

# LES DÉFIS DE LA RÉGULATION DES *HEDGE FUNDS*

GÉRARD RAMEIX \*

L'industrie des *hedge funds*<sup>1</sup> a connu, au cours des dernières années, un essor considérable. Les encours des quelques 8 500 *hedge funds* existants auraient ainsi atteint les 1 800 milliards de dollars fin 2007. Cet essor s'explique en partie par les performances dites absolues ou décorrélées des marchés de taux ou d'actions recherchées par ces véhicules à une période où l'épargne investie dans des actifs plus traditionnels générait des rendements plus modestes et surtout relativement plus volatils.

239

Le succès des *hedge funds* est lié à une absence de contraintes réglementaires qui permet aux investisseurs d'avoir accès aux derniers développements de la technologie financière ainsi qu'à des stratégies très diverses (par exemple, *long/short*, arbitrage de convertibles, *distressed securities*, *event driven*, « global macro »). Certains *hedge funds* se sont même rapprochés des stratégies développées jusqu'à récemment par les fonds de *private equity*, constituant des portefeuilles de participations dans des entreprises, avec pour objectif d'en financer le développement ou d'en permettre la transmission.

Définir le cadre optimal de régulation de ces activités constitue un défi particulièrement complexe et un enjeu international majeur, dans un contexte où leur distribution s'élargit progressivement pour toucher des investisseurs non qualifiés<sup>2</sup>. En effet, les investisseurs individuels peuvent aujourd'hui être exposés au marché des *hedge funds*,

---

\* Secrétaire général de l'Autorité des marchés financiers.

soit directement par le biais de véhicules et de régimes juridiques divers (par exemple, certificats et produits structurés, fonds fermés cotés, fonds de fonds alternatifs), soit indirectement, parce qu'une partie de leurs avoirs est investie dans de tels véhicules par des professionnels agissant pour leur compte (fonds de pension par exemple).

### *DES SUCCÈS INDÉNIABLES CONTREBALANCÉS PAR DES RISQUES IMPORTANTS*

Il est moins question pour le régulateur de porter un jugement d'opportunité face au développement de la gestion alternative, que d'évaluer le bilan coûts-avantages pour les différents opérateurs. Il convient en effet de rappeler que les *hedge funds* ont contribué positivement au fonctionnement des marchés, depuis l'éclatement de la bulle technologique en 2001, en assurant notamment :

- un apport non négligeable de liquidités dans des secteurs délaissés par les investisseurs plus traditionnels ou habituellement peu liquides ;
- des performances partiellement décorrélées de celles des principales Bourses ;
- une activité actionnariale qui, tout en étant parfois contestée par les sociétés qui en font l'objet, peut contribuer, dans certains cas, à renforcer l'efficacité de leur gestion au bénéfice des autres actionnaires.

En contrepartie, le développement rapide des *hedge funds* a fait naître une série de risques non négligeables :

- **un risque systémique accru**, c'est-à-dire le risque de déstabilisation généralisée des marchés financiers résultant de la défaillance d'un *hedge fund* de grande taille ou de la défaillance en chaîne de *hedge funds* d'importance plus moyenne. Le fait que ces acteurs recourent massivement à l'endettement pour obtenir les effets de levier nécessaires à leur performance rend les établissements prêteurs (les *prime brokers*) particulièrement vulnérables en cas de crise. La capacité des *hedge funds* à arbitrer en parallèle différents segments de marché contribue en outre à faire naître, en cas de brusques appels de marge ou de ventes forcées de collatéral, des mécanismes de contagion entre catégories d'actifs, révélant subitement des phénomènes de corrélation très puissants et mal anticipés<sup>3</sup> ;

- **des sources potentielles d'abus de marché**, c'est-à-dire de manipulations de cours ou de délits d'initiés. La recherche de rendements élevés et le recours aux commissions de surperformance des gérants de *hedge funds* peuvent inciter certains à tester les frontières réglementaires. En particulier, les négociations longues et délicates suscitées par les transactions d'acquisition d'entreprises, entre conseils, investisseurs et établissements financeurs, peuvent accroître les risques de transmission

et d'utilisation à des fins personnelles d'informations privilégiées, comme les statistiques de mouvements de marché pré-OPA relevées par la FSA britannique sur le marché londonien tendent à l'indiquer ; l'AMF a ainsi prononcé des amendes conséquentes contre des gérants de fonds internationaux ayant cédé massivement des titres d'une société juste avant l'émission d'ORA dont ils connaissaient les conditions précises de mise sur le marché ;

- **des dévoiements de l'activisme actionnarial.** C'est ici la transparence, voire la légitimité de certaines techniques de vote utilisées par ce type d'acteurs en assemblée générale pour infléchir les décisions prises dans les sociétés investies qui est en cause, qu'il s'agisse de l'emprunt de titres ou des multiples structures de portage de position sur titres. Ces méthodes sont d'autant plus décriées qu'il est souvent reproché aux *hedge funds* de privilégier une approche « court-termiste » de la stratégie de l'entreprise cible ;

- **une insuffisante maîtrise des risques opérationnels et du contrôle interne,** essentiellement le risque de mauvaise valorisation d'actifs illiquides et complexes qui sont détenus en plus ou moins grande quantité par les *hedge funds*. Quand la performance est mauvaise, il est d'autant plus tentant de retenir des valorisations imprudentes des positions détenues que les perspectives de bonus des gérants sont assises sur les performances affichées ;

- **des cas éventuels de *misselling*** ou de distribution inadaptée de produits alternatifs à une clientèle de détail insuffisamment avertie pour en saisir le profil de risque souvent atypique. La compétition entre places pour accueillir la cotation de certains *hedge funds*, ouvrant ainsi leur négociabilité en Bourse en Europe, ne doit pas se faire, en particulier, au détriment des règles de bonne information, régulière et pertinente, de nature à en garantir la valorisation correcte pour les investisseurs sur le marché.

### *UN CADRE DE RÉGULATION QUI DEMEURE PARCELLAIRE*

Contrairement à un préjugé répandu, les *hedge funds* ne prospèrent pas tous du fait d'une absence totale de transparence ou de régulation. Bien qu'ils bénéficient d'une grande liberté dans leurs stratégies d'investissement, ils sont, pour beaucoup, déjà soumis, de manière plus ou moins directe, à un ensemble de règles et de contrôles. Ainsi, en Europe, l'absence de régulation des fonds, généralement enregistrés *offshore* pour des raisons réglementaires ou fiscales, ne signifie pas que le gestionnaire lui-même n'est pas enregistré ou ne fait pas l'objet d'une surveillance : c'est le cas au Royaume-Uni et en France. Les règles en matière d'abus de marché leur sont, en effet, applicables et tout

gérant de *hedge fund* serait comptable d'un manquement avéré sur les marchés réglementés européens, comme plusieurs procédures récentes devant la Commission des sanctions de l'AMF l'ont démontré. Ces acteurs sont en outre soumis au contrôle indirect des autorités de supervision bancaire au travers des *prime brokers*, dont l'activité de prêt aux *hedge funds* peut faire l'objet d'un audit par le régulateur prudentiel. Le contrôle de la commercialisation est, enfin, du ressort des États. En France, l'exposition du public aux *hedge funds*, si elle est possible, reste limitée. Seuls les fonds *onshore* enregistrés auprès de l'AMF peuvent être commercialisés activement, et auprès de certains publics bien déterminés, définis notamment par un ticket minimal d'entrée.

Cela étant, la question de l'adéquation des règles d'encadrement actuellement en vigueur est clairement posée. Ses termes sont loin d'être clos : quelles règles de transparence supplémentaires doivent être imposées aux *hedge funds*, en particulier lorsque leurs titres sont cotés ou accessibles aux investisseurs individuels ? Comment mettre en œuvre de manière opérationnelle des enquêtes en cas de soupçon d'infraction boursière sur des activités par nature dispersées à l'échelle du globe ? Les régulateurs prudentiels et de marché ont-ils à tout moment à leur disposition les canaux d'information nécessaires à la correcte maîtrise des risques, de leur dispersion dans le marché et des phénomènes de corrélation sous-jacents aux stratégies multi-capacitaires des plus gros intervenants ? Quelles garanties supplémentaires seraient-elles nécessaires pour que l'industrie de la gestion alternative continue à se développer, y compris en direction d'un public d'épargnants plus large, dans des conditions de sécurité adéquates ?

242

### LE NÉCESSAIRE DÉBAT AU PLAN INTERNATIONAL

L'activité globale des *hedge funds* impose d'évidence une coordination internationale, seule à même de définir des règles appropriées garantissant une maîtrise efficace des risques au niveau mondial. L'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV) et le Forum de la stabilité financière (FSF) en sont les enceintes privilégiées. Après un premier état des lieux des pratiques de régulation en novembre 2006, la gestion alternative est clairement devenue une des priorités de l'OICV, sous l'impulsion en particulier de l'AMF. Plusieurs travaux ont été menés et ont conduit, en particulier, à la publication par l'OICV<sup>4</sup> en novembre 2007 de 9 standards ayant pour objectif d'assurer une valorisation adaptée et correcte des portefeuilles des *hedge funds*. Des travaux sont également en cours, notamment pour ce qui concerne les *funds of hedge funds*.

Au niveau européen, le sujet des *hedge funds* constitue également un enjeu important comme en témoignent les réflexions récemment menées par la Commission européenne et le Comité européen des régulateurs des marchés de valeurs mobilières (CESR). L'AMF a souligné que le concept de notation des *hedge funds* proposé par certains en Europe méritait considération mais devait également être précisé pour être mis en œuvre de façon crédible (notation du fonds ou du gérant ?) et complété par des règles de transparence pertinentes pour les *hedge funds* cotés. Un impact réel sur le marché passerait notamment par une forme de lien prudentiel entre les conditions de crédit consenties par les *prime brokers* et les notations observées. L'AMF a aussi émis l'idée d'un meilleur accès des régulateurs aux flux de données de marché sur les dérivés de gré à gré, en particulier sur les marchés du crédit dont les *hedge funds* sont devenus des acteurs incontournables. Ces instruments sont, en effet, ceux qui permettent d'amplifier et de déplacer le risque dans des conditions qui ne sont pas aujourd'hui transparentes pour les opérateurs ou les autorités concernés. Au cours des douze derniers mois, la Réserve fédérale américaine a mis en place un tel outil de surveillance outre-Atlantique, dont le parallèle européen reste à créer.

Enfin, le rapport Mansion, fait à la demande du collège de l'AMF, propose des pistes pour une réforme en France des conditions de participation aux assemblées générales des sociétés cotées en cas de prêt-emprunt de titres, dans le but d'assainir les pratiques d'intervention de certains acteurs dans la gouvernance des entreprises, parmi lesquels les *hedge funds*.

243

Ouverte au débat avec à la fois l'industrie et ses homologues régulateurs, l'AMF est l'un des principaux moteurs des travaux sur la régulation des *hedge funds* au niveau global et européen. Ses principaux efforts visent à :

- réaliser des standards professionnels de qualité sur l'ensemble des questions liées à la valorisation des actifs sous-jacents, à la notation, à la cotation et à la gestion des risques supportés par les *hedge funds* ;
- œuvrer pour une transparence accrue des transactions de gré à gré, de façon à assurer une meilleure connaissance par les régulateurs européens des flux et des positions détenues par les plus gros intervenants, notamment sur les marchés du crédit et des produits structurés ;
- assurer, enfin, la sécurité et la compétitivité de la réglementation nationale des fonds alternatifs, de façon à garantir le développement de cette industrie dans un cadre efficace pour les opérateurs et sûr

pour les investisseurs. L'expérience lancée en France en 2003 de créer un régime *onshore* a ainsi permis de proposer une diffusion contrôlée de la gestion alternative dans le public. En contrepartie du respect de certaines normes, par exemple d'une limitation de l'effet de levier, les *hedge funds* reçoivent un « label » qui leur permet d'élargir leur base de clientèle, et les régulateurs reprennent un contrôle plus direct sur les investissements et les risques<sup>5</sup>. En coordination avec les services de la DGTPE, l'AMF a récemment modernisé ce dispositif par l'adoption de la plupart des propositions du rapport d'un groupe de Place présidé par M. Philippe Adhémar, membre de son collègue.

## NOTES

244

1. Il n'existe pas de définition légale et formelle de la notion de *hedge funds*. Il est, en général, convenu sur la scène internationale que leur définition peut s'appuyer sur tout ou partie des critères suivants : une absence de contraintes de diversification et de négociabilité des actifs dans lesquels le fonds peut investir, une utilisation potentiellement illimitée des produits dérivés et /ou des techniques de ventes à découvert, le recours à l'effet de levier grâce aux financements fournis par les *prime brokers*, une rémunération des gérants par des commissions significatives dites de « surperformance », et la mise en place de conditions particulières pour les rachats de parts par les investisseurs (par exemple, *lock-up periods*). Au demeurant, la frontière entre la gestion traditionnelle et la gestion alternative tend à s'estomper à mesure que les techniques de la seconde se diffusent dans la première.

2. Voir en particulier le rapport de l'OICV publié en novembre 2006 et intitulé « The Regulatory Environment for Hedge Funds: a Survey and Comparison ».

3. Cf la Revue de la stabilité financière, mai 2007.

4. « Principles for the Valuation of Hedge Funds Portfolios » - Final report of the IOSCO Technical Committee, November 2007 (<http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD253.pdf>)

5. Les fonds ARIA français sont un bon exemple de la réussite de ce pari. Au 31 décembre 2007, l'AMF dénombrait 274 ARIA, représentant un encours total de plus de 35 Md€.