements absolus élevés les incite à découvrir la valeur fondamentale des actifs. Or cette affirmation est beaucoup plus restreinte que l'efficience. La définition de l'efficience informationnelle des marchés ne dit rien sur le contenu de l'information dans le prix courant. *Il n'y a aucun lien nécessaire entre l'efficience d'un marché et la valeur économique « fondamentale » de l'actif qui y est échangé.* Il y a efficience dès qu'une croyance collective, appelée *convention de marché*, s'auto réalise. La raison se trouve dans les comportements des opérateurs. Un marché boursier, par exemple, n'est pas dominé par des investisseurs qui détiennent les titres sur de longues périodes pour toucher les dividendes et qui auraient donc intérêt à découvrir la valeur fondamentale. Le prix se fait par l'interaction de spéculateurs professionnels qui achètent les titres pour les revendre ou qui vendent les titres à découvert en espérant faire une plus-value, selon leurs anticipations de la valeur des actions dans le futur proche. Hormis l'arrivée d'informations nouvelles qui est la source de la variation des prix, la force d'impulsion dépend de la psychologie collective de ceux qui interprètent l'information, c'est-à-dire de ce que chacun pense que les autres pensent de l'effet des informations (Orléan, 1999).

Dire que les *hedge funds* sont « *efficiency-enhancing* » pourrait alors vouloir dire qu'ils jouent un rôle déterminant dans la formation des conventions de marché, tout au moins sur les marchés organisés et standardisés. On peut soutenir ce point de vue lorsqu'on remarque l'importance qu'ils ont prise dans le « *trading* » des titres. Mais cela ne permet en aucun cas de dire que les HF favorisent toujours et partout la convergence des prix vers des valeurs fondamentales.

Hormis cet obstacle épistémologique majeur, une deuxième source de confusion tient à l'opacité dans laquelle les HF se drapent avec la complicité des régulateurs publics. Les

risques des *hedge funds* restent largement cachés, très incomplètement mesurés, affectés de nombreux biais, parce que la divulgation des informations qui seraient pertinentes fait défaut. Ce n'est qu'à l'occasion d'événements de marché extrêmes que l'on peut observer qu'ils ne jouent pas le rôle stabilisant qu'on leur prête ; d'où l'importance heuristique de ces événements. Mais se placer dans un univers où des événements extrêmes peuvent surgir, c'est déjà douter que le hasard gaussien règne en tous temps et en tous lieux. La possibilité que les HF puissent être déstabilisants prend sens dès lors que le risque systémique peut se constituer. Car évidemment le risque systémique n'est pas intelligible sous l'hypothèse d'efficience. Nous sommes alors conduits à nous poser deux questions différentes qui sont confondues dans les débats publics sur l'opportunité de réglementer les HF. La première question consiste à analyser les risques propres à l'activité des HF et à nous demander si elle peut être *source* de risque systémique. La seconde question consiste à étudier dans quelles conditions les HF peuvent être *propagateurs* de risque systémique constitué ailleurs dans les situations de stress. Car les éventuelles réponses de réglementation ou de supervision ne sont pas les mêmes dans l'un et l'autre cas. Les réponses ne sont pas les mêmes non plus selon la nature des dysfonctionnements que peuvent susciter des risques mal perçus par les partenaires des HF et mal maîtrisés par leur propre gestion. S'il s'agit d'instabilité financière globale, cela concerne au premier chef les banques centrales et les régulateurs bancaires. S'il s'agit du risque sécrété chez les investisseurs par les HF en tant que gestionnaires d'actifs, c'est la préoccupation principale des investisseurs institutionnels. Il revient alors aux régulateurs de la gestion d'actifs de mettre les investisseurs en situation de faire un monitoring efficace de leurs délégués ; ce qui est loin d'être le cas actuellement. S'il s'agit d'attitudes prédatrices dans les marchés, découlant des avantages que les HF tirent de leur opacité et de leur flexibilité vis-à-vis d'acteurs plus contrôlés, il revient aux autorités de marché d'en tirer les conséquences et de prohiber ces pratiques.

II.1. Pourquoi faut-il s'intéresser aux risques des *hedge funds* ?

Les *hedge funds* sont des entités financières dont la propriété est le *partnership*, bien que quelques uns se soient aventurés dans l'émission d'actions publiques. Etant à la fois peu ou pas réglementés et dominants dans la propriété les managers appelés *general partners* ont une latitude très étendue dans la prise de risques. Ils développent une gestion active qui a un impact majeur sur les marchés. Leur part dans le turnover des marchés va de 30 à 60 % pour les marchés dérivés qu'ils utilisent en tant qu'instruments de levier.

Les stratégies d'investissement des HF peuvent se regrouper en trois domaines : **des paris directionnels** sur les valeurs futures de variables de marché ou de variables macroéconomiques, constitués de positions sur des marchés à terme ou d'options (stratégies *global macro, emerging markets, dedicated short bias, managed futures*), **des arbitrages d'anticipations** pour exploiter ce qu'ils perçoivent comme des inefficiences dans la formation des prix (stratégies *convertible arbitrage, equity market neutral, long/short equity*), **l'exploitation de situations spécifiques** (*event-driven, merger arbitrage, distressed securities*). En fin l'activité dite **multi-strategy** fait jouer la diversification. Mais c'est un mélange opaque aux yeux des investisseurs, qui indique surtout que le manager peut changer la composition de ses stratégies sans en avertir quiconque.

Pour soutenir l'affirmation que les HF sont « *efficiency-enhancing* », il faut démontrer que les managers ont toujours l'incitation à agir en tant que *contrarians* ; ce qui veut dire que les HF seraient capables de déclencher trois mécanismes de marché :

- Dans leurs biais directionnels sur les évolutions futures, les HF exploiteraient les forces de retour vers la moyenne (*mean-reverting processes*). Ce faisant ils favoriseraient les ajustements des prix des actifs vers leurs valeurs fondamentales. Remarquons que cette proposition n'a de sens que si les HF sont considérés comme des investisseurs à long terme, parce que les processus invoqués supposent des horizons longs pour être exploités. Certes les HF ne sont pas sous la dictature des benchmarks, comme le sont les *mutual funds*. Mais c'est par le *market timing*, impliquant des changements fréquents de positions, qu'ils espèrent faire leurs plus-values. Il existe certes des situations où le « *misalignment* » d'un prix est si grand que la prise de position dans le sens du retour vers l'équilibre peut donner un très gros profit immédiat. Telle fut la spéculation contre la livre sterling en septembre 1992, pari directionnel qui a produit de fabuleux profits. Mais la plupart des forces de retour vers la moyenne sur les marchés boursiers ou obligataires ne sont pas de ce type. Elles requièrent des investisseurs patients pour être exploitées ; ce que ne sont pas les *hedge funds*.
- Dans leurs arbitrages les HF contribueraient à réduire les spreads entre des segments de marché qui seraient trop étroits, trop peu liquides, voire qui n'existeraient pas sans eux. C'est l'argument de complétude. Cet argument a certainement une part de vérité dans un climat de marché tranquille. Mais la charge de la démonstration est ailleurs. Pourquoi les HF continueraient-ils à jouer ce rôle de *contrarian* en situation de stress et à être les contreparties d'un mouvement de marché qui fait écarter les spreads à cause du phénomène de « *flight to quality* » ? Ainsi dans la crise de l'été 2007, où le *flight to quality* a frappé le marché interbancaire, on n'a pas observé que les HF étaient allés au secours des banques centrales pour le combattre !
- Certains zéloteurs vont plus loin. Le troisième type de stratégie, c'est-à-dire l'exploitation de situations spécifiques, est censé apporter de la liquidité dans les manœuvres capitalistiques des entreprises. A cet égard les HF interviennent d'une manière peu différente du *private equity* avec lequel ils s'associent. Il est supposé que ces opérations sont automatiquement bénéfiques à l'économie dans son ensemble. On monte alors d'un cran dans les louanges. Les HF ne travailleraient pas seulement pour le bien de l'efficacité des marchés, mais pour celui de l'efficacité économique. Pourtant le bilan économique de ces opérations reste à faire. Au plan financier en tous cas la première caractéristique des LBO est d'extraire de la valeur par les super dividendes financés par une forte augmentation de l'endettement qui fragilise les entreprises acquises. On peut donc douter que ce soit une forme viable de capitalisme en dehors de conditions de crédit extrêmement laxistes, comme il s'en est produit entre 2003 et 2006.

L'argument selon lequel les HF œuvrent à l'efficacité dans tous les sens du terme est donc pour le moins ambigu. IL faut aussi s'interroger sur les modes d'action des HF dans les marchés. Puisque les stratégies des HF ne peuvent pas être décelées à cause de leur opacité, les HF ont nécessairement un pouvoir de marché. L'argument devient alors étrange. La théorie économique a toujours enseigné que les pouvoirs privés sur les marchés sont des sources d'inefficacité. C'est la discipline de marché grâce à la transparence qui rétablit l'efficacité. S'il y a des obstacles structurels qui s'y opposent, il revient à la puissance publique de remplacer la discipline de marché défaillante. Pour les HF ce serait l'inverse ! Il faudrait surtout préserver leur pouvoir de marché pour leur permettre de jouer leur rôle stabilisant en toutes circonstances ! On voit bien que, conformément au problème

épistémologique relevé plus haut, on est dans le domaine du dogme, pas dans celui de la méthodologie scientifique.

Rappelons que la condition nécessaire de l'hypothèse d'efficience est que l'information soit pleinement et également disséminée entre les participants du marché. C'est pourquoi, conformément au théorème de Grossman Stiglitz, une économie où l'information est coûteuse ne peut avoir des marchés efficients. Il faut, en effet, qu'il y ait des agents ayant des incitations à innover et donc à capter une rente. Mais on sait que la puissance publique doit établir un délicat compromis entre les intérêts de l'innovation et ceux de l'information de tous, garante de la sécurité financière. L'expérience du crédit structuré nous démontre amplement que toute innovation n'est pas bonne à prendre du point de vue de l'intérêt général. Rien dans le besoin d'innovation ne justifie une approche « *hands-off* » concernant les *hedge funds*.

Pour qu'une finance où l'information est coûteuse développe des processus « *efficiency-enhancing* », il faut que les agents capables de promouvoir des vues prospectives agissent en tant que fundamentalistes et soient détectés comme tels par les agents moins informés. C'est ainsi que l'information peut être disséminée et faire que les forces de retour vers la moyenne guident les mouvements des prix de marché. Mais il y a de nombreuses circonstances où les agents stratégiques ont l'incitation de faire des profits à court terme en jouant un tout autre jeu que le jeu fondamentaliste. Si les tenants et aboutissants de leurs opérations sont cachés, ces agents peuvent entraîner le marché dans une direction déstabilisante. Ainsi lors du krach boursier de 1987, des études ont montré que l'ignorance des motivations qui avaient initié la baisse avait amplifié le krach. La recommandation centrale de la commission Brady fut l'amélioration de la divulgation des positions ouvertes pour en induire les déterminants. Cette question est d'autant plus pertinente que les études empiriques montrent que les forces de retour vers la moyenne sur les marchés obligataires, boursiers ou de change sont efficaces sur des durées plus longues que les horizons des fonds d'investissement tels que les *mutual funds* et les *hedge funds*. Seuls de vrais investisseurs à long terme peuvent les utiliser à leur profit.

Quand des agents stratégiques recherchent des rendements très élevés en exploitant la dynamique du marché (*market timing*), les incitants de leurs stratégies à court terme ont autant de chances a priori d'en faire des amplificateurs de tendances (*momentum*) que des contrepartistes équilibrants (*contrarians*) selon les circonstances. Les modèles théoriques montrent alors que toutes sortes de configurations de marché sont possibles. Il peut y avoir des équilibres multiples résultant de la complémentarité stratégique dans des groupes de HF prenant des positions dans le même sens. Il peut y avoir des stratégies spéculatives renforcées par des ventes à découvert agressives qui attirent des chasseurs de tendance non informés et exacerbent les fluctuations des prix. Il peut y avoir des marchés auto renforçants (*bandwagon effects*) lorsque l'usage des stratégies similaires et dopées par le levier entraîne une élévation des corrélations entre les rendements des HF faisant usage de ces stratégies. Il s'agit d'une forme de contagion engendrée par les *hedge funds*, dont on verra plus loin qu'elle est une source de risque systémique.

Remarquons encore l'ambivalence de l'usage immodéré de la vente à découvert. C'est évidemment un moyen de couverture, donc de réduction du risque. Mais il serait naïf de croire que son usage par les HF se limite à cette méthode vertueuse. Supposons que des HF croient avoir identifié des titres sur et sous évalués qui permettent de structurer une stratégie profitable « *value-driven* ». La vente à découvert en est partie intégrante. Mais que se passe-t-il si le pari s'avère erroné ? Les pertes n'ont pas le même impact sur les positions longues et

courtes. Une position longue augmente en valeur si elle est gagnante. Si, au contraire, elle est perdante à cause d'une chute inopinée du prix de marché, la baisse de la valeur diminue le poids de la position perdante dans le portefeuille global, donc l'impact négatif sur le rendement du portefeuille. Au contraire, une position courte se rétrécit si elle est gagnante. Les vendeurs à découvert profitent certes des effondrements de prix, mais leurs positions s'évanouissent. Au contraire, si les prix bondissent par surprise, l'incidence des pertes sur le rendement du portefeuille est amplifiée par l'augmentation du poids de la position perdante. Comme les vendeurs à découvert doivent nécessairement emprunter les titres qu'ils vendent, ils sont contraints de vendre des titres en catastrophe pour répondre aux appels de marge de leurs *prime brokers* ou de fermer leur position et réaliser la perte.

Les stratégies des HF peuvent donc engendrer du risque systémique lorsqu'elles produisent un assèchement de liquidité au lieu d'un apport dans des marchés structurellement peu liquides, car trop complexes pour attirer des investisseurs à « *deep pockets* ». Quand un essaim de *hedge funds*, qui ont parié sur les mêmes stratégies à partir des mêmes méthodes de recherche des opportunités de gains, se précipite pour se couvrir, la liquidité s'évapore instantanément sur ces segments de marché. Ce fut le cas du marché des CDO mezzanine émis sur des ABS contenant des crédits « *subprime* » en août 2007. Les HF peuvent donc engendrer des risques de liquidité au lieu de les diminuer ; ce qu'ils font dans d'autres circonstances. *Le mélange des risques de crédit et de liquidité dans des styles d'investissement à fort levier peut faire des HF des maillons faibles dans une chaîne de répercussions constituant un événement systémique.* Quand un groupe de HF se retire d'un marché sous la contrainte de réduire le levier, la vente forcée d'actifs aboutit au même comportement contagieux que celui d'investisseurs plus traditionnels qui pratiquent l'assurance de portefeuille. Dans tous les cas on cherche à vendre dans des marchés en baisse sans trouver de contreparties à des prix raisonnables. Un effondrement de ces marchés se produit, comme on en a fait l'expérience avec le papier commercial émis sur des ABS l'été dernier.

Ce fut aussi la leçon de LTCM. La Fed a dû consentir une baisse de taux extraordinaire le 15 octobre 1998, en dehors des réunions mensuelles du FOMC, pour stopper le « *flight to quality* ». Il est vrai qu'en mai 2005 la même panique ne s'est pas répétée lorsque la dégradation des notes de GM et Ford ont jeté le trouble dans les marchés dérivés. Il en fut de même un an plus tard lors de la faillite du fonds Amaranth. Ce fut à tort, à la lumière des événements ultérieurs, que la communauté financière s'est réjouie de la robustesse de ces marchés grâce aux *hedge funds*.

Il n'y a pas eu de contagion dans les marchés financiers à cette époque. Il n'y a pas eu de pointe de volatilité, ni sur les bourses, ni sur les marchés obligataires. On n'aurait pourtant pas dû en tirer des conclusions hâtives et complaisantes sur la robustesse que les *hedge funds* auraient acquis depuis le naufrage de LTCM en 1998. Car les conditions de marché étaient complètement différentes. En septembre 1998 les marchés étaient dans un stress extrême provoqué par la crise russe qui avait altéré l'évaluation du risque de crédit et provoqué un « *flight to quality* ». Huit ans plus tard, au contraire, les marchés étaient inondés de liquidité après des années de politique monétaire accommodante. Il est donc prudent de penser qu'il n'y a pas une robustesse intrinsèque dans les opportunités plus sophistiquées de transférer les risques. Mais la probabilité de la propagation du risque dépend des conditions macro-financières.

La différence avec 1998 et 2007 n'a donc rien à voir avec la gestion du risque par les fonds d'investissement, mais tout à voir avec la situation macroéconomique. Au printemps 2005 on

en était encore au début de la spéculation immobilière financée avec des taux d'intérêt exceptionnellement bas. Certes ces conditions euphoriques semaient les germes de la fragilité financière ultérieure. Mais qui s'en souciait puisque les banques centrales restaient impavides ?

Les taux très bas de cette époque ont pesé sur le rendement des stratégies d'arbitrage dans les marchés publics où la concurrence est devenue féroce. Cela a poussé nombre de HF à se tourner vers des styles d'investissement plus exotiques pour faire de l'alpha (tableau 12). Ils ont recherché les stratégies « *event-driven* » (achats de titres à très basse notation et de LBO) et les arbitrages sur CDO. Ils ont donc détenu plus d'actifs illiquides, à valorisation peu fréquentes et fragiles, car fournies par des modélisations fondées sur des hypothèses qui ne prenaient pas en compte le risque endogène de liquidité. Or les distributions de probabilité des rendements futurs d'actifs à basse fréquence de transactions et très fort biais du côté des pertes extrêmes rendent non fiable la mesure de la volatilité et le calcul des pertes probables fondé sur des modèles VaR postulant la loi normale. Il est donc indispensable de s'intéresser de près au risque des *hedge funds*.

Tableau 12- Proportion des actifs sous gestion dans les hedge funds par type d'investissement (en % du total)

Catégories d'investissement	Juin 2002*	Juin 2005*	Décembre 2006**
Long short equity	42,6	30,6	29,4
Global macro	9,3	9,7	11,0
Emerging markets	3,4	4,9	6,9
Managed Future	3,2	4,3	4,8
Dedicated short bias	0,3	0,2	0,5
Total directionnel	58,8	49,7	52,6
Fixed income arbitrage	5,7	7,9	6,3
Equity market neutral	6,8	5,1	5,0
Convertible arbitrage	8,6	3,9	2,7
Total arbitrage	21,1	16,9	14,0
Multi stratégie	0,8	13,3	10,0
Event Driven	19,4	20,1	23,5

* Source : TASS, Grail Partner's analysis. ** Source : CSFB/Tremont.

II.2. Risques cachés découlant des hypothèses de normalité et des biais de représentation des hedge funds

II.2.1. Des profils de risques non gaussiens

Jusqu'à la crise financière de l'été 2007, les mesures usuelles des performances (rendement moyen apparent annualisé, volatilité mesurée par l'écart type du rendement et ratio de Sharpe) ont donné des résultats flatteurs sur lesquels les hedge funds ont fait leur publicité auprès des investisseurs institutionnels. Pour la plupart des stratégies les performances se comparent

avantageusement aux indices de marché. Elles semblent justifier la posture de recherche de rendements absolus. En effet, une étude récente menée à Groupama-am, couvrant la période janvier 1994 à décembre 2006, a montré que plus de la moitié des stratégies ont des rendements supérieurs aux indices de la bourse américaine. Ce sont surtout des stratégies directionnelles. On remarque aussi que, comme on pouvait l'attendre, les stratégies d'arbitrage (*equity market neutral*, *convertible arbitrage*, *event-driven* et *multi strategy* grâce à la diversification) sont moins volatiles que les stratégies directionnelles (tableau 13).

Mais ces mesures ne valent que dans un monde gaussien où les processus stochastiques sous-jacents aux profils de risque peuvent être décrits exhaustivement par la moyenne et par la variance. Cette hypothèse est complètement inadéquate (tableau 14). Pour pouvoir atteindre des rendements absolus élevés (faire de l'alpha), les hedge funds doivent recourir à des stratégies incorporant des produits à caractéristiques optionnelles, dont les profils de risque sont hautement non linéaires. Ces stratégies sont vulnérables à des risques extrêmes dus à des profils de risque asymétriques du côté des pertes (*skewness* négative) et à queues de distribution épaisses (*kurtosis* élevée ou profil *leptokurtique*). Les performances peuvent apparaître flatteuses lorsqu'une stratégie incorpore des produits équivalents à la vente d'options put en dehors de la monnaie. Tant que le marché ne se retourne pas de manière que les options soient exercées, le rendement est stable et le risque paraît nul. Lorsqu'un choc de liquidité se produit comme à l'été 2007 les pertes peuvent être fulgurantes, alors qu'elles ne sont pas mesurées du tout dans les indices usuels de performance.

Dans une autre étude menée par Emmanuelle Fromont («Evaluation du risque et de la performance des *hedge funds*»), trois types de VaR sont testés pour mesurer le risque des hedge funds. Il s'agit de la VaR Normale, de la VaR_{EVT} (*Extreme Value Theory*), de la VaR_{CF} (*Cornish Fisher*) et de la BvaR (*Beyond*).

Le test de Wald est utilisé car il permet d'estimer la fiabilité d'un modèle de VaR. L'idée est de déterminer si le modèle retenu surestime ou sous-estime ou estime exactement le risque réel de l'indice de stratégie de *hedge fund* étudié. Les indices considérés réfèrent quant à eux aux 4 indices journaliers S&P des rentabilités des indices de *hedge fund* sur la période allant du 01/10/2002 au 12/01/2005.

Les résultats démontrent que pour l'indice *Event Driven*, le risque est sans surprise largement sous-estimé par la VaR Normale à 5 %, 1 % et 0.5 %. La conclusion est identique pour ce qui est de la VaR_{CF} à 5 % et 1 % et la BvaR à 1 %. La BvaR quant à elle surestime le risque réel de l'indice global HF, Arbitrage et de l'indice *Directional/Tactical* pour une VaR à 5 %.

Selon la statistique de Wald seule la VaR_{EVT} est adéquate pour mesurer le risque réel des stratégies alternatives. En effet, elle ne surestime pas le risque comme la BvaR pour certaines stratégies et ne le sous-estime pas comme le fait la VaR Normale et la VaR_{CF}. les écarts entre ces différentes mesures s'accroissent en situation de stress lorsque la probabilité de pertes extrêmes augmente. La pertinence de la VaR extrême sur toutes les autres s'accroît. Mais comme les pertes montrent crûment l'exagération des leviers et l'insuffisance des fonds propres, l'usage d'un modèle qui révèle la détresse financière n'est pas du goût des managers.

La latitude laissée par les régulateurs quant au choix des méthodes d'évaluation des risques est une licence donnée pour sa sous-évaluation, dont on verra ci-dessous qu'elle rend impossible la construction d'indicateurs d'alerte du risque systémique.

Ces résultats ont des conséquences sur les mesures des performances. En utilisant la même base de données, Emmanuelle Fromont procède à un classement des indicateurs de performance que sont le ratio de Sharpe, le ratio Sortino (basé sur la Semi Variance), le ratio de Sharpe modifié (basé sur la VaR_{CF}) et le ratio de Sharpe extrême (basé sur la VaR_{EVT}).

Il ressort que les ratios de Sharpe, Sortino et Sharpe modifié surestiment la performance des indices de hedge funds par rapport au S&P 500. Ainsi lorsque l'on compare la performance de l'indice de hedge fund global avec l'indice de marché selon le ratio Sharpe extrême, la performance de l'indice de marché est supérieure. Pour les autres, le résultat est opposé.

Dans la mesure où il a été montré que la VaR_{EVT} est une mesure de risque plus adéquate, il semble plus cohérent de conclure à la supériorité du ratio de Sharpe extrême pour mesurer la performance des hedge funds et donc à la surestimation des mesures usuelles de performance.

Mais quelle est la fiabilité des indices construits avec les informations communiquées par les *hedge funds* aux fournisseurs de bases de données ? Ces informations sont affectées de biais très importants.

Tableau 13 - Rendements et volatilité des différentes stratégies de hedge funds

Stratégies	Rendement	Volatilité	Ratio de Sharpe
Convertible Arbitrage	9,04 %	4,62 %	1,09
Dedicated Short Bias	-2,39 %	16,97 %	-0,38
Emerging Markets	9,25 %	16,00 %	0,33
Equity Market Neutral	10,01 %	2,88 %	2,09
Event Driven	11,77 %	5,54 %	1,40
Fixed Income Arbitrage	6,46 %	3,66 %	0,67
Global Macro	13,54 %	10,75 %	0,89
Long/Short Equity	12,09 %	10,05 %	0,81
Managed Futures	6,50 %	11,84 %	0,21
Multi-Strategy	9,57 %	4,29 %	1,30
Indices boursiers			
Dow Jones	9,18 %	14,60 %	0,35
Russel 2000	8,69 %	18,56 %	0,25
Nasdaq	8,87 %	26,10 %	0,19
S&P 500	8,66 %	14,27 %	0,33
DJ EUROSTOXX 50	10,77 %	18,93 %	0,36
Indices obligataires			
Lehman Bond composite US	4,25 %	3,60 %	0,35
JP Morgan EMU Bond Index	4,45 %	1,70 %	0,26

Source : Sabrina Khanniche, « Mesurer le risque des hedge funds », Groupama-am, mai 2007.

Tableau 14 - Risques non gaussiens des stratégies de hedge funds

	Skewness	Excès Kurtosis ¹
Stratégies HF		
Convertible Arbitrage	-1,37*	3,39
Dedicated Short Bias	0,84*	2,15**
Emerging Markets	-0,70*	4,90**
Equity Market Neutral	0,33	0,43**
Event Driven	-3,45*	25,06**
Fixed Income Arbitrage	-3,11*	17,07**
Global Macro	0,03	3,13
Long/Short Equity	0,21	4,03**
Managed Futures	0,03	0,40**
Multi-Strategy	-1,21*	3,40

Source : Sabrina Khanniche, « Mesurer le risque des hedge funds », Groupama-am, mai 2007.

*Skewness $\neq 0$ at 5 % level. ** Kurtosis $\neq 3$ at 1 % level

1. L'excès de kurtosis est l'écart de la kurtosis (mesure de l'épaisseur des queues de la distribution de probabilité) par rapport à celle de la loi normale qui est de 3.

II.2.2. Les biais de représentation des hedge funds

Une autre source de distorsions entre les mesures usuelles de performance et les véritables performances concernant au premier chef les investisseurs qui apportent des fonds aux *hedge funds* est liée aux biais de mesure provenant de l'inadéquation du *reporting*. Ceux-ci découlent de l'opacité dans laquelle les hedge funds opèrent, puisque la puissance du lobbying qu'ils entretiennent avec le soutien des banques d'affaire leur permet d'échapper au droit commun de la finance. Quelle est l'ampleur des corrections à apporter pour avoir une idée plus juste de leur apport à la gestion d'actifs ?

Les données sur lesquelles sont calculés les résultats des tableaux 2 et 3 sont loin de représenter correctement l'univers des *hedge funds*. Les données sont très disparates selon les sources et présentent des biais systématiques qui résultent directement de la licence exorbitante donnée aux *hedge funds* de conduire leurs stratégies en secret. Trois types de biais provoquent d'énormes distorsions de performances :

- **Le biais de divulgation volontaire d'information** (*self-reporting bias*) résulte du choix des *hedge funds* de fournir de l'information ou pas. Seuls les *hedge funds* qui ont de bonnes performances et ceux qui ont besoin d'attirer les capitaux communiquent. Ceux qui sont fermés ou qui ont des performances médiocres n'ont aucun intérêt à communiquer.
- **Le biais de sélection** (*selection bias*) découle de la petite part de l'univers des hedge funds qui est couverte par les bases de données (environ 2 300 sur plus de 8 000). En outre, ces bases sont disparates. Leur recouvrement est très partiel et donc les calculs que font les centres de recherche spécialisés diffèrent sensiblement.

- **Le biais du survivant** (*survivorship bias*) résulte du retrait des bases de données des hedge funds qui ont cessé de donner de l'information. Ce sont ceux qui ne cherchent plus à attirer de nouveaux apports de fonds, ou qui ont été liquidés, ou qui ont disparu pour des raisons plus ou moins obscures. Il est clair que la probabilité d'un fonds qui disparaît a plus de chance d'être médiocre que d'être brillante du point de vue des investisseurs qui y ont apporté des capitaux. Comme les fonds qui disparaissent sortent des bases de données, il en résulte un biais des indices de hedge funds dans le sens des performances flatteuses

Le biais du survivant pose le principal problème de distorsion des mesures données par les indices. Il en est ainsi parce que la dispersion des performances individuelles des HF est énorme. Les taux de survie des HF ont été estimés par de nombreux auteurs : Brown, Goetzmann et Ibotson (1999), Fung and Hsieh (2000), Liang (2000, 2001), Brown, Goetzmann et Park (2001a,b), Gregoriou (2002), Amin et Kat (2003b), Bares, Gibson et Gyger (2003), et Getmansky, Lo, et Mei (2004). Brown, Goetzmann, et Park (2001b) montrent que la probabilité de liquidation augmente avec les risques. Les fonds qui ont des rendements négatifs deux années consécutives ont une plus grande probabilité de fermer. Baquero, Horst, et Verbeek (2004) trouvent, comme Fung et Hsieh (2000, 2002b) et Liang (2000), que les fonds survivants surperforment ceux qui ne survivent pas par approximativement 2,1 % par an, et que le style d'investissement, la taille et la performance passée sont des facteurs significatifs pour expliquer les taux de survie. Les taux d'attrition dans la base de données TASS de 1994 to 2004 diffèrent significativement entre les styles d'investissement d'un bas de 5,2 % par an en moyenne pour les fonds d'arbitrage convertible à un haut de 14,4 % par an pour les fonds « *managed futures* ». Ces études mettent aussi en évidence nombre de facteurs qui influencent les taux d'attrition : la performance passée, la volatilité des rendements, les styles d'investissement, les différences dans l'illiquidité des actifs.

En utilisant les données de Tremont HF, une étude de Berton Malkiel et Atanu Saha a cherché à corriger les biais. Elle aboutit à des estimations de rendements bien plus basses que celles qui sont publiées (tableau 15).

Tableau 15. - Rendements moyens avec ou sans ajustement pour biais de représentation

	1994-2003	1995-1999	2000-2002	2003
Tremont HF index: rendements <i>sans</i> les ajustements Malkiel-Saha ¹	11,11	18,16	4,09	15,47
Tremont HF index: rendements <i>avec</i> les ajustements Malkiel-Saha ¹	2,32	9,37	-4,66	6,72

¹ Malkiel, B. G./Saha, A. (2005): "HF: Risk and Return", Financial Analysts Journal, Volume 61, Number 6, CFA Institute. L'étude repose sur la base de données TASS.

Il est sûr que les commissions payées aux « *general partners* » dans les hedge funds sont beaucoup plus élevées que celles qui sont pratiquées par les mutual funds. Ce sont les commissions de performance qui font toute la différence. Elles dépassent couramment 20 % des gains au-dessus d'un benchmark spécifié sur une courte période de 3 à 12 mois. On comprend aisément que de telles incitations poussent délibérément à la prise de risque excessive sur des horizons très courts. Pour maximiser ces commissions de performance dans un contexte concurrentiel il faut trouver des stratégies qui parviennent à dépasser des benchmarks déjà assez ambitieux. Ce sont les stratégies dont les profils de risque s'écartent le plus des lois normales. En effet, 25 % environ des gains sont absorbés par les commissions

que les « *general partners* » s'adjugent et 20 % de ces gains sont des coûts payés aux prime brokers pour l'exécution des transactions et les coûts annexes. Ils sont prohibitifs à cause de l'activité même des *hedge funds* qui ne cessent de bouger les positions.

Pour assurer un rendement net de plus de 10 % aux investisseurs institutionnels, les HF doivent réaliser un rendement brut minimum de $(11,3/1-0,20-0,25)=20,5\%$. *Cela n'est pas possible sans un effet de levier considérable qui rend les hedge funds vulnérables aux situations de stress.* En outre, ce n'est pas possible comme rendement à long terme. La majeure part du rendement vient d'allers et retours dans les marchés sans aucune valeur économique. Il s'ensuit que les *hedge funds* n'ont pas le comportement qui les fait tenir pour des *contrarians* par ceux qui les encensent. *Il est donc clair que si l'on s'intéresse à la prévention du risque systémique, il faut se pencher sur la structure exorbitante des coûts qui dissipent l'essentiel de l'activité financière au profit d'intermédiaires qui se gavent de commissions au détriment des investisseurs institutionnels, donc des épargnants.*

II.3. Les hedge funds en tant que générateurs de risque systémique.

II.3.1. La recherche de rendements très élevés

À partir des analyses ci-dessus on peut identifier les facteurs de risque systémique logés dans les *hedge funds*. Ce sont les suivants : la prise de risque agressive aiguillonnée par la concurrence et alléchée par les commissions indexées sur la performance, la vente à découvert, l'augmentation brutale des corrélations dans les situations de stress de marché, l'attraction de stratégies passant par des transactions sur des marchés peu liquides, le recours immodéré à l'effet de levier et la concentration des positions sur des produits dérivés complexes dont les contreparties sont peu nombreuses.

Parce qu'ils poursuivent les rendements absolus, les *hedge funds* sont conduits à prendre des risques dans des marchés complexes où le risque est difficile à quantifier. On fait valoir que les *hedge funds* ont un avantage compétitif parce que leurs modèles d'évaluation des risques sont supérieurs à ceux d'autres opérateurs pour mesurer et contrôler les risques extrêmes. Cette affirmation n'a pas cours dans le crédit titrisé, comme on va le voir dans la section suivante pour ce qui concerne la répercussion sur les HF de la détérioration des crédits immobiliers. En ce qui concerne le risque transmis par les HF eux-mêmes, le danger de propagation se trouve dans la transmission des pertes aux contreparties en cas de faillites d'un gros *hedge fund* où d'un groupe de *hedge funds* qui ont pris des positions dans le même sens.

II.3.2. L'augmentation des corrélations dans des situations de stress de marché

Les *hedge funds* sont-ils engagés dans ces comportements mimétiques ? L'évidence empirique est alarmante. Selon les calculs de la BCE, l'accroissement de la concurrence dans l'industrie des *hedge funds* a renforcé les corrélations entre leurs stratégies. Dans une étude faite en 2005 la BCE constate : « ...les corrélations entre les stratégies des *hedge funds* ont augmenté plus ou moins continuellement depuis la mi-2003, atteignant en 2005 un pic sans égal auparavant ». Il faut remarquer que les corrélations ont augmenté non seulement à l'intérieur des stratégies, mais aussi entre elles. Cela résulte à la fois de l'augmentation de la proportion de stratégies directionnelles, c'est-à-dire corrélées au sens de variations des marchés boursiers, et au fait que des stratégies dites « d'arbitrage » ont une composante

directionnelle (par exemple « *long-short equity* »). Dans ces configurations un événement de marché peut déclencher des dénouements de positions précipités et corrélés.

Pendant les périodes de stress, la corrélation entre les rendements des HF et ceux des marchés augmente (Haas et Lo 2005 ; Boyson et Sathel, 2006). La variabilité des rendements des HF indique la difficulté pour les HF de générer de façon persistante des rendements alpha. Les études de Haas et Lo suggèrent que les modèles de HF ne sont pas *market neutral* et qu'ils emploient des stratégies de *trading* similaires.

Mesurer la corrélation des rendements des HF est un autre moyen d'évaluer la probabilité que ils puissent dénouer leurs positions. Une étude récente de la réserve fédérale de NY trouve un déclin depuis 1998 dans les deux volatilité et covariance des rendements des HF selon les stratégies différentes et les rendements individuels des HF. Ce qui implique le risque systémique serait en déclin. Mais d'autres études trouvent des preuves de contagion dans les rendements des HF ; ce qui signifie que de très basses performances dans une stratégie accroissent la probabilité de mauvaises performances dans les autres. Cela prendra plusieurs années pour voir si l'industrie des HF à sa taille actuelle a vraiment diversifié ses stratégies et peut produire des rendements non corrélés sur un cycle de marché entier. (T Adrian FED NY , 2006)

Une étude mac Kinsey 2007 confirme la faible corrélation moyenne des rendements des HF avec ceux des marchés des capitaux, mais observe qu'elle a tendance à augmenter ces dernières années. De plus, elle suggère comme d'autres que, durant des périodes extrêmes de marché, la corrélation entre les rendements des HF et ceux des marchés de capitaux augmente.

Bien que les HF soient capables de faire des rendements sur les *bull* et *bear market*, des études montrent qu'ils ont historiquement surperformé pendant les *bull market* plus qu'en temps de marché stressé. Selon Credit Suisse/Tremont, le rendement annualisé des index crédit suisse/ Tremont de HF serait de 11.2 % entre 1994 et 2007 avec des pics de performances de 1995 à 1997 avec des taux respectivement de 21.7 %, 22.2 % et 25.9 % et en 1999 avec 23.4 %. Seules deux années ont connu des rendements négatifs en 1994 et 1998 respectivement de -4.4 % et -0.4 %. Les HF ont connu des rendements moindres pendant la période 2000-2002 avec des taux oscillant entre 4.9 %, 4.4 et 3 %. Depuis 2003, les rendements sont de 15.4 % en 2003, 9.6 % en 2004, 7.6 % en 2005 et 13.9 % en 2006.

En plus des corrélations croissantes, la BCE insiste sur la diminution de la liquidité de nombreux hedge funds. Comme on l'a observé sur le tableau 1, de plus en plus de fonds se tournent vers des stratégies plus risquées telles que les spéculations sur des événements de marché, l'investissement dans les marchés émergents et les arbitrages de risque de crédit qui impliquent des titres à notation basse et marché secondaire étroit. Ces stratégies sont exposées au risque d'illiquidité de manière délibérée puisque la prime d'illiquidité est le moyen d'augmenter le rendement apparent. Ces expositions entraînent inévitablement une vulnérabilité pour les investisseurs institutionnels s'ils exprimaient le besoin d'un rachat des contrats en cas de crise.

II.3.3. Le recours immodéré à l'effet de levier

Une dernière source de vulnérabilité est le degré élevé de levier des *hedge funds* comparé à celui des *mutual funds*. Le levier est l'usage de ressources financières de manière que le rendement potentiel de ces ressources soit amplifié. Le levier procure à l'investisseur un rendement supérieur à ce qu'il pourrait obtenir autrement. Le revers de la médaille est que les pertes potentielles le sont aussi. Le levier participe donc à l'augmentation de la kurtosis. La forme la plus connue est le levier économique qui provient des emprunts en cash. Ce n'est pas la forme préférée des *hedge funds* parce qu'elle est inscrite dans les bilans et qu'elle implique un remboursement. Les *hedge funds* préfèrent le levier financier incorporé dans l'usage des dérivés. Il n'apparaît pas dans les bilans puisqu'il n'est engendré par aucun prêt. Il y a, par exemple, un levier implicite énorme dans l'achat de tranches « equity » des CDO dont les *hedge funds* sont friands. Ce n'est qu'une modalité particulière de vente d'une option put en dehors de la monnaie. Le risque est implicitement présent dans le prix du produit dérivé. Une évolution défavorable des conditions de marché qui conduit à exercer ces options force les *hedge funds* à vendre les positions à levier devenues perdantes pour satisfaire les appels de marge. Ces ventes peuvent être impossibles si les contreparties manquent. Si elles ont lieu, elles conduisent les contreparties à vendre les actifs sous-jacents et donc à propager les baisses. Un effet domino peut se déployer entre les marchés.

Le levier financier entraîne des risques de contreparties qui dépendent des méthodes utilisées pour créer l'exposition au risque. On en distingue quatre :

- *Les prêts de titres* contre du cash ou la mise en pension d'autres titres comme collatéral. Ils sont utilisés lorsque les HF veulent emprunter des actions pour faire pression sur les dirigeants d'entreprises ou veulent vendre à découvert des actions ou des obligations.
- *Les reverse repos* par lesquels les banques qui par ailleurs ont des relations suivies avec les HF en tant que prime brokers achètent des titres que leur vendent les HF avec engagement de les racheter. Le crédit crée automatiquement un risque de contrepartie qui se réalise lorsque le HF ne peut remplir ses engagements.
- *Les dérivés vendus aux banques* créent un risque de contrepartie qui est égal à la valeur de remplacement du contrat lorsqu'elle est positive.
- *Les prêts de marge (margin loans)* avance un prêt à un HF contre un titre mis en collatéral.

Ces formes de création de levier sont peu coûteuses pour les HF et sont dissimulées aux superviseurs des banques. Ceux-ci ne peuvent pas suivre à la trace les moyens par lesquels des actifs sont mis en collatéral dans différentes transactions pas plus que les risques qui en découlent. Les enregistrements des transactions que les banques ont avec les HF sont noyés dans des catégories plus larges ou sont tout simplement non divulgués par les banques. Les superviseurs ne connaissent au mieux que l'exposition totale nette d'une contrepartie sur un HF. Dans l'autre sens l'exposition agrégée sur un même HF des positions de toutes les contreparties est inconnue, alors que c'est une information cruciale pour détecter l'ampleur possible des propagations de risque provenant d'un défaut dans des groupes de HF dont la stratégie a été prise à revers par un mouvement de marché non anticipé.

Parce qu'elles appartiennent à un ensemble de services que les banques offrent aux HF, ces transactions conduisant à des risques de contreparties sont très concentrées. 75 à 80 % des risques de contreparties sont couverts par dix banques d'affaire mondiales. En fin 2006

l'exposition totale de ces banques atteignait \$2,9 trillions et avait une couverture en capital de \$408b, soit un taux de provisionnement en tier1 de 14 % (Blundell-Wignall, OCDE, 2007).

En 2006, les actifs bruts des HF (*gross asset*) étaient à 161 % des actifs nets sous gestion (*net asset*), le niveau le plus élevé sur la décennie. Il était de 117 en 2001, 121 en 2002, 141 en 2003, 148 en 2004, 155 en 2005 et 161 en 2006 soit une augmentation de 7 % (tableau 16). Il faut dire qu'il s'agit d'une moyenne et que les HF individuels peuvent utiliser un levier plus grand. La base de données Lipper Tass montre que le levier moyen va de 40 % pour les stratégies *long short equity* à 400 % pour les stratégies arbitrage *fixed income* (Recent dev. in HF, Bank of Japan, 2006). De même, une étude de Fitch Tradings LTD, a trouvé que le levier pour les stratégies d'arbitrage sur crédits structurés est maintenant de 20 fois les actifs sous gestion.

Le plus gros risque que pose le levier est la difficulté à mesurer le risque des portefeuilles des HF. Bien que les systèmes de gestion du risque aient été améliorés de façon, significative depuis 10 ans, la tendance des HF à investir dans des positions illiquides en compagnies et instruments comme les CDO fait apparaître de nouveaux défis. Ces investissements ne peuvent pas être "*market to market*" – évalués à leur prix de marché et reporté de façon quotidienne à leur valeur dans le bilan des HF. A la place, ils devraient être "*market to model*" – évalué de façon interne en utilisant un modèle construit par le trader, la banque prêteuse aux HF ou l'administrateur du fonds, selon l'étude MIG, 2007.

Tableau 16. Exposition brute de marché des HF en % des actifs sous gestion

1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
128	125	159	138	117	121	141	148	155	161

Source : Hennessee group, international Financial Services London (IFSL)

Quelles sont alors les conclusions théoriques que l'on peut tirer des facteurs de risque secrétés par les HF et qui ont de possibles répercussions systémiques ?

La combinaison du levier et de la détention de positions illiquides est un processus générateur de risque systémique. Il y a levier puisque la taille des positions des HF est bien plus grande que la valeur du collatéral affecté au provisionnement de ces positions. Si ces positions subissent des liquidations forcées en un temps court, le levier devient un multiplicateur de pertes.

Une mesure de l'illiquidité des actifs détenus par les HF est la corrélation sérielle des rendements. En effet, si les HF opéraient sur des marchés efficients, l'auto corrélation de leurs rendements mensuels serait nulle. Parce qu'ils ont toute latitude de faire ce qu'ils veulent dans le *mark-to-market* de leurs portefeuilles, les HF font du lissage de la volatilité de leurs rendements. Mais ce lissage produit de l'auto corrélation dans le temps. Il en résulte des corrélations positives entre les styles de HF, en sorte que les protections que les investisseurs institutionnels croient trouver par les fonds de fonds qui investissent dans des portefeuilles de HF peut s'avérer illusoire.

Cependant le processus le plus caractéristique du risque systémique est la contagion qui va au delà de l'augmentation des corrélations en temps de stress. La contagion résulte de caractéristiques non linéaires et asymétriques dans les profils de risque. Ces asymétries sont prononcées dans certains styles directionnels (*managed futures*) ou dépendant d'événements

extrêmes (*distressed*). Elles découlent des caractéristiques optionnelles et sont accentuées à la baisse parce que les HF vendent des contrats assimilables à des options put. Supposons que des investisseurs achètent des instruments destinés à les protéger contre une baisse boursière sans incidences sur la hausse. Les HF qui vendent ces instruments sont exposés à des non linéarités dans les variations des prix des sous-jacents. Ces risques non linéaires rendent inadéquats les modèles agrégés de contrôle de risque. Il faut désagréger les modèles pour traiter ces risques non linéaires en employant des méthodes qui ne sous-estiment pas les événements extrêmes. Puis il faut ré agréger les estimations pour aboutir à des tests de stress valables sur tout le portefeuille d'actifs. Ce travail est d'autant plus complexe, donc rarement fait, que les facteurs de risque ne sont pas les mêmes selon les stratégies. La gamme de facteurs est très large : actions, obligations, devises, matières premières, immobilier, volatilités, spreads. Les facteurs qui sont communs à plusieurs modèles de risque dans plusieurs stratégies sont des indicateurs d'alerte du risque systémique. Ce sont les caractéristiques des distributions anormales : *volatilité variable dans le temps, queues de distribution épaisses et asymétries du côté des pertes*.

Ces non linéarités provoquent des changements de régime, c'est-à-dire des variations discrètes et soudaines dans les processus qui déterminent les rendements aléatoires des HF. Les moments d'ordre 1 et 2 sont radicalement transformés. On peut ainsi muter brusquement d'un régime quasi normal à un régime de détresse. Pour que les superviseurs aient une mesure indicative mensuelle agrégée du risque systémique associé à l'activité des HF, il faudrait qu'ils puissent disposer des résultats des tests de stress faits par les HF, lesquels devraient être rendus obligatoires avec un enregistrement des HF. Il faudrait aussi que les superviseurs puissent agréger, ce qui implique de connaître : les expositions au risque de contrepartie, les niveaux de levier net et le montant brut des produits structurés traités par les HF.

Le processus par lequel le risque systémique se développe est la contagion découlant des risques extrêmes. La contagion est l'effet des non linéarités. *C'est la co-variation des prix d'actifs et (ou) des rendements entre les styles d'investissement en période de stress qui n'est pas prévue par les corrélations mesurées. S'il existe une indication de contagion élevée entre les styles d'investissement, c'est un symptôme de risque systémique dû aux HF* (Boyson, Stahel et Stulz, 2006). Les auteurs trouvent qu'il n'y a pas de protection à attendre d'une diversification selon les types d'investissement, donc rien à espérer des fonds de fonds en présence de pertes extrêmes. Il y a contagion des mauvaises performances entre tous les styles. D'une manière spectaculaire la contagion entre les pertes extrêmes existe entre des stratégies qui par ailleurs sont négativement corrélées dans des conditions de marché normales. De plus la contagion est persistante. Elle n'est pas confinée à la périodicité journalière. Elle s'observe avec la périodicité mensuelle. Ces relations dynamiques non linéaires permettent de comprendre la vulnérabilité des HF à la crise du crédit structuré.

II.4. Les Hedge Funds comme récepteurs de risque dans le crédit structuré et comme propageurs de la contagion dans les marchés financiers

La crise financière qui a balayé les pays occidentaux au cours de l'été 2007 a confirmé la prédisposition de la finance d'évoluer de bulle en bulle. Elle a aussi révélé des fragilités dans le crédit qui n'étaient encore pas apparues à cette échelle. Toutefois ces dysfonctionnements sont inscrits dans la mutation des banques qui, d'intermédiaires financiers qu'elles étaient traditionnellement, sont devenues des courtiers des marchés financiers. Cette mutation accompagne une tendance encore plus fondamentale. Personne ne veut plus assumer de risque

dans la finance. Transférer le risque jusqu'à l'épargnant final est devenu l'alpha et oméga des professions financières, depuis les banques qui empochent des commissions et vendent le risque des crédits recomposés dans des titres financiers, jusqu'aux fonds de pension dits « à cotisations définies » qui refusent les engagements sociaux et s'alignent sur les comportements court termistes des fonds d'investissement spéculatifs.

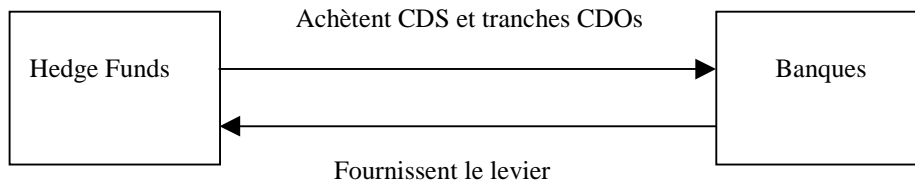
La conjonction d'une dynamique du crédit et des prix d'actifs qui produit des excès récurrents d'un côté et de la prolifération des techniques de transfert de risque particulièrement opaques de l'autre, ne peut que propager les crises. En effet, n'importe quelle institution, banque ou non banque, peut se retrouver porter des risques inconnus selon les avatars de la chaîne des transferts, lorsque très loin d'elle des crédits se détériorent parce que des bulles financières éclatent. Il en est ainsi parce que les transferts de risque par titrisation et élaboration de contrats dérivés sur ces titres ont entraîné un affaiblissement général de la qualité de l'évaluation du risque. Car, pour édifier ces cathédrales baroques de produits financiers ésotériques, il faut bien qu'il y ait à l'origine des prêteurs et des emprunteurs, donc des crédits. Or les banques qui font ces crédits n'ont aucune incitation à investir dans l'évaluation du risque de crédits qu'elles ont l'intention de revendre. Quant aux grandes banques d'affaire qui titrisent ces pools de crédits et les agences de notation avec qui elles travaillent, elles utilisent des modèles « *mark-to-market* » qui postulent des corrélations stables entre les crédits constituant les gisements à titriser. Or le retournement des prix d'un actif (par exemple immobilier) sur une catégorie de crédits dont la qualité ne dépend que de l'anticipation de la hausse du pris de cet actif (par exemple *subprime mortgage*) fait bondir la corrélation entre les crédits du gisement. Il s'ensuit que les tranches les plus exposées des titres émis en contrepartie subissent une baisse foudroyante de leur valeur. Comme les banques mélangent toutes sortes de crédits dans des gisements à titriser, l'appréciation du risque devient inextricable et les investisseurs qui ont acheté ces papiers sont plongés dans la plus grande confusion. Ils cherchent à se débarrasser de tous les crédits structurés de gré à gré. L'impossibilité de les revendre provoque alors l'onde de choc dans l'ensemble des marchés jusqu'au marché monétaire.

II.4.1. Transmission du risque systémique par les marchés dérivés

L'altération des conditions de marché qui peut transformer des vulnérabilités intrinsèques en propagation du risque à travers les marchés. Dans les marchés du crédit une telle altération se produit si le risque a été préalablement sous-évalué ; ce qui conduit à des leviers très élevés. Une réévaluation brutale des spreads de crédit se produit à la suite d'une augmentation des taux d'intérêt due à un choc de liquidité ou un changement non anticipé de la politique monétaire.

Une sous-évaluation du risque de crédit veut dire une mauvaise évaluation par les banques qui sont les contreparties des hedge funds. Un levier excessif côté hedge funds et une évaluation imprudente du risque de crédit côté bancaire entraîne une structure d'exposition croisée au risque de crédit schéma 1a).

Schéma 1a - Le risque de contrepartie

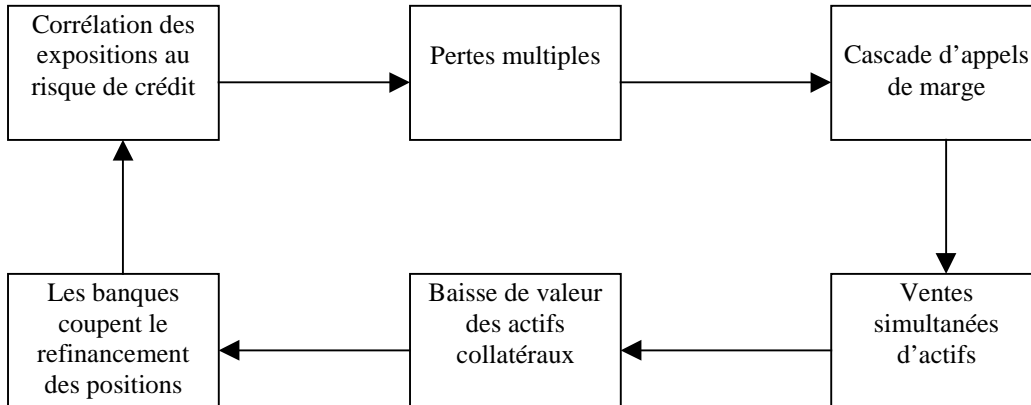


Dans les conditions de sous-évaluation du risque de crédit fragilisant le risque de contrepartie, la propagation se produit en cas de réévaluation du risque de crédit si la corrélation des positions de hedge funds est forte. En effet, la concentration des pertes dans les hedge funds qui ont des positions similaires provoque un « trou noir de liquidité » par insuffisance de contreparties pour absorber la tentative simultanée de liquidation des positions. Le schéma 1b décrit la nature des enchaînements

- *Contagion par les ventes de détresse d'actifs liquides par les HF*

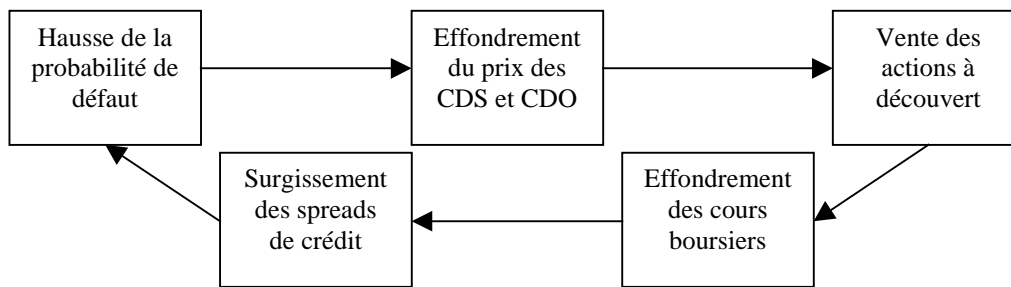
La contagion par les ventes de détresse d'actifs liquides (actions) par les HF chargés de crédits structurés invendables et sans possibilité de renouveler les ABCP. L'effet induit sur les investisseurs institutionnels est inconnu puisqu'on ne sait pas quels sont les montants des AbS et CDO achetés via les parts de HF et les montants de ABCP acquis directement sous la présomption d'une liquidité quasi parfaite

Schéma 1b. Interaction du risque de crédit et de liquidité



La disparition de la liquidité dans des segments critiques des marchés dérivés provoque un processus auto-renforçant entre la hausse des spreads de crédit et la baisse des prix des actions qui est caractéristique du risque systémique dans les marchés financiers (schéma 1c).

Schéma 1c - Transmission du risque systémique dans les marchés



En août 2007 les HF ont subi le contrecoup de la crise. Leurs rendements sont tombés bien en dessous des promesses faites aux investisseurs institutionnels. Les pertes subies sur les CDO et l'impossibilité de renouveler leur financement à court terme par émission de nouveaux ABCP ont conduit les HF à vendre massivement des actions au cours du mois d'août. Ils ont ainsi contribué à la panique. Celle-ci n'a été interrompue que par les rachats d'actions par les entreprises tirant parti de prix avantageux pour doper leurs rendements par action et distribuer des super dividendes. La contagion des comportements vendeurs des HF a fait le profit des investisseurs individuels qui ont acheté des actions bon marché après le 16 août lorsque les interventions des banques centrales ont ramené un peu de calme dans les marchés.

Mécanismes de transmission dus aux risques de contreparties entre les hedge funds et les banques sur les marchés dérivés

- Mise en évidence des chaînes de propagation qui impliquent les HFs comme maillons faibles et qui font boomerang sur les banques : la contagion résulte du processus même par lequel la titrisation a été présentée comme le processus par excellence d'endiguement du risque, à savoir sa dissémination des banques aux non banques.
- Détérioration de la qualité des crédits par les initiateurs qui concluent des crédits pour les vendre ou pour en transférer le risque
- Dissémination du risque à des investisseurs dont les HFs qui n'ont aucune connaissance des emprunteurs initiaux, qui achètent les titres et les produits dérivés sur la base des notations et qui ne sont pas des agents faits pour absorber le risque mais pour l'arbitrer. La dissémination du risque se retourne en tentative polarisée de rebalancement des portefeuilles. La virulence de la propagation par les fonds quantitatifs est équivalente à l'assurance de portefeuille qui a amplifié le krach boursier de 1987, mais qui s'est produite cette fois-ci dans les marchés du crédit.

II.4.2. La détérioration de la qualité des crédits

Les grandes banques internationales ont arrangé hors bilan une prolifération de crédits structurés de manière à se décharger du risque sur des structures ad hoc (conduits et SIV) qui le revendent à des fonds spéculatifs et derrière eux sur les investisseurs institutionnels pour engranger un maximum de commissions. La collusion entre les banques d'affaire, les agences de notation et les cabinets juridiques et de conseil est grande.

Du début 2004 à la mi-2007 le profit agrégé des grandes banques a cru au rythme de 25 à 30 % par an. Leur ROE a été de 20 % en moyenne. Cela dans une économie US+Europe progressant à 5-6 % en nominal. *Il y a donc eu une extraction massive de rentes*

Les modèles de *pricing* utilisés par les banques à l'origine des crédits et par les agences de notation reliaient la prob de défaut au ratio montant des prêts/valeur du collatéral et à l'historique du crédit des emprunteurs. Or les subprime n'avaient qu'un historique très insuffisant et avaient tous été créés dans une période de hausse forte et continue des prix immobiliers.

La détérioration a été très rapide avec le retournement des prix immobiliers à l'automne 2006. Mais elle ne se révèle que séquentiellement à cause du profil de risque de ces crédits 2/28 ou 3/27 : des taux très bas puis réajustés à LIBOR+spread élevé. Ainsi la masse des crédits conclus en 2006 révélera leurs pertes au cours de 2008. Un total de pertes estimé à \$70mds environ.

Les crédits de financement de LBO ont été stoppés lorsque les hedge funds et autres fonds d'investissement n'ont plus acquis les CDO dont ils étaient le gisement, mélangés à des prêts immobiliers et lorsque la bourse a commencé à baisser.

II.4.3. La titrisation des crédits et ses risques

Analysons plus en détail les profils de risque des CDO parce qu'ils ont été le principal canal de propagation de la crise financière qui a éclaté en août 2007. Les titres fondés sur des actifs (CDO et ABS) sont vendus comme des obligations émises par les entreprises. Ce sont des produits « dérivés » en ce qu'ils impliquent une cascade de transferts de risque et souvent de propriété selon une chaîne qui implique des intermédiaires et des opérations distinctes :

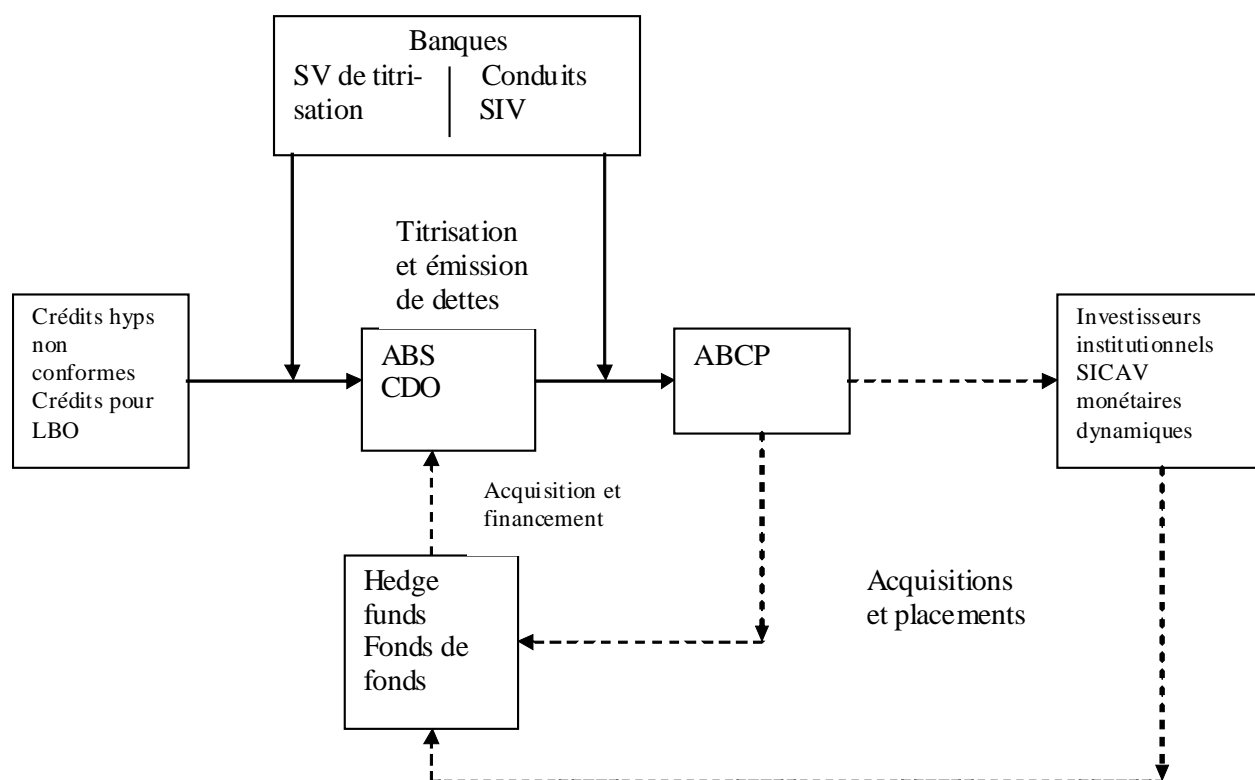
- La constitution d'un gisement de crédits (*pooling*) par une institution de crédit (une banque d'affaire ou une grande banque universelle) qui mélange toutes sortes de prêts et d'obligations à revenus fixes dans un portefeuille de référence. Ce portefeuille a un rendement pondéré et un risque qui est évalué par les agences de notation. Cette évaluation est particulièrement périlleuse si les composantes du portefeuille de référence ont des corrélations variables avec les taux d'intérêt des marchés et avec les prix des actifs qui servent de collatéraux aux crédits initiaux. Les modèles utilisés pour faire l'évaluation des portefeuilles de référence peuvent faire des erreurs grossières parce qu'ils sont établis sur des hypothèses qui excluent les variations endogènes des corrélations.
- La sortie du bilan (*offloading*). La banque d'affaire qui a procédé à l'alchimie du mélange des crédits transmet la propriété du portefeuille à une structure spéciale non réglementée, appelée conduit ou SIV (*special investment vehicle*). Alternativement elle conserve la propriété mais se décharge du risque de défaut. Cela permet à la banque de se rémunérer sous forme de commissions pour son intermédiation dans le pooling, tout en contournant la réglementation qui lui aurait imposé un capital réglementaire fonction du risque si elle avait conservé les crédits au bilan (Bâle II). Cette échappatoire réglementaire a incité les banques à titriser toutes sortes de crédits pour être rémunérées sans assumer le risque de leurs opérations.
- La structuration en tranches (*slicing* ou *tranching*). Le conduit ou le SIV émet des obligations qui sont adossées au portefeuille de crédits dont il a la propriété. Alternativement, si la banque qui fait le pooling initial conserve la propriété, elle vend des CDS dont les primes constituent les revenus des SIV. Les obligations sont découpées en tranches correspondant aux classes d'investisseurs qui les achètent. La tranche *senior* est généralement notée AAA et a un rendement faible (par exemple

4 %) parce qu'elle est protégée par les tranches subordonnées. La tranche *mezzanine* est notée BBB et a un rendement moyen (par exemple 7 %). La tranche *equity* est très risquée et n'est pas notée (son rendement peut atteindre 15 % ou plus). Il est possible de faire de la titrisation sur la titrisation : des CDO émis sur des pools de ABS, des CDO² sur des pools de CDO, etc...

- Le financement fait aussi appel à une couche supplémentaire de titrisation. Les CDO sont illiquides. Les conduits qui les émettent avant de les distribuer, les *hedge funds*, les fonds de fonds et autres fonds spéculatifs promus par les banques qui les achètent, ont besoin de financement, car se sont des structures très légèrement capitalisées qui fonctionnent avec des leviers d'endettement considérables. Plutôt que de faire des avances directes, les banques préfèrent émettre du papier commercial fondé sur les CDO en tant que collatéral. C'est une forme particulière de papier commercial dite ABCP (*asset-backed commercial paper*) vendu à des OPCVM monétaires dites « dynamiques » comme du papier liquide. Le cash qui est le produit de la vente de ces papiers constitue le financement des acquéreurs de CDO.
- En bout de chaîne les investisseurs institutionnels investissent dans les *hedge funds* ou les fonds de fonds pour la part de leur allocation dans la gestion dite « alternative » et les OPCVM monétaires achètent des ABCP comme des titres postulés liquides, mais à rendements plus élevés que les fonds monétaires qui investissent dans des bons du trésor et autres titres sûrs.

Le schéma 2 ci-dessous résume l'enchaînement complexe des opérations de la titrisation lorsque les crédits initiaux à titriser sont des crédits hypothécaires aux Etats-Unis considérés comme non conformes, c'est-à-dire trop risqués pour être garantis par les deux agences publiques (Fannie Mae et Freddie Mac), et des crédits finançant les opérations d'acquisition d'entreprises avec un levier d'endettement élevé (*leveraged buyout* ou LBO)

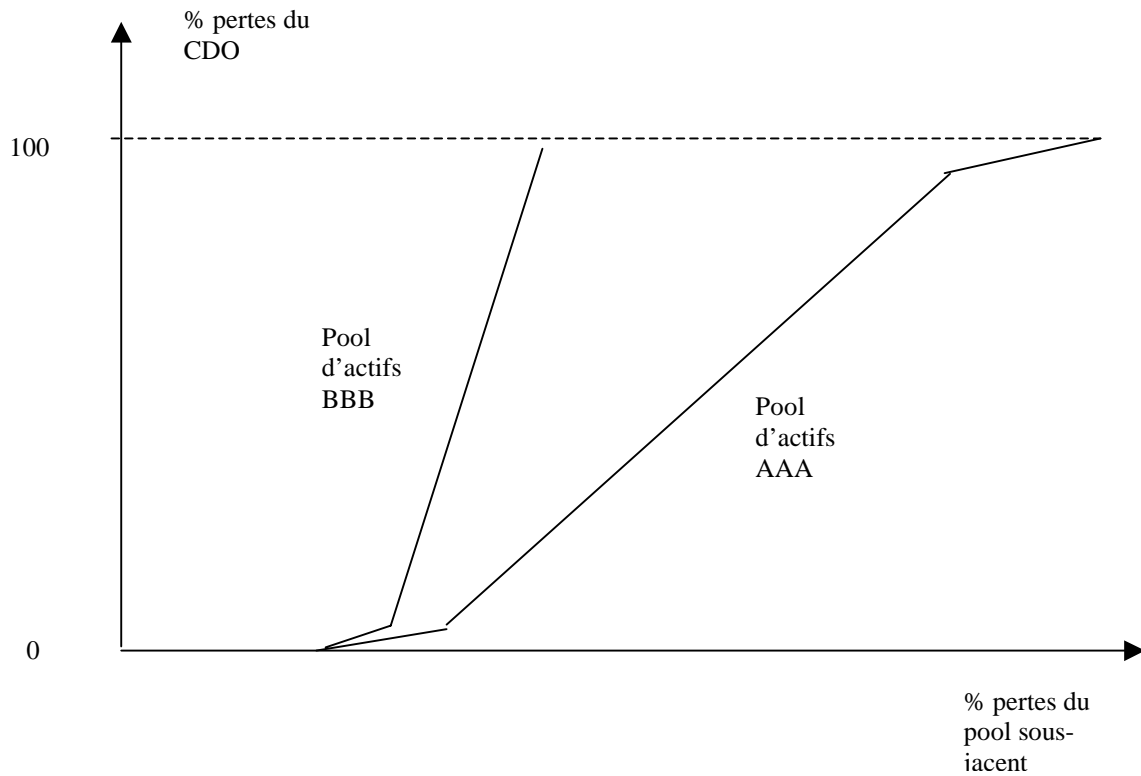
Schéma 2. Le labyrinthe de la titrisation



Les risques de la titrisation se trouvent à toutes les étapes de la chaîne. Dans le pooling la baisse du prix des actifs sur lesquels sont assis les crédits (actions ou propriétés immobilières par exemple) peut provoquer une augmentation fulgurante des corrélations entre les composantes du gisement de crédit, dont résulte une élévation brutale des pertes potentielles sur les crédits. Les prix des tranches inférieures et moyennes des ABS et des CDO émis en contrepartie du pool de dettes s'effondrent alors avec la montée des primes de risque. Puisque les pertes sur le pool sont couvertes par les tranches inférieures, equity puis mezzanine, ces tranches sont d'autant plus atteintes qu'elles sont plus minces. Ainsi les pertes sur un CDO mezzanine, lorsque la probabilité de défaut augmente sur le pool sous-jacent, détruisent-elles complètement la tranche lorsque le pool sous-jacent est dégradé de AAA à BBB.

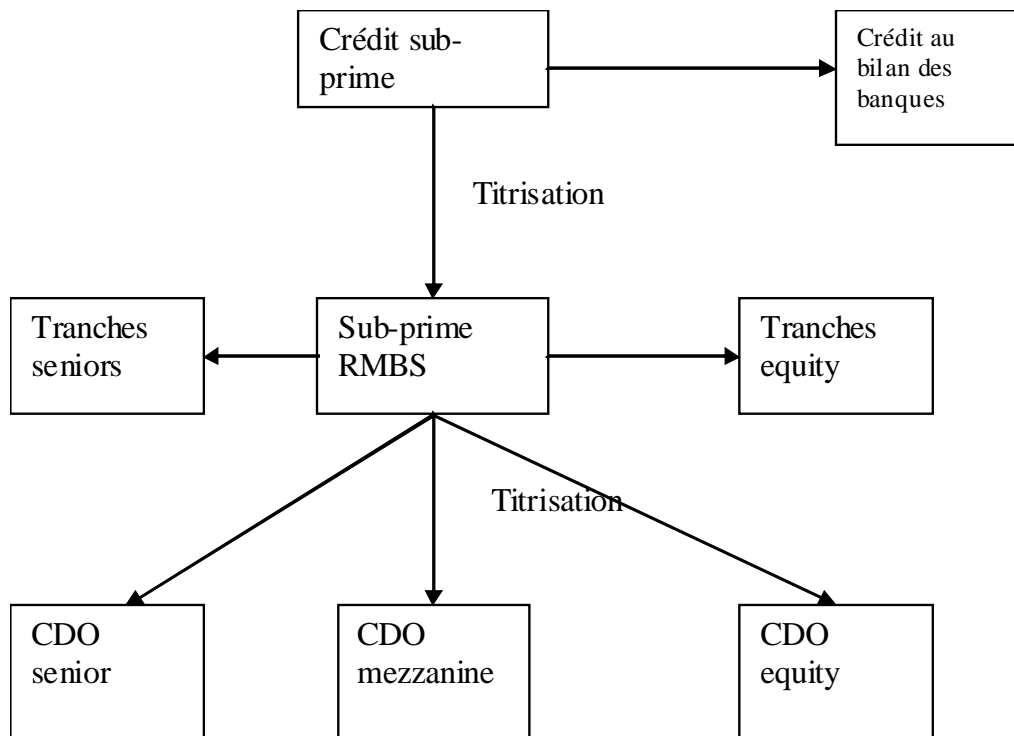
Car un CDO entièrement adossé sur des ABS notés BBB a des pertes proportionnelles au % de pertes sur cette tranche titrisée, pas sur le % de pertes de l'ABS dans son ensemble. Il en résulte un effet de tout ou rien : si les actifs du gisement évoluent comme les promoteurs de la titrisation l'ont construit, les pertes seront faibles. Si les crédits sous-jacents se détériorent, elles deviennent catastrophiques (schéma 3).

Schéma 3. Pertes d'un CDO en fonction du pool de crédits



Lorsque les pools de crédit contiennent des crédits « toxiques » (par exemple les crédits immobiliers dits « *subprime* » aux Etats-Unis mélangés à des crédits sains) la détérioration de la qualité des premiers contamine tous les gisements de titrisation qui les contiennent, de sorte que l'évaluation des portefeuilles titrisés devient impossible. Les investisseurs placés très loin dans la chaîne de transfert des risques sont ceux qui les portent et qui sont les moins capables de les estimer. La dissémination des risques se retourne alors en contagion générale en paralysant toute la chaîne de titrisation (schéma 4). Un risque local (le *subprime*) se transforme en risque systémique.

Schéma 4. La détérioration de la qualité des crédits le long de la chaîne de la titrisation



On peut maintenant comprendre pourquoi les hedge funds ont été des transmetteurs et non pas des absorbeurs du risque de crédit découlant de la dégradation des pools d'ABS en contrepartie desquels ont été émises les tranches de CDO. Ils ont massivement acquis ces produits de titrisation illiquides parce que leur passif n'est pas soumis à un *mark-to-market* quotidien et qu'ils peuvent imposer des périodes de *lock-up* à leurs investisseurs. Cependant on a vu que les HF ont des positions d'actifs à risque à la fois très supérieures à leurs fonds propres et à la valeur du collatéral qu'ils peuvent mettre en provisions. *Ils ont en quelque sorte la structure financière d'une banque de marché.* Leur passif exigible est supérieur à leur actif liquidable. C'est bien parce que les banques ont cette fragilité intrinsèque qu'elles sont réglementées en contrepartie d'une franchise qui leur donne un accès privilégié au financement de la banque centrale.

Les HF sont un maillon faible de la chaîne du crédit structuré parce que le levier qui est constitutif de leur business les rend vulnérables aux pertes de crédit, lesquelles se répercutent en problèmes de financement, donc en risque de liquidité puisque leur financement est monétaire. *Loin d'avoir résolu le problème de la dissémination du risque, le crédit structuré a rétabli une intermédiation fragile sans le dispositif prudentiel qui s'applique aux banques.*

II.4.4. L'échec à la dissémination du risque

Un processus qui dissémine le risque lorsque tout va bien peut aussi provoquer une cascade de pertes lorsque le doute s'installe sur l'évaluation des différentes étapes du processus. Il y a un changement brutal de régime. Les CDO bénéficient de la diversification du pool d'actifs qui sont en gisement. Mais l'avantage de la diversification est perdu si les actifs sont étroitement corrélés. C'est le cas des CDO adossés à des ABS lorsque le collatéral des crédits initiaux se dévalorise avec le renversement non anticipé des prix immobiliers. Lorsque les subprime

RMBS notés précédemment AAA ont été dégradés, la perte sur les CDO mezzanine a été fulgurante. Les pertes ont mangé complètement ces tranches, de sorte que les tranches senior considérées comme sûres ont été attaquées. La détérioration de la qualité de ces tranches a entraîné la perte de confiance indifférenciée dans tout le papier titrisé.

Si un CDO est entièrement adossé sur des ABS notés BBB, ses pertes sont proportionnelles au % de pertes sur cette tranche titrisée, pas sur le % de pertes de l'ABS dans son ensemble. Un effet de tout ou rien : *si les actifs dans le gisement évoluent comme les promoteurs de la titrisation l'ont construit les pertes seront très faibles. Si les crédits sous-jacents se détériorent, elles deviennent catastrophiques.*

Les CDO sont illiquides et doivent être financés. La baisse catastrophique de certains CDO s'est propagée à l'ensemble de ces structures qui étaient adossées à des ABS de même notation. Les investisseurs qui les détenaient, notamment les hedge funds à levier élevé, n'avaient pas le capital pour absorber les pertes. Ils durent faire face aux appels de marge de leurs prime brokers au moment de refinancer leurs dettes à court terme et ont dû vendre précipitamment des actifs liquides. *Il en a résulté une baisse des prix des actions.*

Les banques ont fabriqué du financement via des structures hors bilan : les conduits, les SIV (special investment vehicles) et les SIV-lite. L'ensemble de ces véhicules sponsorisés par les banques aurait atteint \$1400mds. Chargés de crédits structurés de toutes sortes, ces véhicules ont été financés par du papier commercial adossé sur les actifs (ABCP ou *asset-backed commercial paper*).

Ce papier a été vendu par les banques aux investisseurs institutionnels, aux trésoriers des grandes entreprises, aux SICAV monétaires. Postulés liquides, ces titres à court terme avaient des lignes de crédit bancaire contingentes qui leur sont attachées. Ces titres étaient donc très attractifs pour gérer la liquidité des entreprises de manière flexible et attirants pour des investisseurs qui obtenaient une rémunération équivalente à celle de certificats de dépôts avec une liquidité plus grande.

La détérioration de la prob de défaut sur les RMBS s'est transmise aux CDO avec l'amplification due à la manière dont les pools d'actifs ont été constitués. Les ABCP adossés aux CDO mezzanine se sont trouvés invendables parce qu'impossibles à « pricer ». Les acheteurs de ces titres ont cherché à s'en débarrasser. Le taux d'intérêt sur ce type de papier commercial a bondi à des niveaux rendant impossible l'émission de papier nouveau. A cause de l'effondrement du marché de l'ABCP, le total de l'encours de papier commercial a baissé de 11 % en août.

La crise de la titrisation a donc fait retour sur les banques de deux manières et a paralysé le marché monétaire des grands pays : par le collage en banque du papier qui ne pouvait être distribué lorsque la crise a éclaté et par les lignes de crédit contingentes que les banques ont dû consentir aux émetteurs sur du papier qui ne pouvait pas être refinancé. Les actifs à qualité détériorée font retour dans les bilans des banques et rognent leur capacité future de crédit ou bien obligent les conduits et les SIV à vendre en détresse des actions et des titres de créances de bonne qualité.

À cette contagion mécanique se superpose une contagion psychologique des investisseurs par *réévaluation drastique de l'aversion pour le risque*. Le papier commercial adossé aux actifs titrisés est mis en suspicion (hausse de 120pb en août). Cela contamine en partie les autres

segments du papier commercial (30 à 40pb). Un mouvement de fuite vers la qualité entraîne une focalisation sur les obligations publiques et une montée de tous les spreads de crédit.

Dans la crise financière de l'été 2007, le retour de la crise de liquidité sur les banques a été violent. L'ensemble des crédits structurés de toutes sortes, sponsorisés par les banques, a atteint \$1400mds. Ces crédits titrisés (CDO et ABS), détenus par les hedge funds et par les structures ad hoc créées par les banques (conduits et SIV), sont intrinsèquement illiquides. Pour les financer ces organismes ont émis du papier commercial gagé sur les produits de la titrisation (schéma 3). Ce papier (ABCP) a été vendu aux investisseurs institutionnels, aux trésoriers d'entreprises et aux SICAV monétaires. Etant conçus par les banques et postulés liquides, ces titres à court terme avaient des lignes de crédit contingentes qui leur étaient attachées. Ils étaient donc attractifs pour gérer la liquidité des entreprises de manière flexible et attirants pour les investisseurs qui obtenaient une rémunération équivalente à celle des certificats de dépôts bancaires pour une liquidité plus grande.

Comme on l'a vu plus haut, la détérioration de la probabilité de défaut sur les crédits initiaux au logement s'est transmise avec une vitesse foudroyante à toute la chaîne de la titrisation des Etats Unis à l'Europe. Les ABCP adossés aux crédits titrisés et logés dans des SICAV « dynamiques » se sont avérés invendables, parce qu'impossibles à évaluer à des prix rémunérateurs pour les banques ! Lorsque les acheteurs de ces titres ont cherché à s'en débarrasser, ils n'ont pas trouvé preneurs. Et aucun nouveau papier n'a pu être vendu.

Les banques ont donc été prises au piège de deux manières : d'une part par les lignes de crédit de garantie qu'elles avaient accordées sur le papier commercial émis par les structures qui étaient leurs créatures, d'autre part parce qu'elles n'ont pas eu le temps de vendre la dernière tranche de papier émis au mois de juillet 2007. Entre le 9 août et la fin du mois l'encours des ABCP avait baissé de 11 % et le taux d'intérêt sur ce type de papier s'était envolé de 120pb. Le retour dans les bilans bancaires de papier qui ne pouvait plus être renégocié a rogné leur capacité de crédit. Les hedge funds, conduits et autres SIV, privés de la facilité de renouveler leur financement, ont dû vendre en détresse des actions et des titres de créances de bonne qualité pour constituer les provisions contre les pertes probables sur les ABS et les CDO dont ils s'étaient gavés. C'est ainsi que la crise est devenue systémique.

III. ANALYSE ET CRITIQUE DES PROPOSITIONS DE REFORME DE REGULATION DEVANT L'ENJEU DES RISQUES A CONTENIR

III.1. Panorama des propositions de régulation à l'aune de la cartographie des risques

Un certain nombre d'associations professionnelles, d'institutions nationales et internationales ainsi que des autorités de régulation ont émis des recommandations, ou fait des propositions au regard des risques spécifiques à l'industrie des HF, parmi lesquelles le FSA, la SEC, l'AIMA, HFWG, le PWG, le FSF, le FMI... Dans l'ensemble, ces propositions restent assez générales. Elles appellent les principaux protagonistes à imposer une discipline de marché considérée comme le meilleur moyen de protéger l'investisseur, de limiter le risque systémique et d'assurer l'intégrité des marchés. Elles restent donc opposées à toute régulation contraignante et privilégient les mécanismes d'incitations en matière de gestion des risques. Les thèmes principaux abordés sont les *due dilligence*, les risques de contrepartie et systémique et leur gestion, l'évaluation des portefeuilles de HF... Quelques initiatives se distinguent. Il convient dans un premier temps de les détailler pour mieux les critiquer dans

un deuxième temps au regard de l'analyse des risques qui a été réalisée dans la partie précédente.

III.1.1. Les recommandations des autorités de régulation et supervision (FSA, SEC, Fed)

FSA

Les risques spécifiques aux HF identifiés par le FSA sont au nombre de six. Le premier est celui d'un *disruption market* et d'une érosion de la confiance des contreparties des HF liées à la faillite des gros HF (ou de plusieurs de taille moyenne) avec des expositions importantes et concentrées. Le deuxième et le troisième concernent les abus de marché et les risques opérationnels. Étant donné le paiement de commissions et leur lien étroit avec les PB, les HF peuvent avoir des incitations à commettre des délits d'initiés et de manipulation. Le quatrième a trait au traitement préférentiel de certains investisseurs. Une préoccupation qui fait référence à la pratique de certains HF d'émettre des *side letters* considérées comme une violation du premier principe du FSA sur l'intégrité. Le cinquième concerne la pénétration du marché de détails (*retailisation*) par les HF qui pose la question de la compréhension et du contrôle des risques des HF. Enfin, le sixième concerne les mauvaises évaluations d'instruments illiquides et complexes. Des conflits d'intérêts peuvent surgir quand les managers sont tentés de fournir des évaluations surévaluées des instruments complexes aux administrateurs/investisseurs.

Pour lutter contre ces risques, le FSA recommande de renforcer l'efficacité de la discipline de marché qui passe par une plus grande information et des évaluations régulières sur le risque. Les propositions du FSA pour préserver l'intégrité des marchés financiers se situent à plusieurs niveaux. L'un passe par une coopération industrielle afin d'assurer un flux d'informations régulier, associé à un programme d'*enforcement* efficace et une surveillance proactive des probables « points chauds » via un système d'analyse de transactions sophistiquées. Pour cela, outre le travail de surveillance du FSA, la balle est principalement dans le camp des organisations professionnelles avec toute une série de guidelines non contraignantes dont celles de l'AIMA. A l'appui de cette coopération industrielle, le FSA prône une approche globale et coordonnée entre régulateurs, comme par exemple une action entre le FSA et le Fed qui a déjà porté ses fruits en réduisant les *credit derivatives backlogs* ie les retards de confirmation de dérivés de crédit. Un dernier niveau passe par l'industrie des HF elle-même et consiste à faire le point sur les *sound practices* pour mieux les améliorer.

Le FSA compte sur ses directives contraignants pour prévenir les pratiques de *sides letters* qui contiennent des « *material terms* » offrant à des investisseurs privilégiés (souvent les plus gros clients) une liquidité améliorée avec des droits de rachats à des conditions préférentielles. Autrement dit, les sociétés seront obligées de déclarer l'existence des *side letters*. La question de la cinquième préoccupation relative à la *retailisation*, qui consiste à offrir au marché de détails un plus large éventail de produits alternatifs, n'a pas encore été tranchée. Mais il semblerait que le FSA soit plutôt favorable à un relèvement du seuil minimal d'investissement. Enfin, le dernier problème, concernant la mauvaise évaluation des instruments illiquides et les fraudes potentielles, devrait être géré selon le FSA en collaboration avec IOSCO en charge de développer des bonnes pratiques en matière de politiques d'évaluation et de procédures de *pricing* des portefeuilles de HF.

S'agissant du risque systémique, le FSA a conclu après une enquête réalisée sur les PB et les expositions des HF (avant la crise de l'été 2007), que ce risque n'était pas à l'ordre du jour. Les résultats de cette étude montrent que l'effet de levier moyen, calculé en divisant la position longue de marché des HF par leurs fonds propres nets, se situait entre 2 et 2,5 (cf.

McCarthy, 2006) ; et que les expositions des PB aux HF étaient suffisamment limitées par du capital et pleinement « collatéralisées » (comme pour le HF Amaranth). Enfin, une étude réalisée sur les deux principaux PB qui comptent plus de la moitié des expositions des HF, a permis de conclure qu'aucun des deux n'avait des expositions comparables à LTCM dont le levier était au moins 25 :1 au début de 1998 et de 50 :1 au moment de son écroulement. Autant de raisons pour lesquelles le FSA n'estime pas nécessaire d'augmenter le niveau d'exigences en termes de collatéral et de capital réglementaire. Cela est néanmoins surprenant puisque ce n'est pas le levier moyen qui importe dans l'origine d'un événement systémique mais les positions extrêmes. Or on a constaté dans la partie précédente l'extrême dispersion des performances des HF : ce qui laisse supposer des fragilités cachées sous les moyennes.

En gros, l'approche du FSA qui revient à mettre l'accent sur le dialogue entre HF et PB et sur une plus grande coopération, à la fois avec les autorités de régulation et les organisations professionnelles, laisse la bride sur le cou aux HF, tout en autorisant un contrôle lâche de leurs risques. Le FSA qui est en contact avec les plus gros HF (les plus susceptibles de causer un risque systémique) et les deux plus gros PB serait, dit-elle, en mesure d'évaluer le risque et d'intervenir directement sur eux en cas de problèmes. L'efficacité de cette approche basée sur le risque semble faire l'unanimité outre-manche. Elle justifie même le statu quo institutionnel et réglementaire face à l'institutionnalisation croissante de cette industrie ces dernières années (Zigrand et Danielsson, mai 2007).

SEC

Les gérants de HF américains ne sont pas obligés de se faire enregistrer auprès de la SEC; au grand dam de cette dernière qui recommande la généralisation des enregistrements des managers (dits *advisors*) de HF sous le Advisor Act de 1940. L'enjeu est de taille car il en découle des implications importantes en termes de divulgations d'informations. Cela permettrait à la SEC de collecter des informations pertinentes sur les activités des HF et de lutter contre les fraudes en permettant des inspections qui facilitent la prévention des abus et encouragent une culture de *compliance* et de contrôle.

Bien que les HF *advisors* soient soumis à des dispositions antifraude des lois fédérales relatives aux *securities*, ils ne sont sujets ni à des exigences de *reporting* et des révélations standardisées, ni à des examens de la SEC. La seule information quantitative que la SEC collecte actuellement est l'AUM (actifs sous gestion). Les bases de données privées fournissent, elles aussi, les AUM et les allocations mais ne fournissent pas d'information sur le levier et l'utilisation du levier. En conséquence, la SEC a seulement des informations indirectes sur les fonds et leurs pratiques de *trading*. Ce qui rend difficile sa tâche pour découvrir les fraudes et autres mauvaises conduites. Dès lors, la SEC ne peut agir qu'une fois avoir reçu des informations pertinentes de la part de tiers. Très souvent, cela intervient après que des pertes significatives se soient produites. Pour illustrer la difficulté de la mission de la SEC, on peut citer les chiffres suivants. Entre 2000 et 2004, le gendarme de la Bourse américaine, n'a trouvé qu'une cinquantaine de cas (délits d'initiés, manipulations, etc.). La SEC estime à près d'un milliard de dollars le montant des fraudes dont elle a eu connaissance en 2002. La plupart de ces malversations portent sur une surestimation manifeste des performances des fonds, le paiement injustifié de commissions ou le détournement des actifs des fonds au profit personnel des gérants.

Ce point de vue sur l'enregistrement des gérants de HF ne fait pas l'unanimité au sein de la SEC et encore moins à la Fed. Alan Greenspan, par exemple, estimait que ces enregistrements

peuvent avoir un effet négatif sur l'industrie, notamment celle de réduire la liquidité des marchés financiers. Les autres arguments invoqués sont généralement le coût d'une telle mesure et les moyens limités de la SEC (Cynthia Glassman et Paul Atkins). D'autres estiment que le monitoring réalisé par les investisseurs sophistiqués sont suffisantes pour les tenir informés des décisions des gérants. Autant d'arguments qui sont contestables.

La SEC recommande également des révélations via les prospectus sur les évaluations et les structures des commissions et les dépenses justifiant ces commissions pour les FOF enregistrés dans le but de faciliter la compréhension des investisseurs. La question de la structure des *fees* est préoccupante quand on sait, selon une étude récente de Russell effectuée sur 167 institutions nord américaines, que les raisons les plus fréquemment citées de ne pas investir dans les HF sont pour 32 % d'entre elles que les *fees* ne justifient pas les risques pris, pour 23 % une interdiction en matière d'investissement et pour 17 % le manque de transparence de ces fonds. Généralement, les *fees* des HF sont non réglementées. Elles sont doubles avec des *management fees* de l'ordre de 1 % à 2 % et des *performances fees* de l'ordre de 10 à 40 % selon des HF. Le problème vient du fait que le montant de ces *fees* n'est pas toujours justifié et peut parfois amputer de façon substantielle les rendements des fonds. - Cette structure créant des *adverse incentive*- (Stoll).

Parallèlement, la SEC recommande d'élever le niveau d'éducation des investisseurs, d'encourager les bonnes pratiques et de contrôler de façon étroite les services d'introduction en capital par les brokers dealers. La Sec conseille aux investisseurs de faire leur *due diligence* pour sélectionner le fonds et contrôler la performance du HF, et ce, même si le fonds est enregistré. En effet, l'enregistrement du HF ne protège pas les bénéficiaires des défaillances des *sponsors*. Un autre cheval de bataille de la SEC constitue l'évaluation des actifs des HF par les *advisors*. Pour lutter contre la discrétion des gérants de HF quant à l'évaluation de leurs actifs, la SEC recommande l'indépendance des procédures d'évaluation. Ce manque d'indépendance est contesté par ces mêmes gérants. Ces derniers arguent que la structure juridique du fonds leur impose qu'il y ait au minimum deux personnes physiques pour valider une décision. Si cette double validation minimale constitue un premier niveau d'indépendance, il ne saurait être totalement satisfaisant, dans la mesure où elle reste l'apanage des gérants, dont on peut facilement présumer qu'ils ont des intérêts communs.

III.1.2. Les recommandations des organisations professionnelles (Aima, HFWG)

AIMA

AIMA constitue avec ses 1100 membres (dont 250 au Royaume-Uni) répartis dans 46 pays la plus grande association professionnelle de HF et de FOF. Créée en 1992, 60 % de ses membres sont des gérants (single et multi managers ou managers de FOF) et 40 % des fournisseurs de services. Son objectif est de promouvoir les meilleures pratiques et la transparence en matière d'investissements alternatifs. Dans ce cadre, AIMA fournit à ses membres des *guidelines* qui sont régulièrement actualisées, étant donné l'évolution rapide de cette industrie.

L'AIMA ne considère pas que les HF sont opaques et non réglementés pour la simple et bonne raison qu'ils font l'objet d'une double réglementation à la fois nationale et communautaire. Au Royaume-Uni par exemple, cette supervision nationale passe par le FSA et ses 11 principes et sa *guidance* contraignante. Au niveau européen, il faut compter avec de nombreuses directives telles que MIFID, MAD, CAD... De même, l'association estime que le

degré de transparence doit être appréhendé au niveau contractuel, c'est-à-dire entre l'investisseur et le gérant et non au niveau national ou supranational ; ce qui revient à dire que les totalisations, donc les considérations systémiques n'ont pas être prises en compte ! Florence Lombard, *executive director* de AIMA, est persuadée que, si l'investisseur exige un degré de transparence élevé, le gérant généralement lui donnera davantage d'informations par l'intermédiaire des *Due Diligence* Questionnaire (DDQ). Les DD initiales comprennent généralement la documentation et les réponses aux questions minimales que l'investisseur doit demander aux gérants, préalablement à tout investissement. A ce propos, AIMA n'enorgueillit d'avoir fait ses premiers DD en 1997 mais reconnaît qu'ils ne sont pas suffisants. C'est pourquoi ont été mis en place des *ongoing* DD et des visites de DD pour actualiser les données et multiplier les niveaux de contrôles. Ce point de vue est corroboré par pratiquement tous les opérationnels. Ils reconnaissent être très transparents avec leurs investisseurs lesquels sont considérés comme étant en position de force, étant donné le pouvoir de retirer à tout moment leur argent, en cas d'insatisfaction. Cet argument est contestable en raison des périodes de *lock-up* généralement imposées aux investisseurs qui bloquent leurs fonds pour une durée définie. En outre, il est notoire que seuls les très gros investisseurs qui ont des parts importantes dans le capital des HF ont accès aux informations pertinentes sur les stratégies pour faire un monitoring conséquent.

AIMA n'est pas favorable à la mise en œuvre d'un code de conduite pour l'industrie des HF dans la mesure où il ne serait pas efficace ; ce qui est un aveu sur l'incapacité de moraliser la profession. En effet, ce code serait non contraignant. Les participants pourraient par conséquent choisir de ne pas le suivre sans encourir de sanctions dissuasives. AIMA préfère publier régulièrement et distribuer des *guide sound practices*, non seulement à ses membres mais aussi aux 650 investisseurs institutionnels qui font partie de leurs bases de données ou encore à des autorités de régulation (gratuitement). L'idée est de fournir de l'information pertinente aux investisseurs, à la communauté des régulateurs et aux fournisseurs de service. Le mécanisme d'incitation est le suivant : faire la promotion d'une bonne pratique revient à faire la promotion de la pratique la plus efficace. L'intérêt du gérant de HF est donc bien évidemment de la suivre. Cette approche est plus discutable lorsqu'il s'agit de pratiques qui servent plus les intérêts des investisseurs dans le sens où il n'y a aucune contrainte de les suivre. On peut alors se poser la question de savoir pourquoi les bonnes pratiques émises par les organisations professionnelles seraient plus efficaces que le code de conduite, alors qu'ils sont tous les deux non contraignants.

HFWG

Depuis juin 2007, a été créé un Hedge Fund Working Group (HFWG) en partenariat avec AIMA et le FSA. Ce working group constitue l'initiative de 13 gérants de HF (dont 11 installés à Londres). Il est présidé par Sir Andrew Lang, lui-même président d'un HF coté en bourse. L'objectif de ce HFWG est de développer des *guidelines* dans les domaines de l'évaluation, de la divulgation et de la gestion des risques en s'attachant à sélectionner les recommandations les plus efficaces, le tout sur une base volontaire. L'intérêt de ce WG repose sur le fait que c'est la première fois que des gérants de HF entreprennent une telle démarche. Une démarche qui veut être perçue comme le signe d'une prise de conscience de cette industrie à prendre ses responsabilités en tant que nouvelle force importante sur les marchés financiers. Une des recommandations du FSA était que l'industrie des HF fasse le point et améliore les *sound practices benchmarks* pour les HF managers. Il semble que le message ait été entendu avec la création de ce WG.

Ce WG comprend les préoccupations des régulateurs/superviseurs sur la protection de l'investisseur et l'intégrité des marchés dans la mesure où il reconnaît le manque de transparence et de données standardisées et consolidées relatives aux stratégies et aux profils de risque des HF. En revanche, il ne reconnaît pas le risque systémique que feraient courir les HF sur les marchés financiers, mais préfère pointer du doigt la crise de l'intermédiation du monde bancaire qui a éclaté cet été. Il est, en effet, de bonne politique pour les défenseurs des intérêts des HF de mettre l'accent sur la dernière crise, où les HF n'ont été que des transmetteurs de la crise systémique, pas sur celle de 1998 où ils en ont été les générateurs.

L'amélioration de la transparence passe selon le HFWG par l'édiction de standards de divulgations, plutôt qu'une description précise des comportements et de pratiques, sur l'évaluation, la gestion du risque et la gouvernance des fonds. Les standards associés aux principes et les *guidance* contraignants du FSA sont amplement suffisants pour réguler les HF. On peut citer quelques unes de ces recommandations. Les gérants devraient s'assurer que la méthodologie pour les actifs complexes et illiquides soit robuste et transparente et que la présence d'actifs illiquides et complexes soit révélée. Les gérants devraient développer les stress tests pour mieux gérer le risque de liquidité. Enfin, sur la gouvernance des fonds, il recommande de mettre en place des structures qui permettent d'éviter les conflits d'intérêts entre les managers et les investisseurs.

III.1.3. Les recommandations des organismes/ institutions nationaux et internationaux

President Working Group (PWG)

Le PWG a été créé en mars 1988 par le président Reagan en réponse aux événements du 19 octobre 1987 pour élaborer des recommandations qui visent à l'amélioration de l'intégrité, l'efficacité et la compétitivité des marchés financiers américains. Présidé actuellement par le secrétaire au Trésor, Henri Paulson, un ancien de Goldman Sachs, il est composé des présidents de la Fed, de la SEC et de la CFT commission.

En février 2007, le PWG a rejeté l'idée qu'une plus grande régulation des HF et a préféré l'approche de régulation fondée sur des incitations à contenir le risque, arguant que la vitalité, la stabilité et l'intégrité des marchés financiers devaient être de la responsabilité des secteurs privés et publics. Il soutient donc la discipline de marché mais associée à des limitations restrictives d'accès aux HF. Mais à cela doivent s'ajouter des divulgations régulières aux investisseurs pour réaliser les DD. Le but étant d'éviter la fuite des capitaux des HF (et PE) vers les places offshore, étant donné les bénéfices des HF pour les marchés financiers et l'économie américaine. Pourtant les trois quarts des HF sont domiciliés offshore ; ce qui autorise des cadres juridiques plus flexibles, tant sur le plan des stratégies que sur le plan fiscal. Le manque à gagner est tel que même Londres est en train de réfléchir à une structure juridique qui inciterait les HF à se faire domicilier onshore.

Le PWG a émis un certain nombre de recommandations qui guident les régulateurs financiers américains en se concentrant plus particulièrement sur le risque systémique et la protection des investisseurs. Elles s'adressent aux trois protagonistes et appellent à leur responsabilisation. D'abord, les contreparties et les créanciers devraient mettre des ressources suffisantes pour maintenir et améliorer les pratiques de gestion du risque (*appropriate and effective due diligence, frequent measurement of credit exposures, stress testing, and prudentially established credit terms*). Sur une base régulière, ils devraient chercher à obtenir des informations quantitatives et qualitatives sur la NAV (net asset Value) du pool privé, la

performance, les expositions aux risques de marché et de crédit, de liquidité. La qualité de l'information des HF devrait affecter les marges, les collatéraux et autres termes du crédit et améliorer la capacité de la contrepartie à gérer ses expositions aux risques de marché, de crédit, de liquidité et opérationnels. L'idée derrière est la suivante : le meilleur moyen de se protéger contre l'effet domino des pertes et sa dispersion pouvant résulter du défaut d'un gros HF est de limiter leurs expositions aux fonds individuels.

S'agissant des investisseurs institutionnels, le PWG rappelle que les fiduciaires ont la responsabilité de faire des DD pour s'assurer de la conformité des décisions d'investissement à leurs *sound practices*. Les investisseurs doivent évaluer à partir des DD : les objectifs d'investissement, les stratégies, les risques, les *fees*, la liquidité, les performances historiques, la formation et les antécédents des managers pour s'assurer que le profil est compatible avec leur propre appétit au risque, avant toute décision d'investissement et de façon continue. Le PWG considère que les investisseurs institutionnels constituent la première et la plus importante ligne de défense des investisseurs qui investissent de façon indirecte dans les HF. Quant aux investisseurs non qualifiés en revanche, le PWG soutient l'initiative de la SEC de relever le seuil minimal d'accréditation.

Les managers, quant à eux, devraient non seulement consacrer des ressources suffisantes à la création et à la maintenance de système de gestion du risque et des procédures d'évaluation conformes aux *sound practices* de l'industrie, mais aussi fournir fréquemment des informations aux contreparties et aux investisseurs et enfin renforcer les contrôles des opérations sur les produits dérivés. Ce qui impliquerait que les gérants obtiennent le consentement des investisseurs pour des investissements sur des marchés complexes et illiquides. Par ailleurs, le PWG encourage les régulateurs à communiquer davantage leurs attentes en ce qui concerne la gestion prudente des expositions des crédits des contreparties et à s'assurer que les contreparties prennent bien en compte les nouveaux instruments complexes, incluant des dérivés de gré à gré et les produits structurés tels que les CDO, dans différentes juridictions. Le PWG rappelle que, pour cela, la collaboration internationale est essentielle de même qu'il faut privilégier toute coopération formelle et informelle. Sur toutes ces recommandations le PWG parle d'or, sauf qu'il n'y a aucun moyen non contraignant qu'elles voient le jour.

Fonds Monétaire International FMI

Le FMI a publié le 24 septembre son rapport semestriel sur la stabilité financière dans le monde, le *Global Financial Stability Report (GFSR)*, en accordant une attention particulière à l'analyse de la crise de cet été et aux leçons à en tirer. Le rapport résume la crise de cet été de la manière suivante. « Les conditions économiques et financières favorables de ces dernières années ont émoussé la vigilance à l'égard des emprunteurs et des contreparties. Comme de nombreux établissements financiers utilisent le modèle "*originate and distribute*" pour les produits de crédit, beaucoup d'entre eux ont pu choisir de ne pas conserver les risques de crédit auxquels ils avaient donné naissance, diminuant ainsi leur incitation à suivre les emprunteurs. Les investisseurs qui avaient souscrit dans les titres ainsi distribués ont peut être relâché leur vigilance dans l'évaluation des risques de liquidité et de levier financier, ou choisi de donner trop d'importance aux notations des agences de crédit dans leur analyse des risques liés aux instruments financiers complexes. Les tensions du marché hypothécaire aux États-Unis ont ensuite fragilisé les titres adossés à des créances hypothécaires, qui sont une composante importante du système financier mondial. Il s'en est ensuivi une cascade de

déclasser ces titres par les agences de notation, qui a poussé leurs prix à la baisse et commencé à accentuer l'épisode de réajustement des prix engagé quelque temps auparavant ».

Ainsi, l'innovation financière a permis aux banques de transférer plus facilement les risques de crédit à d'autres parties, mais elle a aussi modifié la structure des incitations pour les emprunteurs, les prêteurs, les organismes de notation, les investisseurs et d'autres intervenants au point de contribuer au relâchement de la discipline de crédit. Dès lors, les décideurs politiques se retrouvent confrontés à la tâche délicate de trouver un juste équilibre entre réévaluer les cadres prudentiels du marché du crédit afin d'encourager les investisseurs à respecter des normes de crédit exigeantes et à renforcer les systèmes de gestion des risques en périodes fastes comme en périodes difficiles et en même temps, prendre soin de ne pas décourager l'innovation financière. Le rapport invite donc les organismes privés à jouer leur rôle pour que la discipline du crédit soit mieux respectée du début à la fin du cycle du crédit.

Le rapport de septembre cite parmi les domaines appelant une action : les pratiques de gestion des risques représentés par les produits structurés complexes, l'évaluation et la prise en compte des instruments hors bilan surtout en période de tension, la clarification du traitement des produits complexes par les agences de notation, les principes de base du contrôle prudentiel des entités financières réglementées et la gestion de la liquidité.

Le premier enseignement de la crise de cet été est qu'il faut divulguer davantage d'informations sur les liens entre les établissements financiers d'importance systémique et certains instruments hors bilan. On l'a dit, la crise des marchés du crédit est due en partie au fait que les investisseurs ne se sont pas montrés assez vigilants. *Mais ils ont aussi été empêchés de le faire par le manque de transparence et d'accès à l'information sur les risques liés aux nouveaux instruments de crédit structurés.* Pour être en mesure de différencier et de bien évaluer les risques, le marché a absolument besoin, entre autres éléments, de disposer en temps opportun d'informations qualitatives et quantitatives exactes sur les risques sous-jacents et indiquer comment les risques sont gérés, valorisés et pris en compte, en particulier lorsqu'ils font l'objet d'un transfert. Le rapport émet toutefois un bémol. Étant donné le volume et la complexité des informations susceptibles d'être fournies et leur coût, le rapport juge important de déterminer avec soin la quantité appropriée d'informations à fournir et selon quel mode.

S'agissant des agences de notation, le rapport recommande de revoir l'utilisation des notes qu'elles émettent sur certains produits complexes notamment quand on sait que des titres présentant des caractéristiques très différentes sur le plan de leur structure, des hypothèses qui les sous-tendent et de leur liquidité, reçoivent la même note. Selon le rapport, *la notation des produits structurés complexes est devenue trop liée au souci d'encourager l'émission de ces produits.* En période de turbulences, la volatilité de la note pose la question de la fiabilité de la notation et de son utilité pour les investisseurs. Il conviendrait donc d'appliquer un barème de notation plus différencié pour les produits structurés afin de permettre aux investisseurs de mieux appréhender les risques de liquidité et de marché inhérents à ces instruments. « Ce qui ne doit pas empêcher les investisseurs de rester vigilants en adoptant une gestion adéquate du risque. Ces investisseurs ont et gardent l'obligation et la responsabilité de comprendre la dynamique des produits qu'ils achètent et les risques de liquidité qui s'y attachent. Les investisseurs doivent regarder au-delà de la notation. Ils ne doivent pas partir du principe que la simple note attribuée par les agences de notation traduit des risques équivalents à ceux d'autres classes d'actifs. Si la construction des diverses structures et les hypothèses qui les

sous-tendent étaient fondées sur les principes de différenciation et de transparence, il serait d'autant plus facile aux investisseurs de s'acquitter de leur devoir de vigilance ».

Les turbulences récentes ont montré qu'il n'était pas possible d'assurer en permanence la liquidité du marché pour toutes les valeurs mobilières. Les banques comptent de plus en plus sur les marchés de titres pour leur financement, et cela les a rendues plus vulnérables au risque de liquidité. Le rapport recommande donc de réfléchir davantage à la valorisation des produits complexes dans le contexte d'un marché illiquide pour aboutir à une valorisation plus réaliste. « À en juger par la manière dont l'illiquidité du marché s'est transformée en illiquidité des financements, il convient, en outre, que les organismes financiers adoptent des stratégies de financement plus robustes. Lorsqu'ils achètent des produits complexes, les investisseurs doivent prendre en considération les aspects touchant à leur liquidité et inclure dans le prix des primes de risque qui en tiennent dûment compte. Les établissements financiers qui détiennent des titres de ce type comme garantie devront leur affecter une marge de sécurité qui prenne en compte les caractéristiques de liquidité. Ils doivent aussi, c'est important, s'assurer que leur stratégie de financement est robuste et bien adaptée à leur modèle de gestion, et qu'elle peut leur permettre de faire face à des conditions très difficiles. De façon plus générale, la croissance rapide de certains instruments peu liquides conduit à se demander si les initiateurs de ces titres devraient être tenus de les négocier sur des marchés secondaires pour en faciliter la valorisation ».

L'innovation financière a semble-t-il permis aux banques de sortir plus facilement certains risques de leur bilan, mais elle ne leur a pas évité pour autant d'avoir à les reprendre. Cela donne à penser que les autorités de surveillance et les agences de notation du crédit devraient faire davantage attention aux risques hors bilan, de nouveaux instruments pouvant masquer des engagements hors bilan ou conditionnels. Le rapport recommande un recours accru à des «tests de résistance». Les établissements pourraient rendre publics les types de tests de résistance qu'elles effectuent et les informations sur la robustesse de leurs modèles de VAR pour aider les investisseurs et les contreparties à mieux évaluer leur solidité.

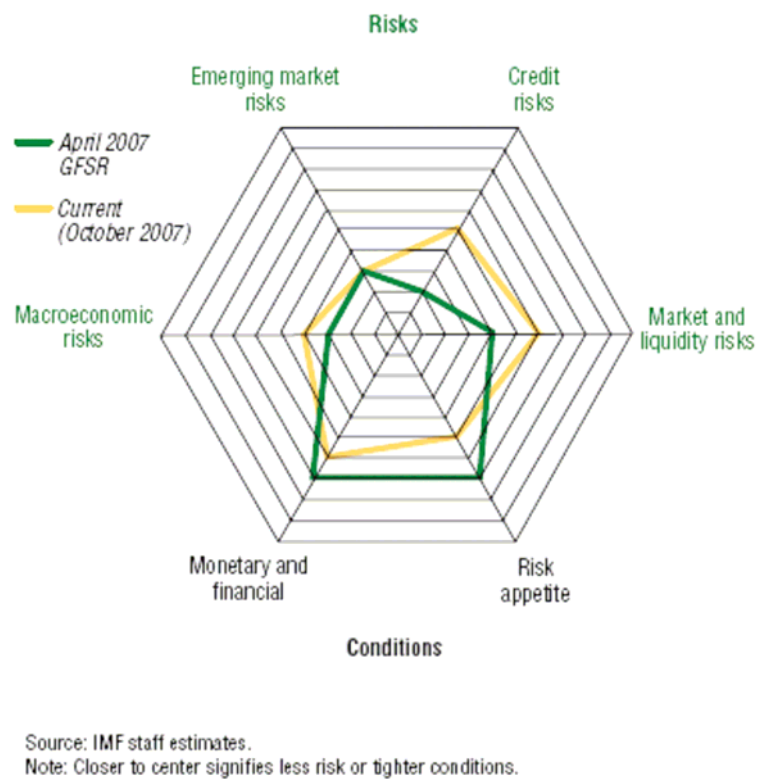
La crise a révélé l'ampleur de la mondialisation financière et les risques qui s'y attachent. Ces risques ne touchent pas seulement les États-Unis, qui sont à l'origine des prêts, mais aussi les banques d'Allemagne ou du Royaume-Uni. Cela montre l'importance de la coopération multilatérale des autorités de surveillance et des banques centrales sur les questions relatives aux marchés financiers. Sans la participation active de l'ensemble des pays qui doivent la mettre en œuvre, toute proposition sera difficile à appliquer.

Le rapport pointe également du doigt le recours au levier financier et considère qu'il a joué un rôle déterminant dans l'amplification des perturbations dans la crise de cet été. « La facilité avec laquelle certaines banques et autres structures de placement, y compris les fonds spéculatifs, ont pu emprunter contre des garanties dont le prix était difficile à établir sur des marchés illiquides a considérablement aggravé les conditions de financement lorsque la liquidité du marché s'est tarie, déclenchant un processus de désendettement forcé «à prix cassés» et la faillite de certains fonds. Les établissements qui ont le plus souffert avaient appliqué des stratégies fondées sur un fort degré d'endettement en espérant que les seconds marchés resteraient liquides ».

Si le rapport reconnaît que les techniques de gestion des risques utilisées par les établissements financiers se sont améliorées depuis dix ans, grâce à une modélisation plus rigoureuse des risques, les simulations montrent, toutefois, que l'utilisation de modèles plus

diversifiés aiderait à réduire ce risque d'instabilité. L'utilisation de techniques similaires par tous les établissements pendant les périodes de tension peut entraîner des variations de prix plus prononcées que si différentes techniques étaient utilisées. Il serait donc souhaitable que les autorités de tutelle et de contrôle reconnaissent qu'une certaine marge discrétionnaire serait utile pour la bonne gestion des risques (y compris de nouveaux moyens d'incorporer les risques de crédit et de liquidité) et encouragent l'utilisation de tests de résistance, autrement dit qu'elles encouragent toutes les entreprises à prendre en compte, comme certaines le font déjà, les effets qu'elles exercent les unes sur les autres pendant les périodes de tension. De la même façon, les gestionnaires de risques devraient évaluer la manière dont eux-mêmes et leurs concurrents réagiraient en période de tension.

Figure 1.1. Global Financial Stability Map



Financial Stability Forum (FSF) - Mai 2007

Le FSF a pour principal objectif d'améliorer les bonnes pratiques existantes en termes de gestion du risque, d'évaluation et de divulgation. Son premier rapport en date de 2000 portait sur les *high leveraged institutions* (HLI). Il faisait suite à la quasi-faillite du HF LTCM qui avait fait courir un risque systémique sur les marchés financiers. Les gouvernements, les autorités de régulation et les banques centrales étaient alors invités à évaluer la nécessité de nouvelles initiatives réglementaires pour limiter ces risques. Trois objectifs étaient alors cités allant dans le sens d'un renforcement de la régulation : la protection des investisseurs, l'intégrité du marché et surtout la stabilité du système financier.

Le FSF observe que depuis 2000, les pratiques et les capacités des contreparties se sont considérablement améliorées, surtout en ce qui concerne la gestion des risques des plus gros HF. Mais si cette amélioration est un fait notoire, il faut aussi prendre en compte que les produits et les marchés sont devenus entre temps beaucoup complexes, faisant émerger des problèmes quant aux évaluations des risques et des défis opérationnels pour tous les participants. D'ailleurs, depuis quelque temps, le FSF note des signes d'érosion des contreparties qui reflète le degré de compétition pour gagner le business des HF, sans compter des signes de complaisance par rapport aux risques pris sur les marchés. Tout ceci plaide donc pour un renforcement de la discipline de marché. Seulement, *une discipline de marché efficace exige que les contreparties et les investisseurs obtiennent des informations pertinentes de la part des HF.*

C'est pourquoi le FSF, face à la complexification des marchés financiers, propose de faire appel à des politiques publiques associées à des initiatives privées. Des recommandations qui ressemblent à ce qui a déjà été dit précédemment, à savoir : les superviseurs devraient encourager les principaux intermédiaires à renforcer les pratiques de gestion des risques de contreparties et à améliorer leur robustesse par rapport à l'érosion de la liquidité de marché. Ils devraient explorer et évaluer dans quelle mesure développer des données cohérentes et systématiques sur les expositions consolidées des contreparties aux HF. Car même si chaque PB applique un contrôle de risque efficient ex ante, il n'est pas nécessairement au courant des financements ou des positions qu'un même fonds peut progressivement contracter avec plusieurs de ses confrères (Cartapanis, 2007). Ce serait un complément efficace à la réglementation actuelle. En entretiens, des gérants ont avoué qu'ils seraient prêts à révéler leurs positions de façon privée mais seulement à des autorités autonomes.

Les contreparties et les investisseurs devraient agir pour renforcer l'efficacité de la discipline de marché qui implique des évaluations correctes et en continu et des informations sur les risques. L'industrie des HF dans sa globalité devrait examiner et améliorer les benchmarks des bonnes pratiques pour les gérants de HF. Cette dernière recommandation a été entendue avec la création en juin du HGWG. *Mais les exigences de divulgation restent faibles.* Par ailleurs, le FSF insiste sur l'importance d'une coopération continue entre les autorités financières dans la mise en œuvre des recommandations et la diffusion de bonnes pratiques. Nous retiendrons quelques propositions plus concrètes faites par certains auteurs du rapport.

Une « proposition de bonnes pratiques » consiste à renforcer la relation de crédit entre les *PB* et les *HF*. L'objectif précis d'une telle proposition serait de réduire au minimum le risque que les relations de crédit entre PB et *HF* ne se dénouent de façon désordonnée dans les périodes de forte tension sur les marchés. Cette proposition entre par conséquent dans le domaine de la réglementation prudentielle et a pour objectif de promouvoir la stabilité financière. (Hildebrand, FSF, 2007). Outre le fait d'allouer des moyens substantiels aux systèmes de gestion des risques, d'augmenter les collatéraux de façon à consolider leurs systèmes de gestion des risques de marché, les PB devraient faire en sorte de disposer d'un diagnostic complet des risques afférents à chacun des HF les plus importants auxquels ils sont exposés et assurer un suivi permanent des variations de marges, des marges initiales classiques et des marges initiales fondées sur le risque global d'un portefeuille ou sur la VaR. Très souvent, les PB croient avoir l'exclusivité sur un HF. Or c'est loin d'être le cas.

En outre, ils devraient procéder périodiquement à des exercices rigoureux de simulation de crise. En effet, des appels de marge portant sur l'ensemble des expositions devraient être simulés de manière régulière entre les PB et les HF les plus importants, en prenant appui sur

une large palette de scénarios de crise régulièrement mis à jour. Les PB et HF les plus importants devraient profiter des conditions favorables du marché pour élaborer des procédures claires d'appels de marge applicables à différents scénarios reposant sur des conditions de marché défavorables prolongées. Enfin, le rapport suggère que le profil de liquidité sous-jacent des HF devrait être un élément important pour les appels de marge lors des simulations de crise, ainsi que pour la définition de procédures d'appels de marge lorsque les conditions de marché sont défavorables.

Le FSF recommande une supervision rigoureuse du risque de contrepartie par les autorités et une surveillance des banques qui fournissent du crédit aux HF. Selon le Forum c'est l'exposition potentielle future au risque de crédit (« *potential future credit exposure* ») qu'il faut mesurer et ce sont les tests de stress qui doivent donner des estimations des risques extrêmes. On ne peut limiter les pertes potentielles sans mettre des plafonds sur les positions par une détermination des collatéraux requis qui doivent être ajustés aux caractéristiques changeantes du risque de crédit des HF. Mais il y a un piège dans cette approche. Le collatéral est lui-même endogène. Sa valeur s'effondre lorsque le risque de crédit augmente à cause des répercussions dans les marchés dérivés et dans les marchés d'actifs (Cole, 2007). Enfin, une recommandation plus radicale consiste à mettre en place un plan de secours et un processus robuste de résolution en cas de faillite d'un fonds et de la nécessité de déboucler ses positions, comme cela se fait pour les banques (Zigrand et Daniellsson, 2007). Par ailleurs, s'agissant des fonds de fonds, une des propositions du FSF réside dans le fait que les autorités de tutelle pourraient appliquer, ce qu'elles font déjà dans certains cas, des normes de diversification minimale pour les fonds de fonds ciblant certaines catégories d'investisseurs, tels les particuliers ou les fonds de pension publics.

Le FSF affirme que les problèmes potentiels d'intégrité du marché à l'image des délits d'initiés, de technologies, de négociation insuffisamment robustes, d'une mauvaise valorisation des bénéficiaires et des pertes ou encore d'une documentation incomplète des transactions, sont des problèmes qui doivent être résolus sur tous les compartiments des marchés financiers. L'idée derrière est que l'on reconnaît que les HF font peser des risques spécifiques sur la stabilité financière mais que dans la pratique, il est souvent difficile de distinguer les risques systémiques potentiels liés à leurs activités de ceux créés par d'autres intervenants majeurs des marchés financiers. Comme l'a déclaré Callum McCarthy (FSA) « Rien ne prouve ... que ces problèmes d'intégrité du marché, qui soulèvent de réelles questions sur tous les marchés, concernent exclusivement le secteur des HF ».

Le G8 et la position allemande -Mai 2007

Le débat en faveur d'une plus grande régulation des HF a été vivement relancé lors de la réunion du G8, en mai 2007, présidée par l'Allemagne (en la personne de la Chancelière Angela Merkel) qui a réuni les ministres des Finances du G8 ainsi qu'une vingtaine de gestionnaires de fonds spéculatifs, parmi lesquels les fonds les plus puissants (Cerberus, Fortress, Blackstone...). La question des HF était au cœur de l'agenda du G8. Le communiqué du G8 y consacre d'ailleurs un paragraphe entier. « Les fonds spéculatifs (...) ont contribué de façon significative à l'efficacité du système financier. Néanmoins, l'appréciation des risques opérationnels et systémiques potentiels associés à ces activités est devenue plus complexe. Étant donné la forte croissance de l'industrie des HF et des instruments qu'ils utilisent, nous devons être vigilants... » . Cette déclaration générale du G8 tranche avec la position de l'Allemagne qui est elle beaucoup plus radicale.

En effet, au cours de cette réunion, les autorités allemandes ont appelé publiquement à une législation plus stricte des HF pour mieux les contrôler. L'Allemagne étant particulièrement touchée par leurs actions à l'instar des tentatives de déstabilisation, que l'on a notamment vue à l'œuvre en Allemagne avec le fonds TCI dans la Deutsche Börse. Les HF sont considérés par le leader du Parti socialiste allemand (SPD) et vice-chancelier, Franz Müntefering, comme « des fonds anonymes, sans visage, tombant comme une nuée de sauterelles sur les entreprises, dévorant tout, avant de s'envoler vers de nouvelles proies ». Quatre reproches leur sont principalement adressés : ils gagnent trop d'argent, sont malhonnêtes car peu surveillés, déstabilisent les entreprises et surtout sont susceptibles de menacer l'économie entière. Autant d'arguments qui penchent vers une plus grande régulation mais qui butent sur la méfiance des États-Unis et du Royaume-Uni, fervents partisans de l'autorégulation.

Plus précisément, le projet allemand porte sur une inscription préalable auprès des autorités financières du pays dans lequel ils sont enregistrés et l'obligation de fournir une série d'informations sur les financements (levier financier) dont ils disposent et les entreprises où ils ont investi. L'Allemagne souhaite également fixer un plafond unique dans le monde au-delà duquel les fonds seraient contraints de communiquer la part qu'ils possèdent dans une entreprise. L'idée est de les obliger à diffuser une information plus complète. Les divulgations d'informations sur une base volontaire et donc non contraignante actuellement en cours ont fait la preuve de leur inefficacité. L'Allemagne va même plus loin en avançant l'idée d'un *International Credit Registration* (ICR) afin de pister les expositions de contreparties aux HF, étant donné le levier important des HF, leurs opérations hors bilan et le manque de données à ce sujet. Sans surprise, les opérationnels combattent ce type de proposition. Selon eux, s'ils doivent révéler leur stratégie d'investissement, ils ne seront plus incités à innover ! C'est une position défendue dans un rapport récent du gouvernement américain qui a été réalisé conjointement par plusieurs organismes officiels sous la direction du secrétaire au Trésor, Henry Paulson, un ancien de Goldman Sachs. Selon ce document, la meilleure protection du système réside dans le bon sens et les vérifications voulues par toute personne désireuse d'investir dans un fonds spéculatif. Rejetant la consolidation de la connaissance des risques de contreparties, cette vue revient à se priver de la possibilité d'indicateurs avancés sur le risque systémique dans les marchés. D'autres détracteurs préfèrent mettre en avant la faible probabilité de mise en œuvre d'un tel projet étant donné la difficulté de collecter de telles données via un ICR. Mais, bien entendu, on dresse des difficultés insurmontables lorsqu'on ne veut rien faire.

Le Parti Socialiste Européen du Parlement Européen - Janvier 2007

Le rapport du parti socialiste européen a été rendu public au début de l'année 2007. Son but était de faire une analyse théorique des fonds spéculatifs (HF) et de Private Equity (PE) qui sont devenus en quelques années des acteurs majeurs sur les marchés financiers. Ces derniers suscitent en effet de nombreuses préoccupations au sein de la classe des décideurs politiques européens, que ce soit au niveau financier, économique et social. Face à ces nouveaux défis, le rapport tente d'apporter sa contribution en termes de propositions réglementaires. Celles qui relèvent de la stabilité financière et de la prévention du risque systémique, dont on sait qu'il peut avoir des répercussions importantes sur l'économie réelle, retiendront particulièrement notre attention..

Dans un premier temps, le rapport a déterminé les différentes sources, logées dans les HF, qui sont à l'origine du risque systémique. On peut les résumer de la façon suivante : la prise de risque agressive aiguillonnée par la concurrence et alléchée par les commissions indexées sur

la performance, la vente à découvert, l'augmentation brutale des corrélations dans les situations de stress de marché, l'attraction de stratégies passant par des transactions sur des marchés peu liquides, le recours immodéré à l'effet de levier et la concentration des positions sur des produits dérivés complexes dont les contreparties sont peu nombreuses. Autant d'arguments qui permettent au PSE de conclure en faveur d'une plus grande régulation des HF et d'une plus grande transparence.

Selon le rapport, l'amélioration de la transparence est une nécessité absolue aussi bien pour garantir la stabilité financière en Europe que pour protéger les investisseurs. Elle passe essentiellement par une augmentation substantielle des exigences en matière de divulgations d'informations. Dans ce cadre, le rapport recommande l'enregistrement préalable de tous les gérants de HF à l'autorité de régulation nationale ainsi que la création d'une agence indépendante européenne de supervision en charge de l'enregistrement. Puis il recommande d'établir des standards minimums de reporting aux investisseurs sur les stratégies d'investissements, les profils de risques et les coûts de gestion ainsi qu'une divulgation totale des modèles de gestion de risques adoptés par les managers. Ce qui inclut la modélisation des risques potentiels, les *fees*, le *stress testing* des portefeuilles ou encore la description des plans contingents pour contenir les risques et la structure incitative de la gestion pour aider les investisseurs à mieux comprendre les conflits d'intérêts potentiels. Une proposition va même plus loin en réclamant le stockage de ces informations sur une base de données publique disponible pour tous les investisseurs. L'idée est de fournir des informations suffisantes et régulières aux investisseurs pour l'accomplissement de leur DD, qui leur permettent d'avoir une image fiable des investissements des HF et de leurs engagements. Quant aux autorités monétaires et financières, elles pourraient (dans la mesure du possible) évaluer, grâce à ces données, les conséquences des transactions actuelles et futures des HF sur les marchés financiers.

Sur le plan institutionnel, le rapport préconise une harmonisation du cadre réglementaire des HF à l'échelle européenne. Ce cadre est souvent jugé insatisfaisant par les opérationnels interrogés selon lesquels les transpositions des directives par rapport aux HF créent des disparités entre les États-membres (cf entretien Finaltis). Puis il appelle de ses vœux la création d'un organe de supervision européen unique des HF qui pourrait prendre la forme d'une division de la BCE. Le PSE estime que la transmission de certaines prérogatives à la Banque Centrale pourrait s'avérer très efficace en matière de gestion des risques. De plus, le rapport souhaite que la Commission européenne (CE) mette en place un cadre de travail pour permettre aux fonds d'investissement alternatifs d'être classifiés et notés selon leurs stratégies et leurs profils de risques par une agence de notation indépendante. Ceci faciliterait les comparaisons des profils de risque et des *performance fees* et améliorerait la communication d'informations aux investisseurs.

Par rapport à la stabilité financière, le rapport met en exergue le lien entre le risque de crédit et le risque de liquidité et fait un certain nombre de propositions en ce sens. La régulation indirecte des HF qui prévaut actuellement fait l'hypothèse que les contreparties des HF sont régulées de façon adéquate dans leur business avec les HF et qu'ils ont des mécanismes d'incitation à s'y conformer. Mais pour une régulation indirecte efficace, il faut que régulateurs ait une bonne compréhension des risques et des expositions pris par les banques sur les HF. Ce n'est qu'à ces conditions qu'elles peuvent vérifier si le risque est comptabilisé de façon adéquate pour la provision en capital de Bâle II. De ce fait, le rapport estime que la première tâche des autorités financières consiste à demander aux PB de divulguer de manière régulière leurs expositions aux niveaux individuel et agrégé, autrement dit HF par HF puis sur

la base de sa clientèle entière, selon les différentes catégories de risques financiers. Pour détecter le risque de liquidité, les positions agrégées de tous les HF sur des marchés clés devraient être connues par les superviseurs des banques. Ces données devraient ne pas être rendues publics mais être partagés par les PB. Une telle exigence aiderait les banques centrales à repérer la formation sur certains marchés de risques de liquidité à potentiel de propagation. Le rapport recommande la généralisation des stress tests. En particulier, *the potential future credit exposure* devrait être mesurée et stress testée. Le rapport recommande également que les régulateurs nationaux publient des évaluations régulières et des analyses sur la concentration des investissements de HF dans différents secteurs.

Par ailleurs, le rapport propose d'imposer des exigences de *reporting* détaillées aux HF individuels (qui ont souvent des accords multiples de *prime brokerage*) au profit des PB, c'est-à-dire des informations détaillées sur leurs positions et leurs stratégies d'investissements mais de manière privée. Pleinement consciente des expositions des HF aux principaux risques financiers, les PB pourraient ainsi avoir une compréhension large de leur activité opérationnelle et limiter l'extension de ligne de crédits à tout HF particulier dont les expositions potentielles futures apparaissent excessives. Enfin, le rapport invite la CE à créer un mécanisme centralisé permettant une évaluation consolidée des positions de marchés et une analyse des risques systémiques. Il propose pour évaluer le risque de crédit des HF la mise en place d'un Credit Register International dont le but est de traquer toutes les expositions des contreparties aux HF individuels.

S'agissant de la protection des investisseurs, la plupart des recommandations relèvent de limitations quantitatives comme celle de relever le seuil minimal d'investissement pour les investisseurs particuliers à 100 000 euros. C'est un seuil trop bas comparativement au seuil américain de 1.5 millions de dollars. Le rapport propose aussi de limiter les investissements alternatifs à hauteur de 2.5 % de NAV (*net asset value*). Cette dernière proposition irait de pair avec celle de créer une catégorie de fonds onshore (avec un seuil minimal commun d'investissement plus bas pour les FOF). L'idée est de proposer une alternative à certains investisseurs comme les fonds de pension et de les inciter à investir davantage dans des fonds onshore dotés d'un niveau de protection plus élevé et d'un meilleur suivi des risques par les régulateurs. Par ailleurs, le rapport appelle au respect de l'égalité de traitement entre les investisseurs, sans toutefois dire comment cela peut être vraiment rendu possible.

III.2. Les propositions sont-elles à la hauteur des processus qui activent le risque systémique dans les marchés ?

On va d'abord classer les différentes propositions au regard des risques analysés dans la partie II à l'aide d'un tableau récapitulatif croisant les organismes ayant émis ces propositions, les risques qu'ils considèrent et ceux qu'ils ignorent et le contenu des propositions formulées. Ensuite on va soumettre les différentes propositions disponibles à une analyse critique pour dégager enfin les axes de réforme qui nous paraissent cruciaux .

III.2.1. Tableau récapitulatif des recommandations au regard de la cartographie des risques des HF.

Propositions/ risques liés aux HF	FSA	SEC	Fed	AIMA HFWG	FSF	G8	IOSCO	FMI	PSE	PWG	FMG	interview
Risques liés à l'opacité des stratégies et absence de divulgation de reporting =risques cachés et rendement ajustées des biais plus faibles En cause : transparence et divulgation d'informations	RR ++	RR ++	RR	RR ++	RR ++	RR++	RR	RR++	RR++	RR	RR++	RR+
Obligation d'enregistrement des managers de HF auprès des régulateurs (C)	+++	+++	-	+		+++			+++		+	gros HF- pts HF+
Établir une agence européenne indépendante de certification en charge de l'enregistrement des HF (C)									+++			

Propositions/ risques liés aux HF	FSA	SEC	Fed	AIMA HFWG	FSF	G8	IOSCO	FMI	PSE	PWG	FMG	interview	
Divulgation publique obligatoire d'informations régulières et fiables : -modèles de gestion -profil de risques -stratégies -positions -structures de fees -stress testing - liquidité -structure d'incitation de gestion... pour aider les investisseurs à mieux comprendre les conflits d'intérêts potentiels (C)	-	-	-	-	+	+		-	+++ +++ +++ +++ +++ +++ +++ +++	-	-		---
Mise en place d'une base de données publiques sur les HF (fees, profil de risques ...)(C)		++											
Mise en place d'un ICR International Credit Registration pour traquer toutes les expositions des contreparties aux HF individuels (C)					+++	+++			+++				
standard minimum de divulgations régulières et complètes (C)				++	+++				+++	-			

Propositions/ risques liés aux HF	FSA	SEC	Fed	AIMA HFWG	FSF	G8	IOSCO	FMI	PSE	PWG	FMG	interview
Divulgation obligatoire privée d'informations des HF aux PB sur : -indicateurs quantitatif et qualitatif de la valeur liquidative d'un HF -ses expositions au risque et sa liquidité - information détaillée produite par les systèmes de gestion du risque (C) -des HF vers les Régulateurs: -des HF vers les investisseurs:			+						+			+
	++	++	++	++	++	++		++	++	++	++	++
Augmenter l'effectif des autorités de régulation (C)												++
Fixer un plafonds unique au delà duquel les HF seraient contraints de communiquer la part qu'ils possèdent dans une entreprise (C)						+++						
Appliquer un barème de notation plus différencié pour les produits structurés afin de permettre aux investisseurs de mieux appréhender les risques de liquidité et de marché inhérents à ces instruments (C)								+++				

Propositions/ risques liés aux HF	FSA	SEC	Fed	AIMA HFWG	FSF	G8	IOSCO	FMI	PSE	PWG	FMG	interview
Standard minimum de divulgations régulières et fiables pour faire les DD (NC)				++	+++				+++	+		
Due diligences initiales/de suivi par les investisseurs (NC)	+++	+++	+++	+++	+++	+++	+++	+++	+++	+++	+++	+++
Utilisation de benchmarks et de procédures de contrôles indépendants (NC)			+++					+++	+++			
Influence des investisseurs institutionnels dans la promotion de la transparence des HF (une nouvelle source de discipline de marché) outre devoirs fiduciaires de gestion du risques (NC)					+++ (cole)				+++	+++	++	-
Renforcement de la coopération industrielle (bonnes pratiques / guidelines professionnelles) (NC)	+++	+++		+++	+++		+++			+++	+	+/-
Création d'un cadre de travail pour permettre aux HF d'être classifiés et notés selon leurs stratégies et les risques par une agence de notation indépendante									++			













Propositions/ risques liés aux HF	FSA	SEC	Fed	AIMA HFWG	FSF	G8	IOSCO	FMI	PSE	PWG	FMG	interview
Renforcement de la coopération internationale formelle et informelle -entre régulateurs (BC et AR) -entre régulateur et HF (NC)	+++ +++ +++	+++		+++			+++	+++			+++	+
Code de conduite sur les HF (NC)	--			-	++							-
La réputation (NC)				+							+	+
Risques liés à la nature des stratégies adoptées (sources de risques systémique) =profil de risque non gaussien, pertes extrêmes amplifiées par le levier élevé En cause : modèles d'évaluation des expositions actuelles et potentielles futures la volatilité et la VaR sont des indicateurs trompeur de risques pour les stratégies HF	RR ++	RR ++	RR ==	RNR	RR ++	RR ++	RR	RR ++	RR ++	RR	RR++	RR+-
Prise de risque agressive aiguillonnée par la concurrence et alléchée par des performance fees élevées =risque de contrepartie et de pertes extrêmes sur des marchés complexes					RR++			RR++	RR++			

Propositions/ risques liés aux HF	FSA	SEC	Fed	AIMA HFWG	FSF	G8	IOSCO	FMI	PSE	PWG	FMG	interview
Enquêtes semestrielles sur les PB destinée à évaluer leurs expositions aux HF et les profils de risques du marché préalable à une surveillance accrue et un dialogue direct avec les gros HF	+++	+++			+++					+++	+++	++
Des enquêtes ciblées sur les pratiques de gestion du risque de crédit des banques/PB	+++	+++						++			+++	
Augmentation des corrélations au sein d'une stratégie et entre stratégies dans des périodes de stress de marché* =un évènement du marché peut déclencher des dénouements précipités et corrélés							RR++	RR++				
Attractivité de stratégies passant par des transactions sur des marchés illiquides (concentration sur ces marchés) =Risque d'illiquidité *quand les HF prennent des positions similaires et mouvement défavorable sur le marché							RR++	RR++				

Propositions/ risques liés aux HF	FSA	SEC	Fed	AIMA HFWG	FSF	G8	IOSCO	FMI	PSE	PWG	FMG	interview
Les stress tests (C) -au niveau de chaque contrepartie de HF -au niveau consolidé simulation des appels de marges sur l'ensemble des expositions	+++	+++	+++	+++	+++	+++	+++	+++	+++	+++	+++	+++
Divulgence privée des positions agrégées des tous les HF sur des marchés clés de la part des PB aux régulateurs Une telle exigence aiderait les banques centrales à mettre en œuvre une politique monétaire contre risque de liquidité (C)					+++	+++			+++			
Divulgence obligatoire des PB aux régulateurs des expositions -HF par HF -de toute leur clientèle en fonction des différentes catégories de risques .The potential future credit exposure devrait être mesurée et stress testée/. (C)					+++	+++			+++			

Propositions/ risques liés aux HF	FSA	SEC	Fed	AIMA HFWG	FSF	G8	IOSCO	FMI	PSE	PWG	FMG	interview
Recours immodéré à l'effet de levier (superposition des opes de levier) et concentration dans des produits dérivés complexes aux contreparties peu nombreuses Risque de pertes extrêmes Risque de contrepartie*	RNR	RNR	RNR	RNR	RR++	RR++		RR++	RR++			
Divulguer des résultats des stress tests et des analyses des scénarios (C)					+++			++	++			
Imposer aux PB le devoir de limiter l'extension de la ligne de crédit à tout HF individuel dont les expositions potentielles futures apparaissent excessives. (C)									++	++		
Mise en place d'une infrastructure de compensation et règlement pour les produits dérivés négociés sur les marchés de gré à gré (C)					+++			+++				
Détention d'un capital suffisant affecté au risque de crédit de contrepartie. (C)					+++			++				

Propositions/ risques liés aux HF	FSA	SEC	Fed	AIMA HFWG	FSF	G8	IOSCO	FMI	PSE	PWG	FMG	interview
Augmentation des marges initiales car leur réduction ne semble pas être justifiée par une baisse du risque. (C)					+++			++				
Mise en place de plans de secours et d'un solide processus robuste de résolution en cas de faillite d'un fonds et de nécessité de débouclage de ses positions												+++
Création d'un organe de supervision unique des HF (division de la BCE)									++			
Transmission de certaines prérogatives à la Banque Centrale									++		+++	++
Prise en compte de la réaction des concurrents dans l'évaluation des risques en période de stress								+++				
Le passage d' une évaluation "market to market" à "market to model" –évalué de façon interne en utilisant un modèle construit par le trader, la banque prêteuse aux HF ou l'administrateur du fonds								+++				

Propositions/ risques liés aux HF	FSA	SEC	Fed	AIMA HFWG	FSF	G8	IOSCO	FMI	PSE	PWG	FMG	interview
Publication par les régulateurs nationaux des évaluations régulières et des analyses sur la concentration des investissements de HF dans différents secteurs.			++									
<i>Protection de l'investisseur</i>												
Augmenter le seuil minimal d'investissements dans les produits HF (un seuil plus bas pour les FOF)	+++	+++		+++					+++	+++	+++	+++
Promouvoir les stratégies de réplication de HF pour les Investisseurs institutionnels (II)/particuliers (IP)											++	++
Promouvoir les stratégies 130-30 Pour les II/IP											++	++
Réserver les FOF moins risqués et plus transparents aux II											++	++
Introduire des contraintes de diversification et de concentration pour les FOF pour régler le pb de risques liés aux juridictions offshore									++		++	++
Limiter les investissements alternatifs à hauteur de 2.5 % de NAV (net asset value) pour les II									++			

Propositions/ risques liés aux HF	FSA	SEC	Fed	AIMA HFWG	FSF	G8	IOSCO	FMI	PSE	PWG	FMG	interview
Création et promotion de HF onshores européens.	++								++			
Des règles pour assurer un traitement équitable des investisseurs par les HF et les contreparties (NC)	++	++		++	++	++	++	++	++	++	++	++

RR : risque reconnu

RNR : risque non reconnu

* la concentration du risque de contrepartie et de liquidité dans des styles d'investissements utilisant la vente à découvert financée par le levier d'endettement élevés peut faire des HF les maillons faibles d'une propagation systémique

*** Cette directive ne prend pas en compte le fait que de plus en plus d'institutions publiques financières investissent dans les HF et qu'aucune règle claire n'existe sur l'information fournie par ces mêmes institutions financières à leurs investisseurs sur ce type d'investissement.

- : CONTRE

0 : INDIFFERENT

+ : PEU FAVORABLE

++ : FAVORABLE

+++ : TRES FAVORABLE

C : CONTRAIGNANT

NC : NON CONTRAIGNANT

III.2.2. Analyse du tableau des recommandations au regard de la grille d'analyse de risques des HF

La volonté de renforcement de l'autorégulation des organisations professionnelles

En parcourant rapidement l'ensemble du tableau récapitulatif des recommandations au regard de la cartographie des risques des HF, on remarque une certaine homogénéité des propositions émanant des organisations professionnelles (OG). La plupart d'entre elles se situent au début du tableau qui concerne essentiellement les risques cachés dus aux hypothèses de normalité et aux biais de représentation des rendements des HF. Elles traduisent la préoccupation des OG concernant la question plus générale de l'amélioration de la transparence des HF. Les propositions relatives au risque systémique sont rares, sauf celle de l'utilisation des stress tests, voire inexistantes concernant les risques liés aux HF en tant que agents récepteurs de risques via les marchés dérivés. Il s'agit de bien faire la différence entre le risques systémique provoqué par un HF de type LTCM et celui engendré par des HF en tant que maillons faibles et éléments de propagation entraînant une contagion entre les marchés. L'exemple le plus probant est la crise de cet été dans laquelle les HF ont été partie prenantes à cause de cette structure. Ces recommandations ont également comme point commun de ne pas avoir de caractère contraignant. Enfin, on constate qu'elles sont dissymétriques en s'adressant principalement aux investisseurs et en mettant particulièrement l'accent sur leurs prérogatives plus que sur celles des HF qui, *in fine*, doivent toujours conserver une liberté totale d'action. De ce point de vue, on ne constate donc aucune remise en cause de ce principe.

L'AIMA affirme, par exemple, que le principal canal par lequel doit passer l'amélioration de la transparence se situe au niveau du contrat entre l'investisseur et le HF, plutôt qu'au niveau du régulateur avec des exigences de divulgations. En vérité la question est dans la nature de la relation principal agent qui relie les managers de HF et les investisseurs institutionnels qui leur confient leur capital. Le manager doit-il avoir une indépendance de moyen ou d'objectif ? Il est clair que, s'il a une indépendance d'objectif dans un contrat de délégation très lâche avec une grande latitude de changer de stratégie, le pouvoir de contrôle de l'investisseur est très affaibli. Pour que la relation soit celle d'une indépendance de moyen du manager toutefois, la seule qui soit une vraie relation principal agent, l'investisseur doit avoir lui-même une stratégie précise sur ce qu'il attend de la gestion alternative dans son portefeuille et doit être capable de sélectionner les managers en fonction de ses objectifs et de conclure un contrat de délégation sur mesure. Dans la section III.3 suivante on suggère le type de contrat qui peut répondre au souci d'une discipline exercée par l'investisseur. Ces contrats sont d'ailleurs loin de la pratique actuelle.

De même, la contrainte des HF vis-à-vis de l'investisseur, qui le menace de retirer son argent, ne peut jouer que dans les cas de HF qui ont des stratégies sur des actifs liquides et qui n'ont pas de périodes de *lock up* longues. Car avec une période de *lock up* qui bloque leur argent dans le fonds pour une durée plus ou moins longue et déterminée par les HF, les investisseurs n'ont aucun moyen de pression. Bien souvent, cette sortie de fonds est assortie d'un coût substantiel pour l'investisseur. De plus, ce sont les managers qui calculent et transmettent les rendements de leurs fonds. Cela revient donc pour l'investisseur à signer un *blanc seing*. Les seules informations dont les investisseurs peuvent disposer sont des informations qualitatives sur les managers. Or ces gérants sont très souvent considérés comme des génies dont personne ne comprend les stratégies. On verra en III.3 les raisons de cette illusion qui conduit à ce que les managers bénéficient de fait d'une totale discrétion. Certains FOF, en entretien, nous ont

avoué qu'ils devaient faire appel à des consultants pour comprendre les stratégies des HF managers afin de les contrôler.

Par ailleurs, l'AIMA, tout comme les opérationnels interrogés, considère les procédures de contrôles internes actuelles comme tout à fait efficaces et contraignantes. Elles sont contraignantes car généralement l'investisseur vient avec sa propre équipe de risque pour contrôler les informations contenues dans les *on going DD* et peut demander des données complémentaires, si nécessaire. Néanmoins, cette divulgation privée a ses limites. Les gérants interrogés reconnaissent eux mêmes jouer le jeu de la transparence mais jusqu'à un certain point. Si l'investisseur demande trop d'information, le gérant s'arroge le droit de refuser toute nouvelle communication, en arguant que ce refus fait partie du contrat entre lui et l'investisseur. Cette contractualisation de la transparence a donc une limite qui est souvent fixée de manière discrétionnaire par le gérant. C'est bien pourquoi c'est la nature du contrat qui est à revoir si on arrête de se payer de mot concernant la discipline de marché et qu'on se décide enfin à la prendre au sérieux.

Ces exemples de recommandations traduisent bien l'intérêt commun entre les HF et ces organisations. L'AIMA représente les intérêts des HF, il est donc logique que ses propositions n'aillent pas dans le sens d'une plus grande réglementation. Grosso modo, même si on reconnaît qu'il y a un besoin de davantage de transparence, ce besoin ne se traduit pas en terme de recommandations. Ces dernières correspondent plus ou moins à une volonté de statu quo en matière de divulgation d'informations volontaires que ce soit aux investisseurs, aux régulateurs et aux PB. Quant aux procédures de gestion des risques, on reconnaît qu'elles se sont considérablement améliorées et que cette tendance devrait se poursuivre. C'est encore une approche de la régulation qui se fait par la demande plutôt que par l'offre. Ces recommandations ne sont donc pas satisfaisantes au regard des risques plus complexes que posent les HF, c'est-à-dire surtout au regard des pertes peu fréquentes mais extrêmes.. Les justifications invoquées de ce statu quo sur l'autorégulation des HF combinée à une régulation indirecte des HF via les banques sont la contribution des HF à l'efficacité de marchés et la nécessité inconditionnelle de liberté des HF. Or ces arguments ont été analysés en détail et critiqués au début de l'analyse des risques en seconde partie.

Jusqu'à une date récente, la plupart des académiques, des régulateurs et la communauté financière estimaient que les HF agissaient comme des *contrarians* (retour à la moyenne, ajustement aux prix d'équilibre, apport de liquidité) et qu'en conséquence, toute régulation supplémentaire n'était pas nécessaire. Cette affirmation est théoriquement infondée. Un agent stratégique peut tout autant avoir intérêt à aller dans le sens d'un mouvement du marché, voire à le susciter que de postuler qu'il gagnera grâce aux forces de retour vers la moyenne. Car toute convention de marché est un attracteur des prix et la valeur fondamentale n'est qu'une convention parmi d'autres qui n'a pas de pertinence particulière à court terme. Si donc un groupe de HF se trouve dans des conditions de marché où il pense pouvoir influencer le changement d'une convention de marché, il fera un gain important s'il parvient à entraîner les investisseurs non informés, même si le mouvement du marché s'éloigne de ce qu'on peut présumer comme étant la valeur fondamentale. Tous les marchés d'actifs depuis fort longtemps sont soumis à ces dynamiques où les spéculateurs professionnels tirent parti du comportement moutonnier des autres participants. Les opérations des HF sur les marchés de change notamment sont essentiellement de ce type. Ces comportements stratégiques optimisateurs, donc parfaitement rationnels, ont pour conséquence d'amplifier les tendances. En réalité, les HF sont en position de pouvoir de marché, justement parce qu'ils ont des informations supérieures qu'ils ne partagent pas, puisqu'ils ne sont pas tenus de faire connaître

leurs stratégies. Ils ont donc des incitations à extraire une rente d'information aux dépens des autres acteurs.

Une autre explication consistait à dire que le nombre de HF et les capitaux levés n'étaient pas assez importants par rapport aux autres acteurs financiers comme les investisseurs institutionnels. Aujourd'hui il semble que les choses aient changé. En effet, les HF ont connu ces dernières années une croissance considérable. Ils constituent une part importante des marchés financiers avec des actifs sous gestion tout à fait significatifs (Cf. partie I).

Discipline de marché/régulation indirecte des HF et faiblesse des mécanismes d'incitation et de transparence

Les recommandations des autorités financières et monétaires ne se démarquent pas non plus par leur audace. Une simple analyse visuelle du tableau nous permet de constater que s'ils reconnaissent les trois grandes catégories de risques mis en avant dans la partie II, les quelques propositions en revanche se concentrent presque toutes au niveau du premier et du deuxième type : les risques cachés et le risque systémique engendré par les HF. Elles restent muettes sur le dernier type risque qui font des HF des agents de propagation du risque systémique constitué ailleurs. Plus précisément, elles mettent l'accent sur l'enregistrement des gérants de HF à leurs autorités de régulation, sur les DD et le renforcement de la coopération entre superviseurs et entre régulateurs et HF/PB sur le mode aussi bien formel qu'informel et l'utilisation plus grande des tests de stress. De même, elles sont unanimes pour limiter l'accès des HF aux épargnants individuels. Ces autorités dans l'ensemble font confiance à la discipline de marché et la régulation indirecte mais sans vraiment augmenter le niveau des contraintes. C'est encore donc une régulation plus de la demande que de l'offre. On peut les analyser plus en détails.

Si le FSA semble offrir un cadre institutionnel et réglementaire flexible et donc mieux adapté aux HF, il n'en demeure pas moins qu'en matière de risque, il n'y a pas véritablement de remise en cause de l'opacité des stratégies des HF en termes d'obligations de *reporting*, à l'origine de biais des rendements des HF. De même, il faut noter qu'avec cette approche, une grande partie du contrôle repose sur l'investisseur. L'enregistrement auprès du FSA, s'il constitue un premier contrôle de moralité du gérant et s'il autorise des enquêtes pendant la durée de l'activité ne saurait en aucun cas être suffisant. Très souvent, les investisseurs font appel à des services de détectives privés (cf. entretiens) pour approfondir ce premier contrôle (certes nécessaire) mais qui constitue un coût supplémentaire directement affecté à l'investisseur. La preuve de l'honnêteté du gérant est déterminante quand on sait combien la confiance est à la base même du contrat liant l'investisseur à son HF manager. Il y a donc une présomption de malhonnêteté systématique chez les gérants de HF.

Même si le FSA n'a pas encore pris de décision concernant l'accès plus large ou non des HF aux particuliers, on comprend mieux l'enjeu du seuil minimal d'investissement. La plupart des opérationnels sont favorables à cet élargissement de la base de la clientèle (car ce serait une source de liquidité importante) tandis qu'une minorité est fermement contre. Cette dernière estime que les petits investisseurs ne seraient pas en mesure de comprendre les risques des HF. (cf. entretiens S-A Lhabitant). Les opérationnels reconnaissent ce risque mais les perspectives de liquidité sont telles qu'ils ne pourraient refuser une telle opportunité. Par ailleurs, il semblerait que le FSA soit en train de chercher à mettre en place une structure qui inciterait les HF à se domicilier à Londres (*on shore*) plutôt qu'aux îles Cayman, car la structure juridique actuelle constitue un manque à gagner que Londres veut récupérer.

Les recommandations de la SEC vont davantage dans le sens d'une plus grande transparence avec plus d'exigences de révélations sur les procédures d'évaluation et les *fees*. Ceci d'autant mieux qu'elles s'adressent à des FOF dans lesquels les investisseurs institutionnels investissent beaucoup. Le fait de dévoiler la structure de *fees* n'est pas nouveau. C'est typiquement le cas dans des DD initiales. En revanche, l'exigence de détailler ces *fees* est tout à fait novatrice. Le système de la SEC, en obligeant les petits fonds à se faire enregistrer et non les plus gros, pénalise les petits. Or ce sont justement ceux avec qui les investisseurs ont intérêt à conclure des contrats de partage des profits liés à des stratégies de long terme comme on va le voir ci-dessous dans la dernière sous-partie. L'enregistrement leur impose des exigences réglementaires qui s'avèrent plus coûteuses que pour un fonds ayant atteint une taille critique. Il serait plus logique de rendre obligatoire cet enregistrement pour les plus gros HF plus susceptibles d'avoir un impact systémique. Enfin, il demeure une ambiguïté sur le statut d'investisseurs qualifiés. Les investisseurs institutionnels, par définition, sont considérés comme des investisseurs qualifiés. Mais certains fonds de pension nous ont confié en entretiens que malgré leurs expériences de gestion de portefeuilles, ils ne se considéraient pas comme tels. Bien au contraire, ils se jugeaient incapables d'évaluer et contrôler les risques des HF. On peut se demander quels seraient alors les critères d'un tel statut pour un investisseur institutionnel? Ce sont les vrais investisseurs de long terme capables de déterminer une allocation stratégique flexible dans le temps. Ce n'est donc pas une catégorie statutaire, mais une méthode et des outils d'analyse stratégique en interne qui définissent des investisseurs qualifiés (Rapport « investisseurs à long terme et gouvernance des entreprises », Institut CDC, 2007).

La volonté de la SEC de réglementer davantage les HF se comprend mieux au regard de ses deux premières missions que sont la protection des investisseurs et l'intégrité des marchés, beaucoup plus que celle de la stabilité financière. La protection du système financier constitue surtout le principal objectif réglementaire des banques centrales. Des objectifs différents qui expliquent les divergences entre ces deux autorités.

Du côté de la Fed, on reconnaît, par la voix de son gouverneur Ben Bernanke, que de nombreuses améliorations peuvent encore être apportées. Ces améliorations devraient passer par les créanciers, les contreparties et les investisseurs. Étant donné la compétition des HF qui a tendance à éroder les niveaux de marges initiales et la complexification croissante des transactions qui accroît les expositions des contreparties et qui ne peuvent pas être mesurées précisément, la Fed estime que des *stress test* devraient être effectués davantage pour évaluer le risque de contrepartie. D'autres préoccupations concernant l'opacité et le possible risque de liquidité ont motivé des propositions de la part de autorités de régulation à créer et à maintenir une base de données des positions des HF. Mais M. Bernanke reste sceptique sur la valeur d'une telle base. La Fed ne dit rien sur les risques liés à l'opacité des stratégies et encore moins sur le manque de transparence qui est à l'origine des biais des rendements des HF. Il n'y a donc pas vraiment de recommandations de la part de la Fed.

Ainsi que ce soit la SEC, le FSA, la Fed, toutes ces autorités semblent avoir le même point de vue pour reconnaître la discipline de marché combinée à une régulation indirecte comme le meilleur moyen de réguler les marchés financiers en général et les HF en particulier. Mais il ne suffit pas de proclamer la discipline de marché comme le meilleur moyen de réglementer les HF, pour que ce le soit effectivement. Des conditions sont nécessaires qui elles doivent être imposées par le régulateur. « Pour que la discipline de marché puisse prétendre véritablement épauler le régulateur, il faut renforcer les incitations sur les parties prenantes à

cette discipline de marché pour qu'elles l'exercent effectivement. Il faut également la lier aux actions du superviseur. Il est en effet évident que le simple fonctionnement de la discipline de marché nécessite au minimum que certaines contreparties des intermédiaires financiers perçoivent les risques de pertes qu'elles encourent. Une forme d'engagement crédible sur le non-renflouement systématique des institutions financières en difficulté est donc la condition nécessaire, même si elle n'est pas suffisante, à l'exercice effectif de la discipline de marché ». (L. Scialom, 2006). Les propositions faites par toutes ces autorités ne semblent pas avoir pris la mesure de ces conditions nécessaires à l'efficacité de la discipline de marché et encore moins de l'incohérence des mécanismes d'incitation entre les PB, les HF et les régulateurs.

Les tenants de la régulation indirecte supposent que les contreparties des HF (PB) sont régulées de façon adéquate et ont des incitations dans ce sens. Leurs arguments deviennent fragiles car des études empiriques montrent que les PB, qui fournissent des services financiers importants dont celui du levier financier, engrangent des commissions substantielles qui les incitent très fortement à abaisser les termes de crédit. En conséquence, les PB, contrairement à ce qu'on affirme, sont fortement incités à ne pas jouer leur rôle de régulateur des HF. De même, si en principe les activités de PB sont sous la supervision de la SEC, dans les faits, lorsque ces activités se font à l'étranger, elles échappent au superviseur qui ne peut jouer son rôle de régulateur au niveau consolidé. Ces informations seraient pourtant essentielles pour l'accomplissement de leur mission de limiter le risque de liquidité. Enfin, l'argument des mécanismes d'incitation posent également problème lorsqu'ils s'agit des régulateurs et des banques. La régulation indirecte par les banques n'est pas efficace car les incitations des banques ne sont pas les mêmes que celles des régulateurs. En effet, les banques ont elles mêmes des activités de HF et elles fournissent des services très lucratifs qui sont essentiels aux HF. Enfin, il faut rappeler que les banques d'investissement américaines ne sont pas concernées par Bâle II et qu'elles ne le seront probablement pas avant quatre ou cinq ans.

Or les régulateurs ne disent rien sur les divulgations d'informations contraignantes dont on a vu qu'elles étaient essentielles à l'accomplissement de leur mission en matière de stabilité financière. Le paradoxe vient du fait que d'un côté les régulateurs mettent en garde contre les dangers des HF sur la stabilité financière mais, d'un autre côté, ils louent les HF qui fournissant des services essentiels aux marchés. A cause de cette posture dogmatique les régulateurs sont réticents à toute recommandation qui va au delà d'un appel pour des DD par les contreparties. Cette attitude peut aussi provenir des différentes responsabilités prudentielles qui sont éclatées entre les superviseurs, comme la protection des investisseurs, la stabilité financière et l'intégrité des marchés. Ce qui pousse certains économistes à recommander une modification institutionnelle consistant à rapprocher la *Bank of England* et le FSA (Danielsson). Une autre explication se situe au niveau de la compétitivité des places boursières et dans la volonté de certains régulateurs d'augmenter l'attractivité de leur place financière au prix d'une plus grande vulnérabilité au risque .

Les recommandations émanant des organismes nationaux et internationaux sont les plus intéressantes : pourquoi ?

Les recommandations des organismes nationaux et internationaux sont d'une manière générale les plus audacieuses, si l'on doit les comparer à celles qui émanent des autorités de régulation et des organisations professionnelles. Cet intérêt tient en grande partie à un éventail de propositions beaucoup large et cohérent. *Elles sont en grande majorité contraignantes, contrairement aux organisations professionnelles qui mettent un point d'honneur à n'imposer aucune obligation sur les HF.* Elles se situent également à la fois au niveau micro, c'est-à-dire

au niveau des HF, et au niveau macroéconomique. Enfin, elles tendent à favoriser une répartition plus égalitaire des responsabilités entre les différents protagonistes de la chaîne d'investissement dans les HF et pas seulement aux investisseurs. Chacun d'eux doit prendre ses responsabilités dans les procédures de contrôles. Autrement dit, on commence à introduire des éléments de régulation aussi bien par la demande que par l'offre. Leur principal intérêt vient de leur prise en compte de toutes les sources de risques analysées dans la partie précédente. Toutefois, si tous s'accordent plus ou moins sur les objectifs à atteindre au regard de l'opacité des HF et des risques systémiques qu'ils peuvent engendrer des divergences apparaissent s'agissant des moyens à mettre en oeuvre pour améliorer la transparence et prévenir toute instabilité financière. De toutes ces recommandations, on retiendra particulièrement celles du PWG, de FMI et du FSF. Un deuxième filtre de sélection consistera à ne retenir que quelques propositions réglementaires les plus efficaces en fonction des trois catégories de risques..

Top 10 des propositions en fonction des deux catégories de risques :

Risques cachés dus aux hypothèses de normalité et aux biais de représentation des HF

1. Obligation d'enregistrement des managers auprès des régulateurs (C)
2. Divulgence obligatoire des PB aux régulateurs des expositions HF par HF, puis de toute leur clientèle en fonction des différentes catégories de risques (C)
3. Divulgence privée obligatoire d'informations des HF aux PB sur les indicateurs quantitatifs et qualitatifs de la valeur liquidative d'un HF, ses expositions au risque et sa liquidité, - information détaillée produite par les systèmes de gestion du risque (C)
4. Divulgence privée obligatoire d'informations des HF aux Autorité de régulation sur les positions et sur les informations produites par leurs systèmes de gestion de risques
5. Divulgence privée des positions agrégées des tous les HF sur des marchés clés de la part des PB aux régulateurs
6. Mise en place d'une base de données publique sur les HF (commissions, profil de risques...) (C)

Toutes ces recommandations contraignantes ont comme point commun les divulgations d'informations publiques et privées. Elles sont prépondérantes dans la mesure où elles feraient baisser les biais de *reporting*. Les bases de données seraient plus complètes et plus fiables. Ces révélations d'informations à la fois aux investisseurs, aux PB et aux superviseurs permettraient à chacun de jouer son rôle en matière de gestion des risques en facilitant le monitoring des HF individuels. La cinquième aiderait particulièrement les banques centrales dans leur prévention des risques de liquidité.

7. Influence des investisseurs institutionnels dans la promotion de la transparence des HF (une nouvelle source de discipline de marché) outre leurs devoirs fiduciaires de gestion du risque (NC)

La structure des HF a beaucoup évolué surtout ces dix dernières années (cf. partie I). Elle s'est institutionnalisée avec une part de plus en plus importante d'épargne publique. Cette évolution

devrait logiquement impliquer un changement dans le sens d'une plus grande régulation des HF. En effet, il existe une relation principal-agent (PA) entre les investisseurs institutionnels et les gérants de HF car il y a des problèmes d'asymétrie d'informations qui minent la capacité des investisseurs même qualifiés à entreprendre les DD, étant donné les stratégies très complexes et les structures opaques des HF. Tout erreur dans le monitoring des HF individuels concerne la relation PA et peut conduire à des erreurs d'allocation. A l'heure actuelle le seul contrôle possible est celui effectué en amont au moment du choix du managers. Ce processus est cher et prend du temps. De plus, il faut compter sur les consultants avec une industrie de *consulting* qui est souvent en cheville avec les HF *industry*. Ce sont les investisseurs institutionnels qui ont le plus besoin de ces données, car s'ils sont considérés comme des investisseurs qualifiés qui n'ont théoriquement pas besoin de protection supplémentaire. On a trop vite tendance à oublier qu'ils ne sont pas les investisseurs ultimes. Il est donc dans leur intérêt de jouer un rôle important dans la discipline de marché. Si jusqu' présent, ils n'ont pas vraiment joué ce rôle, on peut présumer et souhaiter que cela change. C'est en tout cas ce que pense un certain nombre de ces organismes. Ils devraient être les principaux bénéficiaires de la régulation.

Deuxième groupe : Risques systémique et de propagation par les HF via des dérivés

1. Appliquer un barème de notation plus différencié pour les produits structurés afin de permettre aux investisseurs de mieux appréhender les risques de liquidité et de marché inhérents à ces instruments (C)
2. Stress test et Divulgence des résultats des stress tests et des analyses des scénarios (C)

Les autorités de régulation (AR) sont en charge de la stabilité financière. Leur action ne se situe pas au niveau du HF individuel mais au niveau agrégé. L'intérêt des stress tests réside dans le fait que qu'ils vont pouvoir faire apparaître l'interaction entre le risque de liquidité et le risque de contrepartie. Ils permettent de prendre en compte la variabilité de la liquidité ou encore la variation des corrélations qui est souvent difficile à modéliser. Ces tests de simulation se font généralement au niveau du HF. En permettant de voir ce qui se passe dans les queues de distribution du risque, ils donnent une indication sur les pertes potentielles qui feront retour sur les banques. Or au niveau individuel, le HF ne peut pas voir le risque systémique (quand il y a concentration et des évènements défavorables). D'où l'importance de la transmission des résultats aux AR qui vont pouvoir totaliser les résultats de stress tests et voir s'il y a des déséquilibres des contreparties et donc un risque de liquidité. Le risque de liquidité est en effet un risque agrégé qui ne peut être perçu que par les superviseurs.

3. Mise en place d'une infrastructure de compensation et règlement pour les produits dérivés négociés sur les marchés de gré à gré (C)

Les parties précédentes ont mis en exergue l'incohérence des incitations entre les PB et les HF d'abord en raison de la structure de revenus des PB et de l'absence de capital de réserve pour les prêts par dérivés (levier financier des HF). Il en est résulté une réduction des marges initiales qui ne semblait pas être justifiée par une baisse du risque. La mise en place d'une infrastructure de compensation et règlement pour les produits dérivés négociés sur les marchés de gré à gré permettrait une réduction très importante des positions par la compensation multilatérale (*netting*) tout en conservant des marchés de gré à gré. Tout ce qui serait du ressort du *back office*, c'est-à-dire du traitement des transactions se ferait via un mécanisme de règlement centralisé (chambre de compensation). Mais la négociation se ferait

toujours de gré à gré –ce qui permettrait aux PB d'engranger les *fees*. Une solution plus radicale consisterait à imposer des règles sur le capital en fonction des positions (dans l'esprit de Bâle II)..

Ainsi l'analyse et la critique de ce tableau de propositions nous donne une idée plus précise de la forme que doit vêtir la réglementation des HF. Celle-ci devrait n effet se faire à la fois au niveau microéconomique que macroéconomique, concerner les facteurs de demande (les investisseurs) et d'offre (les HF) et enfin mettre l'accent sur le régulateur public.

III.3. *Quelles modifications pertinentes de la régulation ?*

Au terme de cette étude détaillée des risques des *hedge funds* et des carences de leur régulation, mais aussi des propositions foisonnantes que notre analyse des risques a permis de classer et de critiquer, il importe de retenir l'essentiel, tant sur ce que font les *hedge funds* que sur le déficit posé par l'énorme chaîne du crédit titrisé dont ils font partie.

Dès le début de la seconde partie on a alerté sur un problème épistémologique majeur dont la non reconnaissance pollue tout le débat sur la régulation. Partons du constat que les managers de *hedge funds*, mais aussi les partenaires et hauts dirigeants des banques d'affaire ainsi que ceux des agences de notation perçoivent systématiquement des revenus astronomiques et que ces institutions font elles-mêmes des profits très élevés. Qu'est-ce qui peut économiquement justifier cette anomalie ?

Concernant les HF qui sont au centre du présent rapport, les commissions de performance sont censées justifier ces revenus. Mais pourquoi de telles performances ? La réponse de la profession est : « nous procurons des rendements absolus aux investisseurs parce que nous faisons de l'alpha ». Devant cette explication une interrogation surgit. Il est dit simultanément que les *hedge funds* sont « *efficiency-enhancing* ». Si les mots ont un sens, cela veut dire que l'activité des HF réduit les inefficiences sur lesquelles reposent les hautes rémunérations. Au fur et à mesure de leur développement, les commissions auraient dû décroître par l'amélioration du fonctionnement des marchés que l'activité des HF est censée prodiguer. Or comme on le sait, il n'en est rien, bien au contraire. La réponse apologétique est que les HF sont capables d'innover à un tel rythme qu'ils génèrent perpétuellement de l'alpha, surcompensant ainsi la tendance de la concurrence à faire baisser les surprofits.

Mais alors, qu'est-ce que c'est que faire de l'alpha ? Notre analyse des risques nous conduit à penser que les HF, comme tous les participants de la chaîne du crédit titrisé, ne font pas du « *vrai alpha* » mais de l'*alpha bidon* », c'est-à-dire engendrent des risques extrêmes mais qui se réalisent rarement. *C'est donc du bêta sous-évalué qui est déguisé en alpha.*

Faire du vrai alpha, c'est dégager systématiquement des sur rendements par rapport au risque diversifié que le marché rémunère. Faire du vrai alpha, c'est donc faire plus de rendement sans prendre plus de risque. Une première source est d'avoir des *capacités exceptionnelles* pour identifier de manière permanente et sur longue période les actifs financiers sous-évalués. Ces capacités existent certes, mais elles sont extrêmement rares. Il serait totalement ridicule de prétendre que les managers de HF en tant que groupe possèdent de telles capacités. Les revenus exorbitants que les HF extraient des investisseurs ne peuvent certainement pas avoir cette explication. Une deuxième source de « vrai alpha » est l'*activisme*. C'est ce que prétend faire le *private equity*. Cela revient à transformer du plomb en or, ou encore par la restructuration qui succède aux LBO faire de canards boiteux des tigres. Cela n'est pas impossible, mais là encore un pourcentage infime des LBO entre dans cette catégorie.

Pourtant tous les LBO extraient des profits considérables des entreprises dont ils ont fait leurs proies. Une troisième catégorie de vrai alpha est *l'innovation financière*. Il faut alors que les innovateurs soient capables de créer des supports de cash flows futurs pour les investisseurs qu'ils ne pourraient pas obtenir autrement sans prendre plus de risque. Avec cette troisième source on entre dans le domaine des *hedge funds*. Le problème est que cette troisième source a une frontière ténue avec le cash flow bidon. Celui-ci consiste à utiliser la complexité ainsi créée dans la finance pour bernier les investisseurs qui n'ont ni la capacité, ni l'information pour reconnaître le risque supplémentaire de ces produits.

L'alpha bidon permet à des managers sans plus de talent que quiconque d'extraire des profits énormes sur des risques qui restent cachés. Si les risques restent dissimulés dans des queues de distribution la plupart du temps, ils engendrent de confortables surprofits qui ne sont compensés que par des pertes extrêmes rarement réalisées. C'est ce qui s'est passé avec les CDO sur crédits *subprime* par exemple dont les HF se sont gavés. Des tranches de CDO que les agences de notation avaient complaisamment noté AAA produisaient des rendements de 50 à 60pb supérieurs aux obligations d'entreprise notées AAA. Tant que le marché immobilier montait et parce que les arrangeurs de crédit titrisé avaient persuadé les investisseurs que le marché immobilier ne pouvait baisser qu'avec une probabilité extrêmement faible, les intermédiaires ont capté en surprofit la rémunération du risque caché au détriment des investisseurs sous la forme des commissions de performance, commissions pour arranger des produits complexes, etc..

Tant qu'on n'a pas compris que ces « *excess returns* » ne sont pas de l'alpha, mais une compensation pour un bêta dissimulé qui aurait dû aller aux investisseurs, on ne mettra pas de l'ordre dans la régulation de la finance de marché. Réguler les marchés du crédit et les *hedge funds* dans les marchés du crédit, c'est faire en sorte que le risque extrême puisse être reconnu et correctement évalué par toutes les parties. Il est illusoire de penser que cela puisse se faire avec uniquement des dispositions non contraignantes. Quelles sont les priorités à respecter ?

III.3.1. La régulation propre des hedge funds

Il y a une communauté de vues pour reconnaître que la fameuse discipline de marché dépend du monitoring de deux types d'agents : les banques qui sont les *prime brokers* les mieux placées pour contrôler le risque dû au levier et les investisseurs institutionnels qui font des HF une classe d'actifs dans leurs allocations stratégiques.

Le problème posé par les *prime brokers* est leur très forte proximité d'intérêts avec les *hedge funds* et qu'ils sont des départements ou des filiales de banques d'affaire qui échappent à la régulation bancaire de Bâle. Dans les conditions actuelles le risque de contrepartie dû au levier financier n'est pas correctement maîtrisé. Dans la mesure où ce risque est largement endogène, il dépend donc des relations des HF avec l'ensemble de leurs contreparties. Il ne peut être correctement évalué si le levier total de chaque HF, prenant en compte toutes les formes identifiées dans la partie II et toutes les contreparties, n'est pas consolidé. *La consolidation des positions permettant une connaissance du levier par les contreparties est la base d'une discipline de marché digne de ce nom.* Cette consolidation ne peut évidemment pas s'arrêter aux frontières nationales. Un *International Credit Register* (ICR) est indispensable à cette consolidation. Mais ce la ne suffit pas. Il faut que les contreparties puissent évaluer la *potential future credit exposure* pour contrôler le niveau du levier consenti aux HF. Il faut aussi que les tests de stress des HF soient divulgués aux prime brokers pour que les valeurs extrêmes de cette mesure synthétique du risque de crédit soient estimées.

La consolidation des positions et les informations sur le risque de crédit doivent aussi être disponibles aux régulateurs bancaires. Le trou noir de l'absence de supervision des banques d'affaire dans les activités hors bilan doit être supprimé si l'on veut que les superviseurs bancaires puissent contrôler si les prime brokers font effectivement le monitoring des HF. Mais cela ne suffit pas. Puisque les HF peuvent être à l'origine du risque systémique par la combinaison du risque de crédit dû au levier et de la concentration de positions sur des marchés peu profonds où les chocs sur les prix assèchent la liquidité, il revient aux superviseurs bancaires de détecter le risque de liquidité sur les marchés vulnérables. Comme on l'a montré dans la partie II, ces marchés sont animés par les HF qui ont intérêt à se retirer en même temps ou y sont contraints pour réduire leur levier en temps de crise. *La sensibilité au risque de liquidité dû aux HF ne peut être détectée par les banques centrales que si elles ont une évaluation de la position agrégée de tous les HF sur ces marchés.* Il s'ensuit que des mesures contraignantes de *reporting* sont nécessaires pour parvenir aux consolidations des risques sans lesquelles les événements extrêmes ne seront jamais détectés assez tôt pour endiguer la propagation des crises.

La principale composante de la discipline de marché devrait venir des relations entre les HF et les investisseurs institutionnels. Dans un autre rapport consacré aux investisseurs à long terme pour le compte de la CDC on a montré que le monitoring du risque par les investisseurs institutionnels au sein de leurs poches de gestion alternative était à la fois nécessaire et impossible dans les conditions actuelles (Investisseurs à LT et gouvernance, rapport de recherche pour l'Institut CDC, 2007).

Dès le choix des gérants l'obstacle est de taille. Comment la gestion active des investisseurs institutionnels peut-elle distinguer le vrai alpha et le alpha bidon dans les promesses des fonds spéculatifs ? Autrement dit comment distinguer un rendement élevé qui résulte de capacités supérieures des gérants ou de la prise de risque excessive ? Comment sélectionner des partenaires ayant des aptitudes exceptionnelles ? Comment négocier des contrats qui alignent les intérêts du *general partner* sur ceux de l'investisseur ?

L'investisseur institutionnel de long terme a besoin de relations suivies avec des partenaires stables. On a vu que la population des HF a une forte mortalité liée aussi bien à la capture des profits et à la disparition des managers qu'aux pertes extrêmes. Peut-on espérer une moralisation sans au minimum un enregistrement des managers et un suivi de leurs performances passées ? En l'absence d'une information commune il y a un coût énorme qui doit être dépensé par chaque investisseur pour faire son enquête sur le profil du manager qu'il veut sélectionner. A cause de son horizon l'investisseur à long terme recherche des managers qui soient des contrarians pour faire jouer les forces de retour vers la moyenne. Ces managers ont plus de chance de se trouver parmi de petites structures indépendantes et spécialisées sur des segments spécifiques où une connaissance peut être acquise par de l'analyse fondamentale suivie. Il ne faut surtout pas s'adresser à de gros HF dont les conflits d'intérêt avec les investisseurs à long terme sont aigus. Car, on l'a vu en partie II ces gros HF ont la capacité d'influencer l'opinion de marché dans les situations de stress et de profiter d'effets de contagion (*bandwagon effects*) aux dépens des investisseurs de long terme pour faire des commissions sur le volume d'allers et retours dans les marchés de titres négociables. Mais l'incertitude du choix est très difficile à dissiper parmi les managers indépendants.

Une fois les embûches du choix du partenaire surmontées, l'investisseur à long terme qui traite avec un HF de petite taille a la possibilité de conclure un contrat de coinvestissement pour aligner sa responsabilité fiduciaire et l'intérêt du manager. De tels contrats peuvent

réduire significativement les conflits d'intérêts en réduisant les asymétries d'information dans le jugement sur les opportunités d'investissement. C'est un moyen pour essayer de distinguer entre le vrai alpha et l'alpha bidon. C'est aussi une voie pour réduire les montants de commission qui drainent le profit à l'encontre de l'investisseur en remplaçant les commissions par un partage du profit.

Se pose néanmoins le problème du contrôle des performances pour qu'un contrat de partage du profit soit viable. Car dans la gestion alternative à la recherche du rendement absolu (vrai alpha) il n'y a pas de *benchmark* de marché contre lequel apprécier les performances des gérants. Il faut que l'investisseur définisse un rendement de référence, une sorte de jauge (*hurdle rate*) qui ait du sens dans ces investissements alternatifs. Ce rendement doit servir de coût d'opportunité du capital au delà duquel le manager bénéficierait du partage du profit. *Ce contrat établirait une relation principal agent permettant effectivement le monitoring des hedge funds.* Mais pour l'établir, c'est-à-dire pour renverser les rapports de force actuels qui sont entièrement favorables aux HF, il faut un cadre juridique qui impose l'enregistrement de tous les HF et qui soit assorti d'obligations de *reporting* donnant aux investisseurs institutionnels les moyens de la sélection puis du monitoring

III.3.2. Remettre de l'ordre dans les marchés du crédit

On a montré dans la partie II que les arrangeurs des crédits structurés, les banques d'affaire et les agences de notation, portent l'essentiel de la responsabilité de la généralisation d'une crise locale du crédit immobilier à une crise de l'ensemble des mécanismes de la titrisation et à une crise bancaire. La présomption de la dissémination des risques s'est retournée en concentration des pertes dans le système bancaire ; ce qui est une caractéristique d'une crise systémique.

Les dysfonctionnements se sont produits dans l'ensemble de la chaîne du crédit structuré. Le plus frappant est la carence totale de la supervision, qu'elle soit de la responsabilité des banques centrales ou des régulateurs de marché. Les superviseurs ont laissé le risque systémique se développer en dépit des signaux dès l'été 2006 qui témoignaient de la dégradation de la qualité des crédits immobiliers et qui faisaient apparaître de graves anomalies dans la notation des tranches de CDO. La titrisation des crédits ne pourra repartir sans une remise en ordre qui responsabilise les acteurs.

On indique ci-dessous quelques pistes concernant la remise en ordre de la titrisation des crédits capables de faire en sorte que la titrisation ne soit plus dévoyée en une machine de déresponsabilisation de l'ensemble des acteurs des marchés du crédit.

Maîtriser l'emballage du crédit en amont

De grands espoirs sont mis dans la régulation des fonds propres des banques dite Bâle II. Elle n'aurait pourtant pas empêché le surendettement des ménages américains. Car le problème n'était pas une question de capital dans les années 2004 à 2006, mais de surabondance de liquidité. D'ailleurs la régulation par le capital est procyclique ; elle ne sera pas appliquée par la multitude de banques américaines et encore moins de courtiers non bancaires qui étaient à l'origine des crédits « *subprime* ».

Le problème que les banques centrales se sont refusé à traiter jusqu'à maintenant en dépit de toutes les crises survenues à basse inflation depuis 1995 est le cercle vicieux de l'expansion

du crédit et de la hausse spéculative des prix d'actifs. Elles sont réticentes à utiliser le taux d'intérêt directeur pour traiter un problème qui à l'origine est sectoriel, parce qu'elles ont abandonné leurs instruments quantitatifs. Or rien ne leur interdit d'utiliser les réserves obligatoires ciblées pour dissuader une expansion du crédit qui décolle de tous les indicateurs objectifs sur les capacités de croissance d'un marché d'actifs.

En outre, le crédit consenti contre l'anticipation de la hausse de la richesse et dont le risque est revendu devrait faire l'objet d'une supervision plus attentive, alors qu'il échappe à la régulation du type Bâle II ! D'ailleurs cette régulation est impropre pour traiter le cas de banques de marché, telles que Northern Rock, qui ont des bases de dépôts très faibles, se gavent de CDO dont la valeur de marché baisse de 80 % en quelques jours et se financent par du papier à court terme.

Supprimer l'arbitrage réglementaire des arrangeurs de la titrisation

On a vu que l'échafaudage de titrisations emboîtées rend inextricable l'évaluation des profils de risque notamment vis-à-vis des facteurs de risque macroéconomique, tels que le renversement des prix d'actifs que la titrisation a poussé à des hausses excessives. Cela veut dire qu'une part substantielle de la titrisation n'avait aucune utilité économique. Elle a été arrangée par les banques d'affaire et les agences de notation dans le seul but de maximiser le montant des commissions. Ces pratiques doivent évidemment être interdites. La meilleure manière est d'obliger les banques arrangeuses de conserver au bilan la tranche *equity* de toutes les titrisations et d'y adosser des provisions en capital conséquentes, étant donné le risque très élevé de ces tranches subordonnées.

De manière plus générale les superviseurs ne devraient pas être hypnotisés par les « innovations financières ». Ils devraient, au contraire, les soumettre à des examens rigoureux. Cela aurait pu éviter les acrobaties qu'ont été les conduits et les SIV dont le seul but était pour les banques de se défaire du risque. Pour cela les superviseurs bancaires devraient forcer les banques à entreprendre des tests de stress systématiques et à leur communiquer les résultats.

Distinguer une titrisation standardisée et traitée sur des marchés organisés et une titrisation sur mesure sous la responsabilité des banques

L'effort de standardisation participerait aussi à l'élimination de la titrisation sans intérêt économique. L'un des enseignements de la crise a été la confusion des investisseurs appelés à acheter les produits structurés. Car les pools d'actifs ont été conçus de manière à mélanger des crédits « toxiques » et des crédits sains dans une attitude délibérée des arrangeurs de dissimulation de la dégradation de la qualité des crédits. Il faut, au contraire, segmenter ces marchés, en sorte que les investisseurs soient capables de distinguer les risques des obligations qu'ils achètent.

La meilleure manière de le faire est de traiter sur des marchés organisés les ABS qui peuvent être standardisés. La titrisation fondée sur des pools de dettes de haute qualité serait entreprise dans des marchés organisés sous la responsabilité de chambres de compensation et de règlement. La centralisation et la standardisation de ces marchés font que le risque individuel ne peut dégénérer en risque systémique. Tous les contrats sont conclus avec la chambre et donc agrégeables. La compensation multilatérale quotidienne élimine le risque de l'accumulation de positions risquées. Les positions nettes des opérateurs sont « *mark-to-market* » au quotidien et continuellement provisionnées par des appels de marge. Si un opérateur ne peut les satisfaire, sa position est immédiatement liquidée. Il s'agit donc d'une

structuration des marchés financiers qui minimise le risque systémique. Il est aussi possible d'envisager l'organisation de systèmes de compensation règlement multilatéraux des transactions en aval de mécanismes de titrisation qui demeureraient de gré à gré. L'essentiel est de concevoir des mécanismes permettant de limiter automatiquement les leviers financiers excessifs et la concentration des positions dans le même sens.

Mettre un terme à l'hypocrisie sur le rôle des agences de notation dans la finance contemporaine

Les agences continuent à entretenir la fiction de prétendre être des organismes indépendants qui apportent à la communauté des investisseurs des opinions informées mais non exclusives sur le risque de crédit des entreprises qu'elles notent et des titres émis. On sait toutefois que cela pose un problème général de conflit d'intérêts non résolu, puisque les agences sont rémunérées par les entreprises qui sollicitent leurs notations. Mais le problème change de nature dans les marchés du crédit structuré. D'un côté les agences ont été placées au cœur de la nouvelle régulation prudentielle des banques, dite Bâle II. D'un autre côté, elles sont partenaires des banques dans la titrisation. Leur notation est une évaluation exclusive dans ce domaine. Rappelons encore une fois que la notation des tranches de crédits structurés est a priori. Il n'est dans la capacité d'aucun investisseur de fournir une évaluation alternative. Le processus ne peut exister sans la participation des agences qui font maintenant la majeure partie de leur profit sur cette activité. L'exacerbation des conflits d'intérêts est devenue véritablement intenable. Elle a été révélée dans l'incroyable attitude des agences qui ont noté AAA jusqu'en avril 2007 des CDO émis sur des ABS construits sur des crédits « *subprime* » et eux-mêmes notés BBB. Comme on l'a vu, cette attitude n'était possible que par une sous-estimation grossière du risque extrême, c'est-à-dire en donnant une probabilité infime à l'éventualité de la baisse des prix immobiliers.

Comment sortir de cette situation délétère ? Le *first best* est inatteignable tant que l'opinion publique baigne dans la mentalité de l'efficacité des marchés en dépit de tous les épisodes où elle est mise en échec. Dans le monde scientifique l'accumulation d'anomalies à l'encontre d'une théorie conduit au changement de paradigme. Rien de tel dans le monde financier qui vit sous l'empire de l'idéologie, laquelle n'est pas perméable à l'épreuve des faits. Pourtant le *first best* consiste à reconnaître que les agences produisent un bien public qui est le standard des marchés financiers comme la monnaie est le standard de l'économie des biens. Il serait donc logique que les agences soient transformées en agences publiques indépendantes au même titre que les banques centrales. Elles seraient financées par une taxe sur les transactions financières et seraient responsables devant une autorité prudentielle adéquate. Puisque cette solution est hors d'atteinte et que le statu quo est devenu indéfendable, le *second best* est que les autorités prudentielles supervisent les agences de manière à normaliser cette profession.

Un oligopole privé n'est certainement pas la meilleure manière de produire un bien public. Les agences publient beaucoup pour conjurer les conflits d'intérêts, mais leurs méthodes sont opaques et non comparables. Leurs échelles de note sont compliquées et suffisamment disparates pour créer la confusion. Les risques peuvent être très différents au sein d'une même classe de notation sans que les utilisateurs puissent le repérer. Les autorités prudentielles devraient au minimum obtenir des agences une standardisation des méthodes et une seule échelle de notes. Elles devraient périodiquement évaluer leurs performances et surtout les engager à faire évoluer leurs modèles dans le sens de la prise en compte de l'interaction du risque de crédit et du risque de liquidité.

Susciter des investisseurs institutionnels capables et désireux d'assumer leurs engagements.

Rappelons que la titrisation des crédits était censée rendre les marchés du crédit plus liquides parce que les produits de la titrisation devaient en principe être détenus par des investisseurs munis de liquidités abondantes et visant des allocations stratégiques insensibles aux chocs financiers. C'est l'inverse qui s'est passé. Les ABS et les CDO ont été achetés par des structures financières qui ressemblent à des banques de marché : des actifs illiquides financés avec des leviers élevés par des passifs courts. Le problème du risque bancaire, qui a été surmonté historiquement par le triplet de la réglementation, de l'assurance des dépôts et du prêteur en dernier ressort, a été reproduit dans le champ des crédits structurés avec des entités (conduits, SIV, hedge funds) totalement non réglementées. Que la crise immobilière se soit transformée en crise générale de liquidité n'aurait pas dû être une surprise.

Les structures qui ont achetés les produits de la titrisation ne sont pas des absorbeurs de risque, mais des agitateurs du risque. Ce qui les intéresse est d'arbitrer la notation des différentes tranches, mais aussi plus finement les différences de risque au sein d'une même tranche. En période calme de basse volatilité cet arbitrage peut créer quelque efficacité. Mais en période de stress, ces acteurs adhèrent à leurs modèles quantitatifs qui leur enjoignent de vendre ce qui baisse. Ils deviennent les vecteurs de la contagion par leur comportement moutonnier.

C'est bien pourquoi les régulateurs doivent créer les conditions de transparence et de normalisation des processus de titrisation à chaque étape pour que ces produits deviennent suffisamment prévisibles pour être inclus dans les portefeuilles diversifiés d'investisseurs à long terme. Alors et alors seulement la titrisation pourra peut-être ressembler à ce que la doctrine normative prétend qu'elle est.

REFERENCES BIBLIOGRAPHIQUES

Aima, *Guide to sound practices for European Hedge funds managers*, 2007, may.

Bank of New York (2006) : “Institutional demand for hedge funds 2 – A global perspective”.

Banque de France, *Revue de la Stabilité Financière (FSF)*, numéro spécial Hedge funds, 2007, avril.

Bernanke (B.S.) (2006) “*Hedge funds and systemic risk*”, Remarks at the Federal Reserve Bank of Atlanta’s 2006 Financial Markets Conference, Sea Island, Georgia, 16 mai.

Blundell-Wignall Adrian (2007), “An overview of hedge funds and structured products: issues il leverage and risk”, OECD

Boyson Nicole, Stahel Christof and Stulz rené (2006), “Is there hedge fund contagion?”, NBER Working Paper, n° 12090, March

Buiter Willem (2007), “Lessons from the 2007 financial crisis”, CEPR Policy Insight, n°18, December

Cailleteau Pierre (2008), “Archeology of the crisis”, Moody’s Global Financial Risk Perspectives, January

Chan (N.), Getmansky (M.), Haas (S. M.) et Lo (A. W.) (2005) “Systemic risk and hedge funds”, *NBER Working Paper Series*, n° 11200, Mars.

Cole R., Feldberg G. and Lynch D. (2007), « Hedge Funds, credit transfer and financial stability », *Financial Stability Review*, BdF, n°10, April.

Cercle des Economistes, *Hedge Funds, private Equity, marchés financiers: les frères ennemis?*, (2007), sous la direction de Bertrand Jacquillat.

Boyson (N.M.), Stahel (C.W.) et Stulz (R.M.) (2006) “Is there hedge fund contagion?”, *NBER Working Paper*, 12090

Danielsson J. and Zigrand JP (2007), « Regulating Hedge Funds », *Financial Stability Review*, BdF, n°10, April.

Danielsson (J.), Taylor (A.) et Zigrand (J.-P.)(2006) “Highwaymen or heroes: should hedge funds be regulated?”, *Journal of Financial Stability*, 1:4:522– 545, www.riskresearch.org

FSA, Financial Services Authority, 2005a, *Wider-range Retail Investment Products: Consumer protection in a rapidly changing world*, Discussion Paper 05/3.

FSA, Financial Services Authority, 2005b, *Hedge funds: A discussion of risk and regulatory engagement*, Discussion Paper 05/4.

Financial Stability Forum, 2000, “*Report of the Working Group on Highly Leveraged Institutions*”

Fromont Emmanuelle (2006), “L’évaluation du risque et de la performance des hedge funds”, thèse de doctorat, Université de Rennes 1, novembre

HFWG, Hedge Funds Working Group, (2007), Hedge funds standards: consultation paper; October.

IMF, The International Monetary Fund Global Financial Stability report, GFSR, (2007), Financial Market Turbulence, causes consequences et politiques, October.

IOSCO, Policy statement on hedge fund valuation principles, 2007, October

Kambhu John, Schuerman Til, Stiroh Kevin J., 2007, *Hedge fund, financial intermediation and systemic risk*, Federal Reserve Bank of New York, August.

Kanniche Sabrina (2007), “Mesurer le risque des hedge funds”, Groupama-am, mai, ronéo.

Malkiel B. et Saha A. (2005), “hedge Funds: risk and return”, Financial Analysts Journal, vol 61, n°6, CFA Institute.

Mc Kinsey global Institute Report, (2007), “*The new power brokers: how oil, Asia, hedge funds, and Private equity are shaping Global capital markets?*”, October.

OECD, (2007), An overview of hedge funds and structured products : issues in leverage and risk, Adrian Blundell-wignall, April.

Merrin Roger and Fahey Eileen (2007), “hedge Funds: the credit market ‘s new paradigm”, Fitch Ratings special report, June 5.

Rasmussen N. and Van den Burg I. (2007), « *Capital Funds: a Critical Analysis* », PSE Report of the European Parliament, April.

Scialom L., 2005, « *Pour une approche holiste du filet de sécurité financière dans l’Union européenne : quelques arguments* », Working paper Paris X Nanterre.

U.S. Securities and Exchange Commission, Report of the Staff of the SEC, (2003), Implications of the Growth of Hedge Funds, September.

U.S. Securities and Exchange Commission (2006), Performance and Accountability Report.

US President’s Working Group (2007), “*Hedge Funds and Systemic Risk: Perspectives of The President’s Working Group on Financial Markets*”, July, 2007

US President’s Working Group (2007) “*Agreement among PWG and US Agency principals on principles and guidelines regarding private pools of capital*” February.

US President’s Working Group on Financial Markets (1999) “*Hedge funds, leverage, and the lessons of Long-Term Capital Management*”, April.