

Les fonds spéculatifs

Définition

Les fonds spéculatifs, *hedge funds* en anglais, sont des fonds d'investissement d'un type particulier. Il n'existe pas de définition légale, précise et formelle du terme. Littéralement, cela signifie en français « fonds de couverture », car se livrant à des placements de protection contre les fluctuations des marchés. En réalité, ils utilisent massivement les techniques permettant de spéculer sur l'évolution des marchés, à la baisse comme à la hausse (utilisation massive de produits dérivés¹, de la vente à découvert² et de l'effet de levier³). Ils sont peu transparents et souvent implantés dans les paradis fiscaux⁴.

L'investissement minimal est relativement élevé : de quelques dizaines de milliers de dollars parfois, à plusieurs centaines de milliers plus souvent, suivant les fonds. De plus, n'étant par essence pas aussi régulés que les fonds de placement classiques, ils ne peuvent être distribués au grand public et sont réservés à la catégorie des investisseurs institutionnels ou aux grandes fortunes.

Au cours des dix dernières années, les fonds spéculatifs ont enregistré une croissance rapide. On estime qu'aujourd'hui près de 10.000 fonds sont opérationnels dans le monde et qu'ils gèrent 1426 milliards de dollars d'actifs, soit plus de 700 % de plus qu'en 1995 !

Pourquoi sont-ils dangereux ?

Plusieurs facteurs concourent à rendre ces fonds particulièrement dangereux. Le premier facteur est leur stratégie en tant qu'actionnaires, c'est-à-dire de propriétaires, d'entreprises. Toutes les entreprises ont besoin d'une stratégie, matérialisée par un plan. Cette stratégie entrepreneuriale se fonde traditionnellement sur une forte volonté de proactivité, de prise de risques et d'innovation. Bref, l'entreprise se projette dans le futur et consent les investissements nécessaires pour atteindre cette vision qu'elle a d'elle-même dans le futur. À l'inverse, les fonds spéculatifs n'ont pas de stratégie entrepreneuriale mais uniquement une stratégie fondée sur de forts objectifs de rentabilité, souvent à court terme. Cette stratégie des fonds spéculatifs a deux conséquences.

D'abord, leur prise de position quand ils sont actionnaires. Ils tendent à chercher une rentabilité immédiate et rapide au détriment d'investissement à long terme plus coûteux. Leur influence sur la stratégie de certaines entreprises peut donc avoir des conséquences négatives pour toutes les parties prenantes de celle-ci car elle privilégie trop souvent une approche court-termiste de la stratégie de l'entreprise cible. Un exemple concret consiste dans les opérations d'acquisitions par emprunt (ou LBO pour "leveraged buy-outs") : une société est achetée avec de l'argent emprunté qui doit être

1 Voir Bernard Bayot, Les produits dérivés, Réseau Financement Alternatif, février 2011.

2 La vente à découvert consiste à vendre à terme un titre que l'on ne détient pas le jour où cette vente est négociée mais qu'on se met en mesure de détenir le jour où sa livraison est prévue. Si la valeur du titre baisse après la vente à découvert, le vendeur peut racheter les titres au comptant et dégager une plus-value. Si, à l'inverse, elle monte, le vendeur s'expose à un risque de perte illimitée, tandis qu'un acheteur ne peut pas perdre plus que sa mise de fonds.

3 Cette stratégie d'investissement consiste à mobiliser, à côté de son propre argent, des sommes empruntées aux banques pour se lancer dans des opérations spéculatives. Autrement dit, l'effet de levier permet aux hedge funds de démultiplier les gains potentiels de leurs placements. Cependant, lorsque leurs paris spéculatifs tournent mal, ils peuvent mettre en difficulté les banques qui leur ont prêté de l'argent.

4 Voir Bernard Bayot, Les paradis fiscaux, Réseau Financement Alternatif, février 2011.

remboursé rapidement ; pour ce faire, le fonds met une pression financière de très court terme sur l'entreprise qui est obligée de réduire ses charges (licenciement d'employés, arrêt des investissements productifs de long terme) et de vendre ses actifs. Ainsi, une société autrefois saine et dégagant des bénéfices se trouve-t-elle dépecée.

Ensuite, un hedge fund pourra vendre rapidement une part importante du capital d'une entreprise qu'elle détient si cette dernière ne convient plus à la stratégie du fond. Sous l'effet de la loi de l'offre et de la demande, la valeur de l'action de cette entreprise s'effondrera alors. Ce qui ne sera qu'une petite perte pour le fond se transformera en catastrophe pour l'entreprise.

Le deuxième facteur qui rend ces fonds particulièrement dangereux est le risque systémique c'est-à-dire le risque de déstabilisation généralisée des marchés financiers résultant de la défaillance d'un fonds spéculatif de grande taille ou de la défaillance en chaîne de fonds spéculatifs d'importance plus moyenne. Leur puissance financière est telle que la chute de l'un d'entre eux peut provoquer une forte baisse des marchés financiers et par extension de l'économie. Et de fait, on peut marquer le début de la crise entre mai et juillet 2007 avec la faillite de plusieurs *hedge funds* spécialistes des dérivés de crédit : UBS Dillon Reed Capital Management, Bear Stearns High-Grade Structured Credit Fund et Bear Stearns High-Grade Structured Credit Enhanced Leveraged Fund. Durant le second semestre 2007 et au début 2008, d'autres fonds – pour la plupart investis dans des ABS (Asset-backed securities) *subprimes* – ont connu des difficultés les conduisant à suspendre les remboursements aux investisseurs ou à faire faillite. On peut en donner la liste sans doute non exhaustive : Bear Stearns ABS, Caliber, Galena Street, Solent, Basis Capital, Cheyne, Synapse, Thornburg, CSO Partners et Falcons Partners (deux *hedge funds* de Citigroup), et Peloton.⁵

Régulation

L'amélioration de leur régulation a été débattue au G 20 de Londres en avril 2009. Une réforme de leur encadrement a fait déjà l'objet d'importantes controverses au niveau européen. Finalement, le 11 novembre 2010, le Parlement européen a approuvé, à une très grande majorité, la Directive sur les gestionnaires de fonds d'investissements alternatifs appelée aussi directive AIFM (Alternative Investment Fund Managers).⁶ La dernière étape est maintenant l'approbation formelle par le Conseil qui devrait avoir lieu dans les semaines qui viennent. La Directive devrait entrer en vigueur début 2011 avant d'être transposée et appliquée par les États membres en 2013. Que dit-elle ?

Elle met en place des règles nouvelles et robustes qui vont permettre de renforcer:

- la transparence,
- la conservation des titres : encadrement de la fonction de dépositaire qui réalise pour ses clients tout ce qui ne fait pas directement référence à la décision d'investissement : la conservation des actifs du fonds, le contrôle de la régularité des décisions du fonds par rapport aux règles d'investissement qu'il a définies, le contrôle de l'application des règles de valorisation des actifs, etc.⁷
- la gestion des risques ;
- et l'effet de levier (c'est-à-dire le niveau de prise de risques au regard des fonds disponibles).

Elle donne des pouvoirs substantiels aux régulateurs :

- les régulateurs devront agréer les gérants de fonds,

5 André Cartapanis et Jérôme Teïletche, *Les hedge funds et la crise financière internationale*, [http://www.ffsa.fr/webffsa/risques.nsf/b724c3eb326a8defc12572290050915b/7008e3e2956f915dc125748e0047903c/\\$FILE/Risques_73-74_0026.htm](http://www.ffsa.fr/webffsa/risques.nsf/b724c3eb326a8defc12572290050915b/7008e3e2956f915dc125748e0047903c/$FILE/Risques_73-74_0026.htm).

6 <http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?pubRef=-//EP//TEXT+TA+P7-TA-2010-0393+0+DOC+XML+V0//FR&language=FR>.

7 Gérard Marie Henry, *Les hedge funds*, Groupe Eyrolles, 2008, ISBN : 978-2-212-54005-5.

- ils disposeront des informations nécessaires pour contrôler les prises de risques (niveau de l'effet de levier, gestion de risques)
- et ces informations pourront être partagées avec le Conseil des Risques Systémiques.⁸

Ensuite, pour qu'un fonds spéculatif puisse être commercialisé dans l'Union européenne, l'accord prévoit un passeport pour les fonds et les gestionnaires des pays tiers. C'était la proposition initiale de la Commission. Ce sera un passeport qui se mérite, fondé sur des bases solides et apportant toutes les garanties en termes de gestion de risques. C'est aussi une façon de renforcer le marché intérieur.

Critiques

Plusieurs critiques de la directive sont formulées.⁹

La première est que la directive ne constitue pas un pas en avant dans la création d'un espace financier européen. Au contraire, elle étend le niveau national d'accréditation de ces fonds, en permettant aux organismes domiciliés dans un État membre d'avoir, sans autorisation de chaque autorité nationale, accès à l'ensemble des territoires nationaux composant l'UE. Ceci est rendu possible par l'effet du « passeport européen » permettant la commercialisation des fonds dans toute l'Union européenne, sans devoir obtenir une autorisation dans chaque pays.

Or, comme toute place financière située dans un État membre, la *City* de Londres, où sont domiciliés 70 % à 80% des *hedge funds*, sera seulement dépendante de la structure de contrôle britannique. Ainsi, au lieu de former un cadre régulateur européen, la directive favorise une concurrence par le bas entre les États membres. Rien n'empêchera les gestionnaires de choisir leur pays d'enregistrement en fonction du degré de complaisance des autorités nationales à leur égard.

Une deuxième critique porte sur le niveau de contrôle, en particulier en ce qui concerne le levier d'endettement. Certes, les gestionnaires de fonds ont maintenant l'obligation de définir un levier d'endettement maximum. Cette information est transmise au régulateur national du pays européen où le gestionnaire est inscrit. Mais, rien, dans la directive, n'oblige celui-ci à réagir lorsque le levier est trop important. Et l'autorité de régulation européenne des marchés financiers, n'aura pas non plus le pouvoir de contraindre le régulateur national à le faire.

Une autre critique de cette directive est qu'elle ouvre le marché européen aux fonds localisés dans les paradis fiscaux. Contrairement aux Organisme de Placement Collectif en Valeurs Mobilières (OPCVM)¹⁰, qui doivent nécessairement être localisés dans l'Union européenne, les fonds spéculatifs pourront continuer à être localisés en dehors de l'Union et, deux ans après l'entrée en application de la directive, bénéficier d'un passeport leur permettant d'être commercialisés dans toute l'Europe. Ces fonds bénéficieront donc du label européen sans garantie réelle pour leurs investisseurs et surtout sans réelle capacité pour le nouveau superviseur européen de contrôler si ces fonds *offshore* respectent vraiment les règles de la directive.

Certes une disposition de la directive conditionne l'accès des fonds spéculatifs aux marchés européens à la signature d'un accord de coopération fiscale et d'un échange effectif d'informations entre le pays où le fonds est domicilié et celui où il est commercialisé. Ainsi, les fonds spéculatifs, situés dans des pays qui n'assurent pas un échange effectif d'informations, notamment fiscales, ne pourront plus être commercialisés dans l'Union européenne. La question est d'importance quand on

8 Le Comité européen des risques systémiques (CERS) est officiellement rentré en action en décembre 2010. Cet organisme indépendant, quoique placé dans l'orbite de la Banque Centrale Européenne (BCE), est chargé de veiller à la stabilité financière dans les pays de l'Union européenne.

9 Jean-Claude Paye, Une régulation européenne au service de la City ?, *Le Monde*, 22 novembre 2010 ; Pascal Canfin, Directive fonds spéculatifs et paradis fiscaux : un progrès ?, 15 décembre 2010, <http://alternatives-economiques.fr/blogs/canfin/2010/12/15/directive-fonds-speculatifs-et-paradis-fiscaux-un-progres/>.

10 Il s'agit d'une entité qui gère un portefeuille dont les fonds investis sont placés en valeurs mobilières, comme une SICAV ou un fonds commun de placement.

sait que 80 % des fonds spéculatifs sont situés dans ces centres *offshore*.

Cependant, suite aux pressions de Londres, le texte final limite le champ de la directive à la commercialisation dite « active ». Cela signifie concrètement que rien n'empêchera un investisseur européen, une banque, une compagnie d'assurance, un organisme de placement collectif, d'acheter des parts de fonds, situés hors de l'Union européenne, qui n'auraient pas obtenu le passeport européen pour non-respect des critères de la directive. Cette disposition donne ainsi accès au territoire européen aux capitaux placés dans les paradis fiscaux en relation avec la *City*, tels les territoires anglo-normands et les îles Caïmans ou par exemple, ceux gérés directement par les États-Unis, tel le Delaware.

Conclusions

Les fonds spéculatifs sont dangereux pour les entreprises en raison de leur stratégie court-termiste, ils le sont pour l'économie en général en raison des risques déraisonnables qu'ils prennent et ils le sont, au travers des paradis fiscaux où 80 % d'entre eux sont implantés, pour la souveraineté des États auxquels ils soustraient des recettes fiscales mais aussi pour la justice dans la mesure où ils constituent des instruments de blanchiment à l'argent mafieux et favorisent la corruption.

Cela fait quand même beaucoup de griefs pour que l'on s'occupe un peu d'eux !

Certes le sujet est compliqué et n'est guère amusant. Et il a fait l'objet de débats âpres au sein des institutions européennes avant que la directive ne soit adoptée. Mais un débat entre spécialistes et lobbyistes du secteur financiers... Pourtant il concerne suffisamment d'enjeux qui touchent aux citoyens pour que la société civile fasse entendre sa voix et monte au créneau pour une régulation mieux adaptée au service de l'intérêt général.

Comme dans bien d'autres débats qui concernent le secteur financier, on en vient à la même conclusion : l'urgence de décoder les enjeux, de faire preuve de pédagogie, d'ouvrir des débats sérieux sur des enjeux qui nous concernent tous !

Bernard Bayot,

Février 2011



CULTURE
ÉDUCATION PERMANENTE

Le Réseau Financement Alternatif est reconnu par la Communauté française pour son travail d'éducation permanente.

Réseau Financement
Alternatif
Ensemble, changeons la finance

Depuis 1987, des associations, des citoyens et des acteurs sociaux se rassemblent au sein du Réseau Financement Alternatif pour développer et promouvoir la finance éthique et solidaire.