

« MIGRATION DES *HEDGE FUNDS* DE LA CITY VERS LA SUISSE ? »

Travail de Bachelor réalisé en vue de l'obtention du Bachelor HES

Par :

Basile Romain MUDRY

Conseiller au travail de Bachelor :

Philippe AMSLER, Professeur à la HEG, Avocat

Genève, vendredi 4 juin 2010

Haute École de Gestion de Genève (HEG-GE)

Étudiant en économie d'entreprise, en emploi

Déclaration

Ce travail de Bachelor est réalisé dans le cadre de l'examen final de la Haute école de gestion de Genève, en vue de l'obtention du titre d'économiste d'entreprise. L'étudiant accepte, le cas échéant, la close de confidentialité. L'utilisation des conclusions et recommandations formulées dans le travail de Bachelor, sans préjuger de leur valeur, n'engage ni la responsabilité de l'auteur, ni celle du conseiller au travail de Bachelor, du juré et de la HEG.

« J'atteste avoir réalisé seul le présent travail, sans avoir utilisé des sources autres que celles citées dans la bibliographie. »

Fait à Genève, le 4 juin 2010

Basile Romain Mudry

Remerciements

Nous tenons à remercier chaleureusement :

Maître Philippe Amsler, avocat et professeur à la HEG, pour son soutien, la qualité de son expertise et sa disponibilité.

Monsieur Eric Syz, actionnaire fondateur de la banque Syz & Co et membre du Comité de Direction (directeur général), pour m'avoir accordé un entretien et fait part de son opinion sur la migration des Hedge funds.

Monsieur Edouard Cuendet secrétaire du Groupement des banquiers privés genevois et conseiller juridique de l'Association des banquiers privés suisses, pour m'avoir conseillé dans mes recherches.

Mademoiselle Isabelle Coral et Madame Nicole Mudry, pour leur aide et leur appui.

Sommaire

La migration des Hedge funds de la place financière Londonienne vers la place financière Suisse fait régulièrement la une de la presse. Certains annoncent un tsunami sans précédent, d'autre remettent en doute cette migration. Au regard des controverses actuelles, il nous a semblé intéressant d'examiner cette question en détails.

Nous nous efforcerons de donner une définition - la plus fidèle possible - de l'organisation et du fonctionnement de ces fonds « spéculatifs ».

Nous nous attarderons également sur les risques sous-jacents à ces fonds de placements. Nous ferons l'analyse des pressions fiscales, légales et politiques qui s'exercent au niveau européen sur les Hedge funds et leurs stratégies.

Ce mémoire a pour principale vocation de donner une image aussi fidèle que possible de l'industrie des Hedge funds et des pressions s'exerçant à son encontre. Nous avons volontairement simplifié certains principes afin de rendre la lecture de ce travail accessible au plus grand nombre.

Enfin, nous exprimerons notre point de vue concernant la migration, point de vue qui se basera d'une part sur les lectures entreprises, les conférences suivies et les entretiens menés dans le cadre de la réalisation de ce travail et, d'autre part, sur l'expérience professionnelle acquise lors des cinq dernières années en tant que « Middle officer Hedge Funds ».

Ce travail, au cœur de l'actualité et des débats politiques européens, marque l'aboutissement d'une formation de quatre années en gestion d'entreprise.

Table des matières

Déclaration	i
Remerciements	ii
Sommaire	iii
Table des matières.....	iv
Liste des Tableaux	vi
Liste des Figures	vi
1. Introduction	1
1.1. Définition des Hedge funds	2
1.1.1. Absence de définition juridique	2
1.1.2. Une politique d'investissement flexible	2
1.1.3. Une gestion active	4
1.1.4. Une structure légale	5
1.1.5. Une liquidité limitée	5
1.1.6. Une structure de frais.....	6
1.1.7. Une faible transparence	6
1.1.8. Une taille modeste	7
1.1.9. Une définition générale.....	8
2. La structure d'un Hedge fund.....	10
2.1. Structure opérationnelle	10
2.1.1. Le promoteur et les investisseurs	11
2.1.2. Le gérant / La société de gestion.....	12
2.1.3. Le ou les conseiller(s) en investissement	12
2.1.4. Le Conseil d'administration (board of directors)	12
2.1.5. Les courtiers (brokers).....	13
2.1.6. L'administrateur (administrator).....	14
2.1.7. Les auditeurs	14
2.1.8. Les conseillers juridiques (legal advisor)	15

2.1.9.	Agent de conservation, dépositaire (custodian)	15
2.1.10.	Le(s) distributeur(s).....	16
3.	La domiciliation des Hedge funds	17
3.1.	La réglementation aux États-Unis.....	18
3.2.	La réglementation en Europe	19
3.3.	Les juridictions offshores.....	21
4.	Les risques liés aux Hedge funds	24
4.1.	Le risque systémique et les risques non systémiques	24
4.2.	Les risques spécifiques au Hedge funds	25
4.2.1.	Le risque gérant.....	25
4.2.2.	Le risque de valorisation des positions	26
4.2.3.	Le risque gouvernemental et de régulation	26
4.2.4.	Le risque de fraude.....	27
4.2.5.	Le risque d'investissement	27
5.	La structure de rémunération (les commissions)	28
6.	L'univers fiscal et juridique.....	30
6.1.	Nouveaux régime fiscal pour les gestionnaires de Hedge funds à Londres	30
	Source: HFR	31
6.2.	Le régime fiscal des Hedge fund managers en Suisse	32
6.3.	Une nouvelle directive européenne	34
7.	Synthèse	38
8.	Conclusion	43
8.1.	Principe	43
8.2.	Amplitude de la migration	44
	Bibliographie	47
	Annexes	51

Liste des Tableaux

Tableau 1 : Répartition de l'industrie des Hedge funds par stratégie d'investissement	p. 3
Tableau 2 : Répartition par taille	p. 7
Tableau 3 : Capitalisation	p. 8

Liste des Figures

Figure 1: Structure type d'un Hedge fund	p. 10
Figure 2: Services proposés par l'administrateur	p. 14
Figure 3: Fonds miroirs (clone funds)	p. 21
Figure 4: Master/Feeder	p. 22
Figure 5: High Water Mark	p. 29
Figure 6: Industrie des Hedge funds	p. 31
Figure 7: Structure des fonds étrangers	p. 33
Figure 8 : Localisation des Hedge funds anglais à Genève	p. 43

1. INTRODUCTION

Les Hedge funds sont aujourd'hui accusés de tous les maux et considérés comme les enfants terribles de la finance. Durant la crise que nous venons de traverser, les Hedge funds ont été, au même titre que les paradis fiscaux, pointés du doigt. La presse¹ et les réunions internationales (comme le G8 ou le G20 par exemple²) débattent de plus en plus souvent de leur régulation, de leur contrôle ou du risque systémique qu'ils représentent.

Les Hedge funds font peur. Le grand public a du mal à se représenter ces produits difficiles à définir, dont les techniques d'investissement restent pour lui très opaques. Nous ne souhaitons pas ici faire l'étude de leur régulation (même si le sujet reste passionnant et d'actualité). Nous essaierons de simplement comprendre les principaux enjeux qui peuvent laisser penser qu'un déplacement des Hedge funds de la place financière londonienne à la place financière suisse est envisageable.

Dans un premier temps nous définirons ce qu'est un Hedge fund en termes de stratégie d'investissement et d'un point de vue juridique.

Nous ferons l'étude des principaux risques liés aux Hedge funds, à savoir, le risque systémique et les risques non systémiques.

Nous observerons les différents groupes de pression qui se sont déchaînés contre les Hedge funds en cette période de crise, les changements qu'ont opérés les autorités financières britanniques (« Financial Services Authority ») ainsi que le projet de directive européenne sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs (directive « AIFM »). Pour ce faire, nous exposerons également la structure de rémunération des *Hedge funds Managers* pour mieux comprendre l'enjeu de ces changements.

En conclusion nous nous attarderons sur les capacités de la Suisse à pouvoir accueillir de tels fonds d'un point de vue juridique, politique et technique.

¹ Voir par exemples GENIER YVES « Les régulateurs veulent encadrer les enfants terribles de la finance » article paru de « Le Temps » du 12 octobre 2009.

² Voir par exemple COMUNIQUÉ MEETING OF G20 FINANCE MINISTERS AND CENTRAL BANK GOVERNORS, UNITED KINGDOM, du 14 mars 2009, disponible sur www.g20.org/Documents/2009.

1.1. Définition des Hedge funds

1.1.1. Absence de définition juridique

Que signifie le terme de Hedge funds? Au moment où l'Union Européenne parle de durcir sa réglementation les concernant, quel est au juste leur définition juridique ?

Il est important de préciser qu'il n'existe pas de définition universelle, reconnue et communément admise des Hedge funds. Ce point avait été relevé par la CFB (actuelle FINMA) dans son rapport de septembre 2007³. En 2006, l'Organisation Internationale des Commissions de Valeurs avait déjà effectué une enquête à ce sujet. Parmi les 20 pays qui y ont répondu, aucun n'avait donné aux *Hedge funds* une définition légale⁴.

Il est singulier de constater qu'en plein débat sur la volonté de certains pays de légiférer sur les activités des Hedge funds, il n'existe toujours pas de définition légale de ceux-ci. Malgré cela, dans notre travail, nous tenterons de leur donner une définition non spécifiquement juridique, mais pratique.

1.1.2. Une politique d'investissement flexible

Premièrement, les Hedge funds possèdent des styles de gestion qui leur sont propres. Ces stratégies peuvent prendre plusieurs formes dont voici les plus connues :

³ Hedge funds, Marktentwicklung, Risiken und Regulierung. Positionspaper der Eidgenössischen Bankkommission, rapport CFB de septembre 2007 et pour un bref résumé des points principaux en français AESCHLIMANN, actualité CDBF, La CFB publie son rapport, 18 septembre 2007.

⁴ LUBOCHINSKY, p.58.

Tableau 1

Répartition de l'industrie des Hedge funds par stratégie d'investissement

Event driven	26%
Long/short equity	22%
Global macro	18%
Multi-strategy	14%
Emerging markets	8%
Managed futures	4%
Fixed income arbitrage	3%
Equity market neutral	2%
Convertible arbitrage	2%
Dedicated short bias	1%

Source : CS Tremont Indice⁵

Au niveau Suisse, ce que souligne le rapport de la CFB et qui distingue le Hedge fund d'un fonds traditionnel est son recours plus important à l'effet de levier (*leverage*) en contractant notamment des crédits (pour augmenter la taille effective du portefeuille) auprès de banques d'investissements. Les « Prime Broker » permettent également au « [...] *hedge fund* manager d'emprunter des valeurs mobilières pour effectuer des ventes à découvert. Ainsi, seuls les *hedge funds* parviennent à l'effet de levier désiré sur la fortune du fonds »⁶. La CFB précise également que lors d'« utilisation de ventes à découvert combinée avec une prise de crédit dans la mesure dépassant la limite autorisée pour les fonds de placements en valeurs mobilières, il s'agit obligatoirement d'un *Hedge fund* ».

Contrairement aux fonds dits traditionnels, les Hedge funds, utilisent une palette d'investissement (classes d'actifs) plus importante, sophistiquée et complexe, grâce à une large absence de régulation. Un élément caractéristique de leur gestion est leur recours à des produits alternatifs comme la vente à découvert, la recherche d'effet de levier et les produits dérivés (options, futures, contrats de gré à gré, pouvant être à la fois une stratégie de spéculation ou une stratégie de couverture). Cette gestion alternative s'appuie notamment sur la recherche et l'analyse micro et macro

⁵ CS TREMONT INDICE, consulté le 20 mars 2010, disponible sur : <http://www.hedgeindex.com/hedgeindex/en/weights.aspx?ChartType=PieChart&cy=USD&indexname=HEDG>

⁶ Element repris du message concernant la loi fédérale sur les placements collectifs de capitaux (FF no. 43, 1^{er} novembre 2005 p.60)

économique qui doivent permettre au gérant de déceler les opportunités, les menaces et les tendances de l'économie et des marchés financiers⁷.

Ainsi, les Hedge funds sont généralement qualifiés de « fonds spéculatifs » ou « fonds alternatifs » (cette appellation recouvre parfois aussi les fonds de « Private Equity » qui ne sont pas de la même nature).

1.1.3. Une gestion active

Contrairement à un fonds traditionnel (*mutual funds*), un Hedge fund ne cherche pas à battre un indice mais recherche de l'alpha (risque spécifique) et non du bêta (risque marché).⁸ Il est donc question de rechercher un rendement absolu (*absolut return*) et non de suivre ou battre un indice (*benchmark*) préalablement fixé.

Après l'éclatement de la bulle Internet (*intelligent technologie* des années 1999 à 2001) les Hedge funds ont d'abord été vendus, dans les années 2002 à 2007 comme un moyen de se couvrir du marché actions en permettant une plus grande diversification des portefeuilles. Ensuite, la définition des Hedge funds, soit littéralement fonds de couverture, a rapidement été abandonnée pour lui préférer celle de « fonds spéculatifs »⁹. Bien que ces fonds spéculatifs aient offert de bonnes performances durant les périodes de crise, ils présentent néanmoins d'autres facteurs de risques que nous examinerons par la suite. Ainsi, plusieurs banques de la place financière genevoise lancèrent des fonds de Hedge funds (FoHF) pour répondre à la demande des clients privés. Cette recherche d'une gestion alternative est concentrée sur une niche bien précise, se donnant pour objectif d'atteindre un niveau de performance absolue (indépendante de la direction des marchés et plus ou moins corrélée avec un indice de référence¹⁰). Décorrélée de la tendance globale du marché, cette stratégie - la plus stable possible - permet souvent de protéger le capital.¹¹ Cette vision est toutefois, comme nous l'avons dit, de plus en plus remise en cause.¹²

⁷ http://www.fimarkets.com/pages/hedge_funds.htm, site consulté le 20 décembre 2009.

⁸ HAAG, Les Hedge funds, présentation avril 2010.

⁹ HAAG, Les Hedge funds, présentation avril 2010.

¹⁰ PICTET&CIE BANQUIERS, p.4.

¹¹ http://www.fimarkets.com/pages/hedge_funds.htm, site consulté le 20 décembre 2009.

¹² CFB Rapport 2007, p.24.

1.1.4. Une structure légale

La structure légale d'un Hedge fund est au centre des débats politiques. Elle fera l'objet d'une étude plus approfondie, dans la suite de ce travail.

Relevons que ces fonds sont généralement situés dans des juridictions extraterritoriales. Ils ne sont donc pas soumis aux législations parfois très strictes de certains pays et leurs gérants investissent généralement leurs propres avoirs parallèlement aux capitaux qui leur sont confiés.¹³

1.1.5. Une liquidité limitée

Nous serions tentés de dire : ne rentre pas qui veut dans un Hedge fund. Les barrières à l'entrée ou à la sortie sont multiples. Premièrement, les Hedge funds sont des instruments complexes qui ne peuvent être vendus, dans un grand nombre d'États, qu'à des investisseurs accrédités ou fortunés. Les périodes de souscription sont généralement mensuelles, trimestrielles ou semestrielles. L'investissement minimum se situe entre 100'000 USD et 500'000 USD en moyenne (Par contre aux États-Unis le minimum légal pour les fonds vendus est de 1'000'000 USD). Cet investissement minimum vise principalement à protéger les petits investisseurs des risques inhérents aux stratégies des Hedge funds.¹⁴

Un autre élément souligné par la CFB est la faible disponibilité des fonds investis à court terme¹⁵. Le fonds peut décider d'une période de blocage initiale obligatoire (*lock-up period*) durant laquelle l'investisseur ne pourra pas prétendre au remboursement de sa participation ou de ses parts (*shares*) sauf moyennant le paiement de frais supplémentaires (*penalty fees*). Soulignons qu'une demande de sortie d'un Hedge fund est soumise à une période de préavis qui est généralement de nonante jours.¹⁶

Si les conditions de sortie sont remplies, celle-ci peut alors se faire en plusieurs étapes (*gates*) avec un paiement échelonné (par exemple 25% tous les trimestres). Le montant remboursé peut être donc limité. En 2007 et 2008, certains fonds ont mis en place des structures de remboursement encore plus complexes avec une limitation du montant pouvant être remboursé. De plus, le fonds peut décider d'exécuter ce paiement partiellement en *cash* et en *in kind* (on entend par l'attribution de titres non-

¹³ PICTET&CIE BANQUIERS, p.4.

¹⁴ CAPOCCI, p. 111.

¹⁵ CAPOCCI, p.16.

¹⁶ HAAG, Les Hedge funds, présentation avril 2010.

liquides comme *side pocket* ou *special purpose vehicle*). Citons par exemple les fonds *Highbridge*, *Harbinger*, *Cannizarro*, *Canyon* etc...

1.1.6. Une structure de frais

Dans un Hedge fund Il existe deux types de frais supportés par les investisseurs, les frais de gestion et les frais de performance.

Les frais de gestion sont compris dans une fourchette de 1 à 2% et ne dépendent pas de la performance du fonds.

L'application de *performances fees* (pouvant généralement être de 20% et plus)¹⁷ est présente dans les Hedge funds mais se fait plus rare dans les fonds traditionnels qui prélèvent généralement un pourcentage sur la fortune¹⁸.

1.1.7. Une faible transparence

Lors de nombreuses discussions avec des gérants de fortune de la place financière genevoise, nous avons pu constater que l'opacité régnant autour des Hedge funds était un sujet de préoccupation pour ces investisseurs.

Cette faible transparence peut être expliquée par deux raisons principales :

La première, trouve son fondement dans l'environnement juridique. En effet, la structure légale de ces fonds (partenariat limité, société anonyme) et leur enregistrement offshore leur interdit toute publicité ou appel au public.¹⁹ Dès lors, la divulgation par le fonds d'informations relatives à sa performance, à l'allocation de ses actifs ou encore à la liste de ses positions pourrait être assimilée à de la publicité, ce qui est illégal.

La seconde raison relève de la stratégie suivie par le fonds. La diffusion d'information sur la composition de son portefeuille n'est pas souhaitable pour des raisons évidentes liées à la nature des positions détenues (par exemple : positions à découvert du fonds sur certains titres etc.).

La transparence est donc une arme à double tranchant. Une plus grande transparence mettra en confiance les investisseurs, mais pourrait également affecter la performance

¹⁷ CFB rapport 2007, p.15.

¹⁸ CFB rapport 2007, p.15.

¹⁹ LHABITANT, Page 48.

de manière non négligeable. Précisons également que la complexité et la rapidité de certaines transactions peuvent rendre leur lecture difficile. Une communication sur les risques pris par le Hedge fund dans sa stratégie et ses positions semble donc plus judicieuse.

1.1.8. Une taille modeste

Contrairement à ce que l'on aurait pu penser les Hedge funds ont en moyenne une taille plutôt modeste. En effet, 63% d'entre eux²⁰ ont une masse sous gestion inférieure à cent millions.

Tableau 2

Répartition par taille

Actifs sous-gestion

Plus de \$1mia	9%
\$100mio à \$1mia	28%
Moins de \$100mio	63%

Source : Hedge Fund Research²¹

L'industrie des Hedge funds est estimée à 1'600 milliards de dollars ce qui, comparé au total des entreprises cotées sur les principales places boursières, reste modeste.

²⁰ HEDGE FUND RESEARCH, www.hedgefundresearch.com
²¹ HEDGE FUND RESEARCH, www.hedgefundresearch.com

Tableau 3

Capitalisation

Capitalisations boursières

Capitalisations totales des entreprises
cotées sur les principales bourses au
31.03.2010

	USD Milliards
NYSE Euronext (US)	12'424
Tokyo SE	3'535
Nasdaq OMX	3'501
NYSE Euronext (Europe)	2'793
London SE	2'773
Shanghai SE	2'631
Hong Kong Exchanges	2'325
TSX (Toronto)	1'817
Deutsche Börse	1'273
BME (Madrid)	1'261
SIX Swiss Exchange	1'106
	<u>35'439</u>

Source : World Federation of Exchanges²²

Comme nous l'avons vu dans cette tentative de définition des Hedge funds, nous sommes bien loin de la définition d'Alfred Winslow Jones (considéré comme le père des Hedge funds) qui avait posé comme base fondamentale la prise de position *long and short*²³ en 1949. Alfred Winslow Jones cherchait à séparer les deux risques majeurs inhérents à l'investissement en action. Le risque de marché (risque systémique) et le risque spécifique. C'est pourtant de cette stratégie que découle le nom donné aux *Hedge funds* (*to hedge* : couvrir ou « fonds de couverture »). Aujourd'hui cette stratégie n'est plus qu'une parmi d'autres.

1.1.9. Une définition générale

Il est important d'apporter une définition générale des Hedge funds. Celle-ci doit pouvoir réunir le plus grand nombre de spécificités propres à leur industrie, sans tenir compte de leurs stratégies. Sur la base des caractéristiques développées ci-dessus, citons une définition générale, satisfaisant le plus grand nombre :

« Un hedge fund est une association privée d'investissement utilisant un large éventail d'instruments financiers comme la vente à découvert d'actions, les produits dérivés, le levier ou l'arbitrage, et ceci sur différents marchés. Généralement, les gérants de ces fonds y investissent une partie de leurs

²² WORLD FEDERATION OF EXCHANGES, disponible sur: <http://www.world-exchanges.org/statistics/time-series/market-capitalization>

²³ CFB Rapport 2007, p.15.

ressources et sont rémunérés suivant leur performance. Ces fonds exigent souvent des investissements minimums élevés et leur accès est limité. Ils s'adressent particulièrement à une clientèle fortunée, qu'elle soit privée ou institutionnelle.»²⁴
(Daniel Capocci, 2010 : 19)

Nous nous baserons sur cette définition et ses caractéristiques tout au long de ce travail pour valider ou non l'hypothèse d'un déplacement des Hedge funds de la place financière londonienne vers la place financière suisse.

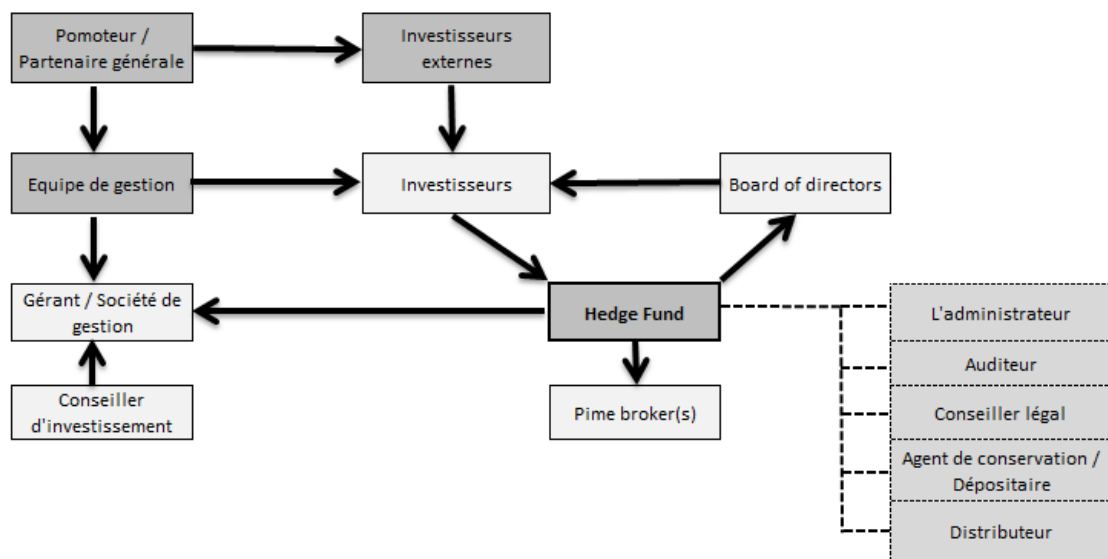
²⁴ CAPOCCI, p.19.

2. LA STRUCTURE D'UN HEDGE FUND

Lorsque l'on parle d'un déplacement possible des Hedge funds vers la Suisse il convient de comprendre leur structure et les parties prenantes. Un fonds spéculatif n'est pas une société, il est un réseau, une toile de partenaires qui travaillent tous dans une même direction. Nous allons maintenant nous attarder sur ladite structure.

Figure 1

Structure type d'un Hedge fund



Source : Lhabitant (2008, p.54) et Capocci (2010, p.91)

2.1. Structure opérationnelle

La structure opérationnelle des Hedge funds est différente de celle de la gestion traditionnelle. Dans la gestion traditionnelle on observe une tendance à intégrer dans une seule et même structure toutes les compétences nécessaires au bon fonctionnement du fonds à l'exception de l'audit externe et du dépositaire des actifs. Les principaux corps de métier comme les gérants, les analystes, les services administratifs, les juristes, la distribution, les fiscalistes, les commerciaux se retrouvent donc tous sous une seule et même entité.

En ce qui concerne les Hedge funds, les gestionnaires optent généralement pour une approche différente. Ainsi ceux-ci préfèrent se focaliser sur leur corps de métier, à savoir la gestion d'actifs. Les activités annexes seront donc l'objet d'un partenariat

externalisé. Le Hedge fund prend alors le rôle de coordinateur entre son corps de métier et ses partenaires.

Prenons l'exemple de l'administration du fonds. L'administrateur a pour rôle de s'occuper principalement de la valorisation et du *reporting*, ainsi que des flux de souscription et de rachat des parts du Hedge fund. Celui-ci prendra en charge les demandes de souscription et de remboursement des parts de la clientèle. Il est donc un acteur essentiel au bon fonctionnement du fonds et directement en lien avec les investisseurs.

L'avantage d'une telle structure est sans aucun doute la capacité de celle-ci à s'adapter rapidement à de nouvelles exigences, par exemple légales. Elle permet aussi aux Hedge funds de remplacer rapidement un prestataire de service par un autre en cas de manque de fiabilité ou de qualité. Cependant nous admettons qu'un tel réseau peut sembler quelques peu complexe, voire occulte, pour le commun des investisseurs.

Il est donc indispensable que nous exposions les différents réseaux de partenaires des Hedge funds et leur environnement économique.

2.1.1. Le promoteur et les investisseurs

Le promoteur (*sponsor*) d'un Hedge fund est généralement la personne ou l'entité à l'origine de sa création. Si la structure juridique du fonds fonctionne en partenariat, le promoteur est son partenaire général (*general partner*). Si la structure juridique du fonds est une société, le promoteur détient le plus souvent la majorité des actions ou celles bénéficiant d'un droit de vote, ce qui lui permet de contrôler le processus de décision.²⁵

Ainsi, les investisseurs ne peuvent contribuer au capital que pour une partie limitée. Dans le cas d'un partenariat, ceux-ci seront des partenaires limités (*limited partners*). A l'inverse si la structure du fonds est une société, les investisseurs sont de simples actionnaires.

Le promoteur étant à l'origine de la création du fonds, c'est donc à lui que revient la tâche de sélectionner les principaux partenaires du fonds. Il est le centre des prises de décisions. Le financement des actifs sous gestion du fonds provient donc généralement des associés, de l'équipe de gestion et/ou d'investisseurs externes.

²⁵ LHABITANT, p. 58.

2.1.2. Le gérant / La société de gestion

Le gérant (*investment manager*) est le centre des décisions de gestion et des décisions opérationnelles. « En pratique, le gérant prend souvent la forme d'une personne morale qui appartient ou qui est affiliée au promoteur du fonds »²⁶. Pour se financer le gérant prélève sa commission directement sur la masse qu'il gère. Ses frais peuvent varier de 1 à 3% de la masse sous gestion. La société de gestion peut également percevoir des commissions performance. Le fonds est le plus souvent directement géré par une équipe de gestion au sein d'une société. Les gérants de Hedge funds sont donc des partenaires indépendants et non des employés. Le gérant partage les risques avec les investisseurs car il a généralement une partie de sa fortune investie dans son propre fonds²⁷.

2.1.3. Le ou les conseiller(s) en investissement

Le promoteur peut, dans certains cas, faire appel à un conseiller en investissement (*Investment advisors*). Celui-ci a pour mission de conseiller le gérant ou son équipe dans sa stratégie d'investissement ou dans son *stock piking*. Ces conseillers en investissement peuvent être perçus comme un expert externe intervenant dans le cas d'investissements spécialisés. Toutefois, ces conseillers peuvent aussi servir « [...] à contourner la réglementation que certains pays imposent sur la domiciliation du gérant »²⁸. En d'autres termes, Le gérant domicilié là où la loi l'exige, applique simplement les recommandations du conseiller d'investissement. Le gérant délègue ainsi le pouvoir de décision au conseiller d'investissement.

2.1.4. Le Conseil d'administration (board of directors)

Le Conseil d'administration de la structure émettrice des parts souscrites, tient un rôle important dans le Hedge fund : il est en quelque sorte le garant de l'intérêt des actionnaires. Ainsi, dans un cas de conflit entre les actionnaires et la société de gestion, le *board* s'engage à prendre toute décision utile dans l'intérêt des actionnaires. Il est le dernier protecteur et a un pouvoir de décision final. Les administrateurs peuvent également décider de mesures spéciales (toujours stipulées dans le prospectus du fonds) pour limiter les sorties en cas de problèmes importants. Ainsi,

²⁶ LHABITANT, p. 58.

²⁷ HAAG, Les Hedge funds, présentation avril 2010.

²⁸ LHABITANT, p. 60.

durant les années 2007 et 2008 de nombreux fonds ont mis en place des schémas de sortie complexes, les *Gates* sorties en plusieurs étapes avec limitation du montant remboursable, les *Side Pockets* (SP) (sous-fonds ou partie non liquide de la position détenue par l'investisseur), les *Special Purpose Vehicle* (SPV) etc.²⁹

2.1.5. Les courtiers (*brokers*)

Ne disposant pas d'un accès direct au marché, les Hedge funds utilisent les services de plusieurs courtiers pour exécuter leurs ordres. L'utilisation de plusieurs *brokers* permet également au fonds de ne pas dévoiler le contenu exact de son portefeuille. Toutefois, plus que de simples exécuteurs d'ordres, les courtiers principaux (*prime brokers*) proposent un panel de services financiers complets. Parmi ces services citons la conservation des titres (le courtier principal peut également agir comme dépositaire global), l'accès à l'effet de levier (si la stratégie du Hedge fund le demande), le prêt de titres (nécessaire pour les stratégies de vente à découvert) ou encore la mise à disposition de recherches (comme celles sur les titres en détresse – *distress* - par exemple).³⁰

Le rôle du *prime broker* est donc essentiel à l'activité des Hedge funds, simplifiant l'activité opérationnelle, fournissant un service de qualité, diminuant les coûts et surtout permettant de maintenir leurs stratégies d'investissement.

Le marché des courtiers principaux s'est concentré sur quelques grandes banques d'investissement comme « Goldman Sachs » ou « Bank of America ». Il est important de rappeler que la chute de « Lehman Brothers » a prouvé que ces banques n'étaient pas infaillibles et a mis à mal le principe du « too big to fail ». Pour dégager un revenu supplémentaire, les banques d'investissement utilisent parfois les titres du portefeuille d'un Hedge fund « A » pour les prêter à une autre contrepartie « B » tout en reconnaissant toujours la même position à « A ». Ainsi, en cas de faillite de la banque d'investissement de « A » il deviendra impossible pour le Hedge fund de récupérer ses titres non ségrégués de la masse en faillite, ce qui aurait pu être le cas s'ils n'avaient pas été prêtés au client « B ». C'est pour cette raison que les Hedge funds demandent spécialement à leur *prime broker* de ne pas prêter certaines positions de leur portefeuille moyennant des frais supplémentaires.³¹

²⁹ HAAG, Les Hedge funds, présentation avril 2010.

³⁰ LHABITANT, p. 66.

³¹ HAAG, Les Hedge funds, présentation avril 2010.

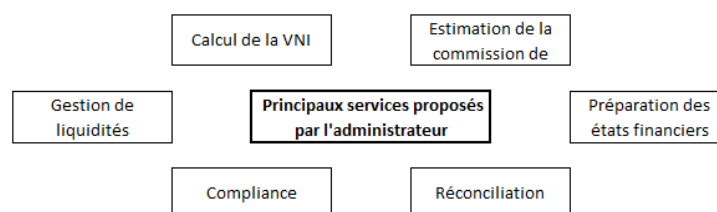
On peut donc s'attendre à ce que la tendance des « [...] hedge funds soit de plus en plus de recourir à un courtier principal et à plusieurs secondaires »³² pour en tirer les meilleurs avantages (exécution d'ordres à prix bas, service à valeur ajoutée) et limiter au possible l'impact catastrophique de la faillite d'une de ces contreparties.

2.1.6. L'administrateur (administrator)

L'administrateur est une société qui a la responsabilité légale de tout ce qui touche à l'aspect financier d'un fonds.³³ Une de ses fonctions essentielle est la valorisation des actifs du fonds. Il est en charge du calcul de la valeur nette d'inventaire (VNI) à des dates connues à l'avance (généralement trimestrielles) et de leur transmission aux investisseurs, aux fournisseurs de données ou aux bourses. Il reçoit également toutes les demandes de souscription ou de remboursement des investisseurs et les demandes de départ ou d'admission de nouveaux partenaires au sein du fonds. Il veillera donc à l'application des règles énoncées dans le prospectus, comme l'investissement minimum, les restrictions d'investissement, les limites concernant l'utilisation de l'effet de levier etc. En plus de distribuer les états financiers, l'administrateur a pour tâche de calculer les commissions de gestion et le cas échéant des commissions de performances. Ce dernier peut aussi proposer divers services supplémentaires :

Figure 2

Services proposés par l'administrateur



2.1.7. Les auditeurs

Généralement les Hedge funds ont recours à des cabinets d'audit externes qui ont pour mandat de vérifier la conformité du fonds avec les exigences comptables et légales ainsi que la conformité du bilan comptable et de la valeur nette d'inventaire. Il

³² LHABITANT, p. 68.

³³ CAPOCCI, p. 92.

est important de spécifier que lorsqu'un investisseur décide de sortir d'un Hedge fund, ce dernier ne reçoit généralement pas immédiatement la totalité de ce à quoi il pourrait prétendre (nombre de parts x VNI) mais seulement une partie (généralement le 90%), le solde étant versé après audit de la VNI.

L'audit a donc un rôle important à jouer auprès des investisseurs, en terme de fiabilité des performances annoncées par le fonds. Il n'exclut toutefois pas tout risque de fraude (comme nous l'a rappelé le fonds de Bernard Madoff).

2.1.8. Les conseillers juridiques (legal advisor)

C'est à eux que revient la rédaction du contrat pouvant comprendre un nombre important de clauses juridiques. Le prospectus énonce entre autres la réglementation du placement des parts de fonds, les accords de partenariat ou souscription et les questionnaires nécessaires (acheteurs qualifiés etc...). Leur activité est importante au sein d'un Hedge fund puisqu'il existe de nombreuses réglementations nationales et locales régissant l'activité de celui-ci.³⁴ Ces réglementations étant soumises à de nombreux changements potentiels comme nous le verrons ultérieurement.

2.1.9. Agent de conservation, dépositaire (custodian)

L'agent conservateur a également un rôle important dans le réseau de partenaires. Le dépositaire assure la garde des actifs. La détention de titres confère des droits sociaux (droit de vote à l'assemblée générale etc.) et patrimoniaux (droit à la perception du dividende etc.). L'exercice de ces droits nécessitant une centralisation de l'information, il est dès lors important pour un Hedge fund de pouvoir compter sur un dépositaire central avec un réseau de sous-dépôtaires locaux lui offrant divers services « post-marché » comme par exemple la conservation des actifs du fonds (garde, restitution, transfert des avoirs en dépôt), les informations concernant la vie des titres (dividendes, coupons, split etc.), le contrôle des décisions d'investissement par rapport au prospectus etc.³⁵ Toutefois, il est important de préciser que le dépositaire n'est pas en charge de l'audit du fonds.

³⁴ LHABITANT, p. 64.

³⁵ LHABITANT, p. 66.

2.1.10. *Le(s) distributeur(s)*

La distribution dans un Hedge fund peut être gérée à l'interne ou par des distributeurs externes comme des banques, des courtiers, des agents indépendants ou gérants d'actifs³⁶. Ces distributeurs contacteront directement les clients potentiels là où une approche directe est autorisée ou utiliseront d'autres moyens si celle-ci n'est pas possible.

Prenons un exemple de distribution indirecte de fonds en Suisse : les produits structurés qui ont comme sous-jacents un ou plusieurs placements collectifs de capitaux. Ces produits structurés, tels que les *Hedge funds Certificates* rendent la question de distribution par appel au public particulièrement délicate. La CFB (nouvellement FINMA) a, dans sa « FAQ-produits structurés » de 2007, fixé un nombre minimum de trois valeurs de base (et non plus cinq comme précédemment) pour que l'on ne considère pas que l'on se trouve face à un contournement de la loi (LPCC³⁷) en ce qui concerne la distribution de produits non autorisés en Suisse. Pour cela, aucune de ces trois valeurs (à sa valeur d'émission) ne doit dépasser les 33,3% de la valeur du produit.³⁸

³⁶ CAPOCCI, p. 93.

³⁷ Loi fédérale du 23 juin 2006 sur les Placements Collectifs de Capitaux (LPCC)

³⁸ SCHELLENBERG WITTMER AVOCATS, Newsletter Novembre 2008

3. LA DOMICILIATION DES HEDGE FUNDS

Tout d'abord, la majorité des Hedge funds ont des domiciliations relativement exotiques. Nous pouvons citer les îles Caïman, les Bermudes, les îles Vierges britanniques, etc. La domiciliation exotique de ces fonds est donc souvent utilisée par leurs détracteurs pour critiquer leur manque de sérieux, car elle s'apparente davantage à une destination de voyage qu'à une réelle place financière. La réalité est tout autre. Si cette gestion de patrimoine est de type *offshore* c'est principalement parce que les cadres juridiques européens et américains sont peu adaptés à la gestion alternative³⁹.

En effet, les autorités de tutelle ont principalement visé la protection des petits investisseurs dans leur réglementation en contrôlant de manière accrue l'offre mise à la disposition du grand public. Ces directives exigent une certaine diversification, de la transparence, une limitation du recours à l'effet de levier ou aux produits dérivés, de la vente à découvert, de la proportion de titres non cotés etc.⁴⁰ Dans un deuxième temps, nous verrons plus en détails de quelle manière sont utilisés ces instruments et comment la commission européenne vise à limiter leur emploi.

La domiciliation est un point crucial car elle déterminera notamment la liberté qui est accordée au gérant dans l'application de la stratégie d'investissement visé, par exemple. Ce choix influencera également le niveau d'imposition de ses bénéfices potentiels seront taxés. On comprend alors aisément que cette domiciliation requiert l'attention des gérants, de leurs investisseurs et plus récemment des politiciens.

On peut distinguer trois types de domiciliations :

In situ qui est celle du lieu où se trouve la société de gestion. Celle-ci n'est toutefois pas toujours idéale puisque la mise en place de fonds alternatifs n'est pas compatible avec le cadre réglementaire de certains pays ou est soumise à des restrictions plus ou moins contraignantes.

La domiciliation *onshore* est possible dans un certain nombre de pays. L'avantage en termes d'image est important et permet aux Hedge funds de proposer à leurs investisseurs une structure adaptée (certains clients ne pouvant investir dans certaines structures légales comme les S.A. ou fonds fermés).

Offshore c'est-à-dire hors des frontières nationales (par opposition à *onshore*). Cette possibilité présente l'avantage d'éviter les réglementations nationales trop restrictives

³⁹ LHABITANT, p. 52.

⁴⁰ LHABITANT, p. 52.

mais peut limiter considérablement la distribution de parts de fonds *offshore* au public, voire l'interdire.

Pour pouvoir utiliser leur stratégie d'investissement alternative, les fonds managers se sont donc tournés vers des structures légales et juridiques qui diffèrent de la gestion classique. Ainsi, certains ont opté pour des structures domestiques (*onshore*) fermées à de nouveaux actionnaires.

3.1. La réglementation aux États-Unis

Il n'existe pas de réglementation propre aux Hedge funds aux États-Unis, ni de définition légale de ceux-ci.

Une grande partie des Hedge funds établis aux États-Unis prend la forme d'un *limited partnership*⁴¹ (association limitée). Cette forme offre deux avantages principaux. Premièrement, elle offre aux investisseurs une responsabilité limitée. Deuxièmement, elle permet un traitement fiscal avantageux. Ainsi, chaque fin d'année un investisseur américain (*US Taxable investor*) recevra de la société d'investissement un rapport de gains et de pertes des transactions du fonds pour l'année en question. Seuls les gains sont taxés au niveau de l'investisseur individuel, ce qui évite une double imposition. Le *partnership* offre ainsi une transparence fiscale.

Un fonds établi aux États-Unis, ouvert uniquement aux américains est soumis à l'autorité de la *Securities and Exchange Commission* (SEC).

Le *Securities Act of 1933* (base de réglementation applicable aux investissements en valeur mobilière et donc aussi aux Hedge funds) stipule que tout offre de titres doit être enregistrée auprès de la dite SEC. « La principale exemption [à cet enregistrement] est celle relative aux fonds privés qui ne doivent pas être enregistrés »⁴². On comprend dès lors facilement pourquoi les Hedge funds revêtent très souvent ce caractère privé.

Une deuxième forme juridique possible est la société à responsabilité limitée (*limited liability company*). Cette forme de société tout comme le *limited partnership* doit, selon la loi, accepter des investissements provenant d'investisseurs accrédités (*accredited investor* ou *qualified purchaser*) qui se présentent au fonds de leur propre initiative. Il est donc essentiel pour le fonds de garder ce caractère privé. Il doit pour cela respecter quelques règles à savoir :

⁴¹ CAPOCCI, p. 432.

⁴² CAPOCCI, p. 432.

- Limiter le nombre de partenaires à 99 au maximum (dont 65 *accredited investors* minimum) ou à 499 (voir plus en fonction des contraintes) dont la totalité sont des *qualified purchaser*.
- Ne pas utiliser d'offres publiques pour lever des fonds extérieurs.
- Ne pas faire de publicité pour le fonds (y compris par le biais de séminaires ou de réunions). Toutefois, le fonds peut s'adresser directement aux personnes avec qui il est déjà en relation ou en a déjà eu par le passé.
- Rédiger un mémorandum d'investissement confidentiel comportant certaines informations sur le fonds.

3.2. La réglementation en Europe

Chaque pays de L'Union Européenne applique pour l'instant ses propres règles à l'activité des Hedge funds. Celles-ci régissent différents points comme la création du fonds, la publicité autorisée ou encore le type d'investissement admis.

Pour comprendre les difficultés que rencontrent les Hedge funds en Europe, il convient de connaître le cadre réglementaire des fonds traditionnels. On trouve aujourd'hui une gamme importante de structures juridiques permettant de créer des véhicules collectifs d'investissement, parmi les plus connues le fond commun de placement (FCP) et la société d'investissement à capital variable (SICAV).⁴³ Le manque d'harmonisation réglementaire au sein de l'Union Européenne a longtemps entravé la distribution de parts de fonds traditionnels au-delà des frontières nationales.

Le 21 décembre 1985 le Conseil de l'Europe a voté une directive (85/611) sur les Organismes de Placement Collectif en Valeurs Mobilières (OPCVM) ou en anglais les *Undertakings for Collective Investments in Transferable Securities* (UCITS) dont les grands principes sont les suivants :

- Les OPCVM ou UCITS doivent avoir pour seul but le placement collectif en valeur mobilière de capitaux provenant du public. Leur structure doit être de type ouverte et les parts des investisseurs remboursables sur simple demande.
- Les OPCVM sont constitués - selon le droit - d'un état membre (pays d'origine) et contrôlés par celui-ci.

⁴³ LHABITANT, p. 89.

- Les OPCVM doivent mettre à la disposition des investisseurs un prospectus, des rapports périodiques et publier des informations régulières sur le prix de leurs parts.
- Les OPCVM sont également soumis à une politique d'investissement réglementée : interdiction des ventes à découvert, interdiction du recours à l'effet de levier, pas plus de 10% de valeurs mobilières non cotées, etc.

Le principal avantage d'un fond UCITS est qu'il bénéficie d'un passeport européen et peut donc être distribué dans tous les États membres. Toutefois, la directive européenne laisse les États libres de définir les règles concernant la commercialisation des UCITS non nationaux (comme le recours à la publicité, au marketing, à certains aspects fiscaux, etc.).

En octobre 2001, le parlement européen a adopté une modification de la directive 85/611 sous l'appellation UCITS III. La principale innovation de cette directive est qu'elle donne le droit d'investir dans des titres dérivés négociés de gré à gré. Ainsi, cette nouveauté permet aux fonds d'inclure 30% de positions *long* et *short* synthétiquement à travers des produits dérivés allant même jusqu'à 100% au Luxembourg et en Irlande (sous certaines contraintes).⁴⁴

Autre fait qu'il convient de relever, la directive UCITS III offre la possibilité à la société de gestion de déléguer les tâches du processus de gestion, d'administration ou de marketing à des tiers.

Ainsi certains Hedge funds européens de type *long/short* ou *market neutral* ont déjà profité de cette nouvelle directive et obtenu leur passeport européen.⁴⁵ Toutefois, la majorité des Hedge funds a une stratégie d'investissement qui nécessite un recours à l'effet de levier et à des ventes short ce qui les rend non éligibles aux statuts UCITS et les prive du même coup de passeport européen.

Il ne leur reste plus d'autre choix que d'adopter le statut d'organisme de placement non coordonné (ce qui peut limiter ou rendre impossible leur distribution transfrontalière) ou émigrer vers des juridictions plus souples.

⁴⁴ CAPOCCI, p. 451.

⁴⁵ MONSIEUR ERIC SYZ, entretien du Lundi 3 mai 2010 voir annexes

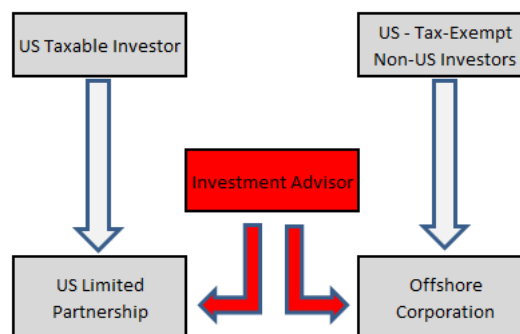
3.3. Les juridictions offshore

La solution d'émigrer du vieux continent vers des juridictions exotiques moins contraignantes comporte plusieurs avantages mais également de nombreux inconvénients.

Au nombre des avantages, prenons l'exemple d'un fonds américain désireux d'ouvrir une structure d'investissement pour attirer des investisseurs européens. Les investisseurs européens qui ne veulent pas être soumis au fisc américain ne peuvent investir directement dans le fonds *US Taxable Investor*. C'est pourquoi le fonds américain va créer un fonds miroir (*clone fund*) offshore qui est un clone du premier. La société de gestion ou le conseiller en investissement va appliquer la même stratégie aux deux fonds, que cela soit pour le *US Limited Partnership* ou pour la *Offshore Corporation*.

Figure 3

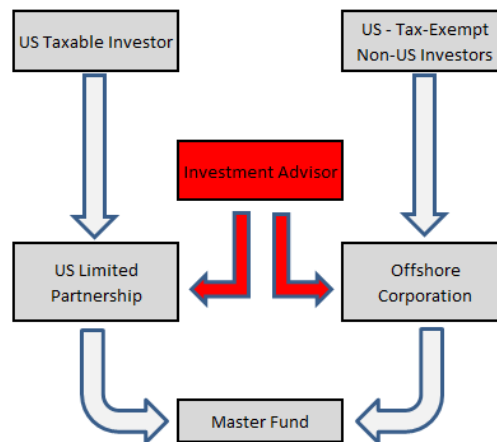
Fonds miroirs (clone funds)



Le fonds américain peut toutefois regrouper les deux fonds en un seul. Le fonds américain et le fonds *offshore* deviendront alors les fonds nourriciers (*feeders*) d'un fond maître (*master fund*).

Figure 4

Master / Feeder



On comprend alors tout l'intérêt que représentent les fonds *offshore* dans l'ouverture de la stratégie à de nouveaux investisseurs.

Les juridictions *offshores* offrent principalement deux avantages. Le premier est une fiscalité intéressante, les juridictions extraterritoriales ne prélevant généralement pas ou peu de taxes sur les bénéfices. En outre, les frais de constitution y sont généralement peu élevés et l'enregistrement du fonds prend peu de temps (au maximum quelques semaines). Le deuxième avantage concerne la flexibilité des contraintes de placement. Les gérants jouissent d'une grande liberté dans la construction et l'application de leur stratégie d'investissement. Le type d'investisseur accepté dans les fonds *offshore* est plus large qu'en Europe ou aux États-Unis et le montant minimum d'entrée y est plus bas (environ 100'000 USD contre 1'000'000 USD aux États-Unis).⁴⁶

Une des seules exigences de ces juridictions est celle qui impose aux hedge funds une adresse locale et, suivant les cas, le recours à un administrateur local.

Il convient de préciser que la domiciliation offshore d'un fonds n'impose en rien que la *management company* ou que l'*investment advisers* se trouvent dans le même pays. En tant que fonds privé, celui-ci est géré depuis de grands centres financiers comme Londres ou New York.

Lors du choix de la domiciliation du fonds, il faudra donc prendre en compte plusieurs paramètres comme « la familiarité de la juridiction avec les fonds alternatifs » pour la mise en place du fonds, « les investisseurs visés » certaines catégories d'investisseurs

⁴⁶ CAPOCCI, p. 453.

pouvant être soumis à des restrictions relatives à la juridiction ou à la structure légale, le « degré de réglementation locale » qui peut avoir un impact direct sur la stratégie du fonds ou ses investisseurs, les « impacts fiscaux » comme la taxation des investisseurs ou de la société de gestion, la « qualité des fournisseurs de service » gage de qualité et optimisation des coûts, les « avantages spécifiques » réputation de la juridiction, de son système politique, de la stabilité de sa devise etc.⁴⁷

La question du choix de la domiciliation du Hedge fund est donc une question essentielle à la structure d'un fonds dont dépend la faisabilité d'une stratégie d'investissement (barrières juridiques) et l'ouverture de ce placement au public cible choisi.

⁴⁷ CAPOCCI, p. 89.

4. LES RISQUES LIÉS AUX HEDGE FUNDS

4.1. Le risque systémique et les risques non systémiques

Avec la crise économique les Hedge funds ont occupé une place centrale dans les médias. Les médias ne cessent de débattre du rôle de ces instruments financiers dans la crise que nous traversons. Rapidement, cette attaque faite aux Hedge funds s'est également retrouvée au cœur de débats politiques (comme celui de la commission européenne), laissant planer la menace d'une plus forte régulation de ces fonds au sein de l'Union Européenne. Dès lors, il convient de définir les risques principaux liés aux Hedge funds qui peuvent expliquer la volonté d'augmenter le niveau de régulation.

Comme certaines institutions financières, les Hedge funds représentent un risque pour les investisseurs et les milieux financiers dans leur ensemble. Ce risque peut être séparé en deux catégories : Les risques systémiques et non systémiques.⁴⁸ Il existe une interdépendance entre les banques qui agissent en tant que *Prime Broker* et les Hedge funds, puisque les banques mettent à disposition des Hedge funds des crédits qui leur permettent d'opérer avec levier, ou encore leur prêtent des titres (*securities lending*) leur permettant de réaliser des ventes à découvert. Ainsi, en cas de défaillance d'un Hedge fund, l'effondrement de l'établissement financier qui lui est directement lié et d'autres perturbations du système financier pourraient s'ensuivre.⁴⁹ A son tour, cet établissement financier se trouverait dans l'incapacité d'honorer ses obligations envers d'autres établissements financiers ce qui pourrait, dans des cas extrêmes, déboucher sur une crise financière, déstabiliser le marché des capitaux et finalement déstabiliser l'économie réelle.

L'idée que les Hedge funds puissent avoir un impact potentiellement risqué sur l'économie dans son ensemble est apparue pour la première fois en 1998 avec la déconfiture du fonds LTCM. Lors de cette quasi-faillite, pas moins de dix-sept contreparties (en majorité de grandes banques) auraient pu perdre entre trois et cinq milliards⁵⁰ si LTCM n'avait pas été renfloué par certaines d'entre-elles (comme « Goldman Sachs », « AIG », « Warren Buffett » et autres).

⁴⁸ FERGUSON / LASTER, p. 53.

⁴⁹ FERGUSON / LASTER, p. 54.

⁵⁰ FERGUSON / LASTER, p. 54.

A la suite de cette affaire, le comité de Bâle (Basel Committee on Banking Supervision, BCBS⁵¹) a conclu qu'il y avait potentiellement un plus fort risque indirect de perturbations sur les marchés financiers que le risque d'un impact direct sur les établissements financiers. Le Comité a identifié plusieurs raisons pouvant expliquer le risque que font courir les Hedge funds aux marchés financiers. L'effet de levier utilisé par les Hedge funds peut accentuer les mouvements sur les marchés (exemple : lorsqu'ils sont contraints de vendre des titres pour répondre à un appel de marge). Cette contrainte de vente peut s'avérer délicate sachant que les Hedge funds investissent souvent dans des titres peu liquides. Beaucoup de Hedge funds ont un horizon temporel court ce qui les pousse à prendre davantage de risques.⁵²

Il est aussi essentiel de rappeler que les Hedge funds jouent un rôle positif sur l'efficience des marchés financiers et leur stabilité.⁵³ Citons quelques exemples. Les Hedge funds sont bien placés pour promouvoir l'innovation financière (souvent engagés dans des marchés complexes et innovants). Ils contribuent également à une meilleure allocation des risques. Ils assurent une meilleure liquidité des marchés (lorsque d'autres acteurs évitent de négocier sur un titre donné par exemple). Ils garantissent que le cours d'un titre ne s'écarte pas trop de sa valeur fondamentale (arbitrage rendu possible grâce aux périodes de *lock-up* auxquelles sont soumis les investisseurs).

4.2. Les risques spécifiques au Hedge funds

Une grande partie des risques auxquels sont exposés les Hedge funds lui sont spécifiques (non systémiques).

4.2.1. Le risque gérant

Les investisseurs concèdent une grande liberté d'action au gérant, dans la stratégie d'investissement qu'ils choisissent ou dans la construction de leur portefeuille. L'intégrité du gérant est donc un point essentiel à la construction d'une relation de confiance entre celui-ci et ses investisseurs, notamment en cas de conflit d'intérêts. Il est donc important de bien connaître le gérant, son âge, sa réputation, sa formation, les postes qu'il a occupés précédemment etc.

⁵¹ Forum prenant place quatre fois l'an ou sont traités les sujets relatifs à la supervision bancaire. Il est hébergé par la Banque des règlements internationaux à Bâle.

⁵² FERGUSON / LASTER, p. 55.

⁵³ NOYER, p. 118.

Pour l'anecdote, certains investisseurs ont parfois recours aux services de détectives privés pour récolter un maximum d'informations sur les gérants de certains Hedge funds. A quand leur notation chez *Moody's* ?

Il est important que les gérants agissent dans l'intérêt de leurs investisseurs en limitant par exemple le montant des actifs sous gestion de leur fonds ou s'abstenant de gérer plusieurs fonds qui pourraient être concurrents.⁵⁴

Le risque du gérant dans le cas des Hedge funds doit être pris avec sérieux puisque l'argent investi peut être bloqué pendant plusieurs mois. En outre, beaucoup de fonds sont domiciliés dans des paradis fiscaux dont les lois en vigueur protègent peu les investisseurs. Il est donc risqué d'investir dans un Hedge fund sur la base du bouche à oreille ou uniquement sur les informations présentes dans le prospectus d'émission.

4.2.2. *Le risque de valorisation des positions*

Les stratégies utilisées par les Hedge funds, parfois particulièrement complexes à comprendre, nécessitent des investissements dans des titres peu liquides, des titres privés ou construits sur mesure.⁵⁵ La valorisation des titres sous-jacents est complexe à évaluer et implique un risque.

4.2.3. *Le risque gouvernemental et de régulation*

Il représente également un risque important. Si un investisseur européen souhaite acheter un fonds américain sans être taxé par le fisc américain, l'investisseur n'aura d'autre choix que de se retourner vers un *feeder* pour les *US Tax-exempt* de ce fonds.

Généralement *offshore* ces *feeders* représentent un risque puisqu'ils sont domiciliés dans des juridictions qui accordent peu d'importance à la protection et à la défense des intérêts des investisseurs. Le risque gouvernemental s'apprécie aussi sous l'angle de la stabilité des lois. Une modification légale pourrait, en effet, affecter à la fois les investisseurs et les gérants de Hedge funds. Ce risque est aussi présent dans les paradis fiscaux où la pression internationale pour une réglementation plus contraignante ne cesse d'augmenter. Ainsi, la directive AIFM que nous étudierons plus tard représente probablement un des risques de régulation le plus important en Europe.

⁵⁴ CAPOCCI, p. 95.

⁵⁵ CAPOCCI, p. 97.

4.2.4. Le risque de fraude

Il est impossible d'exposer les différents risques spécifiques aux Hedge funds sans parler du risque de fraude. L'affaire Madoff et sa gigantesque escroquerie (*Ponzi Schemes*) a probablement contribué à exacerber les reproches du grand public face à ces fonds spéculatifs. Il convient de ne pas oublier que les Hedge funds sont des investissements pas ou peu régulés et qu'une fraude peut plus facilement s'y produire (*black swank*).

4.2.5. Le risque d'investissement

Le risque d'investissement peut couvrir plusieurs aspects. Tout d'abord, le risque de diversification (i). Le portefeuille du gérant peut être plus ou moins concentré sur un type de titre, sur un secteur ou plus largement sur un marché, ce qui peut représenter un risque. Le risque d'alignement entre les actifs et les passifs (ii). Pour gérer au mieux ce risque, il est essentiel que le gérant respecte une certaine adéquation entre la liquidité des positions détenues dans son portefeuille et les conditions de sorties précisées dans le prospectus du fonds. Ainsi, le *fund manager* pourra répondre de manière plus efficiente aux possibles demandes de sorties de ses investisseurs sans toutefois mettre à mal la stratégie du fonds ou avoir recours à l'utilisation de *side pockets*, *gates* etc. Le recours à l'effet de levier (iii) peut également représenter un risque, puisqu'il augmente de manière significative les profits ou les pertes et nécessite une parfaite gestion des appels de marge et du collatéral.⁵⁶ L'effet de levier doit donc être nécessaire à la stratégie du fonds et non pas devenir un simple moyen d'augmenter la performance. Le modèle d'investissement (iiii) peut se révéler sujet à risques. Certaines stratégies reposent sur des modèles mathématiques complexes qui permettent d'évaluer le prix ou d'anticiper l'évolution de certains titres. Si le gérant suit aveuglément ce modèle ou au contraire décide de passer outre les postulats de celui-ci, il s'expose à des risques de pertes.

⁵⁶

HAAG, Les Hedge funds, présentation avril 2010.

5. LA STRUCTURE DE RÉMUNÉRATION (LES COMMISSIONS)

Afin de comprendre les motivations de certains gérants londoniens de Hedge funds à s'établir en Suisse, il est nécessaire de comprendre la structure particulière de rémunération de ces derniers.

La structure de rémunération des Hedge funds prend en compte deux éléments significatifs : une commission fixe du gestionnaire et une participation à la performance.

Pour ce qui est de la première, les commissions de gestion fixes sont généralement de l'ordre de 2% par an sur les fonds que confient les investisseurs au gérant (principalement utilisées pour payer la logistique).⁵⁷

En ce qui concerne la seconde, les commissions sur le rendement (*performance fees*) sont exprimées en pourcent par rapport au rendement du fonds. Comme précisé précédemment, ces commissions variables se situent généralement autour de 20 %⁵⁸. Ce prélèvement de commission peut être conditionné, d'une part par l'atteinte d'un niveau minimum (appelé *hurdle rate*) qui sera en général le rendement d'un *T-Bill* (par exemple) majoré d'un *spread*, et d'autre part soumis à une ligne de flottaison (appelé *high water mark*).

Le *hurdle rate* peut être traduit comme le taux obstacle en dessous duquel le fonds ne prélève pas de commissions relatives à la performance. Ce taux peut être fixe ou variable.

La *high water mark* est en quelque sorte une ligne de flottaison qui sous-entend que ces commissions de performances ne sont perçues que sur les gains effectifs. L'idée sous-jacente veut que lorsque l'investisseur passe sous la ligne de flottaison, son investissement est négatif et la valeur de son portefeuille est en dessous de sa valeur d'investissement. Dès lors, aucune commission de performance n'est prélevée. Ce système compare donc les pertes au point le plus haut de la valeur nette d'inventaire (VNI), afin d'éviter que l'investisseur ne paie deux fois les commissions de performance sur le même bénéfice. Ainsi, le gestionnaire du Hedge fund n'est payé que lorsque qu'il gagne de l'argent mais il ne l'est pas quand il recouvre des pertes antérieures.⁵⁹

⁵⁷ DELAYE, les Hedge funds britanniques confirment leur exode à Genève, *in* Bilan.

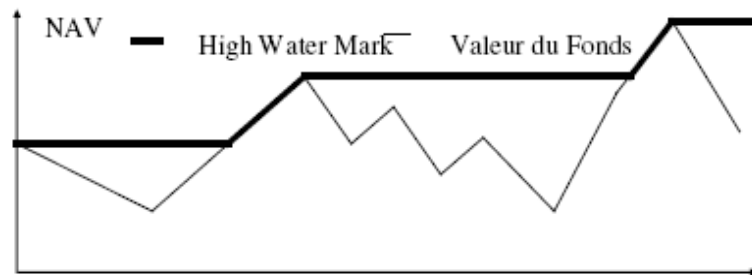
⁵⁸ DELAYE, les Hedge funds britanniques confirment leur exode à Genève, *in* Bilan.

⁵⁹ ENSKOG, dérivés et hedge funds, *in* e-magazine Crédit Suisse

Dans le cas où la VNI du fonds se situe en dessous du *High Water Mark* (HWM) le gestionnaire du Hedge funds devra en premier lieu regagner la différence entre la NAV et la HWM et ne touchera des commissions de performance que lorsque la NAV du fonds dépasse la HWM et uniquement sur ce dépassement (Figure 1).

Figure 5

High Water Mark



Source : La gestion alternative, Partie I, Daniel Herlemont⁶⁰

Pour illustrer l'impact des commissions sur la performance d'un Hedge fund prenons l'exemple d'un fonds avec les paramètres suivants : commission de gestion annuelle 1,5% et commission de performance 20% avec un *hurdle rate* fixé à 5%. Le fonds intègre un système de HWM.

Dans notre cas, le *hedge fund* réalise une performance de +20%. La performance nette de commission s'élève donc à 18,5% (20%-1,5%) et la commission de performance à 2,7% (20% de 18,5% - 5%, les 5% étant le *hurdle rate*). Quant à la performance nette, elle est de 15,8% (20%-1,5%-2,7%). Le gain pour le gérant est donc de 4,2%, ce qui représente le 21% des gains totaux (20%).

Selon notre expérience, il n'est pas rare que certains fonds - dans le but de retrouver plus rapidement leur ligne de flottaison - aient recours à des *side pockets* pour éliminer du fonds les actifs non-liquides qui pénalisent la performance du fonds et donc diminuent le montant des recettes du gérant.

Un des éléments qui peut venir soutenir la thèse d'un déplacement des Hedge funds de la place financière londonienne vers la place financière suisse est l'imposition des bénéfices des sociétés de gestion ou des conseillers en investissement comme nous allons le voir.

⁶⁰ HERLEMONT, polycopiés sur la gestion alternative, disponible sur : www.yats.com/doc/hedge-funds-1-fr-ppt.pdf, consulté le 20.12.2009.

6. L'UNIVERS FISCAL ET JURIDIQUE

6.1. Nouveaux régime fiscal pour les gestionnaires de Hedge funds à Londres

C'est en juin 2008 que la *Financial Services Authority* (FSA), gendarme des marchés britanniques, a pour la première fois décidé de durcir la surveillance des nombreux Hedge funds basés à Londres. Ainsi la FSA a décidé dans un premier temps d'augmenter dès avril 2010 le taux de prélèvement fiscal de 40% à 50% sur les revenus de plus de 250'000 francs en Grande Bretagne⁶¹.

Cette annonce a eu l'effet d'un Tsunami pour les gérants de Hedge funds basés à Londres (ville qui ne regroupe pas moins de 80% de l'activité des Hedge funds en Europe).

De son côté, la Suisse offre des conditions fiscales intéressantes à ces gestionnaires. Toutefois, l'imposition des revenus des gestionnaires peut varier en fonction des cantons. Un gérant de Hedge fund se verra taxé sur ses revenus à hauteur de 40% à Genève et seulement 23% à Zoug.

De plus, les gérants de fonds pourront apprécier l'absence de taxation des gains en capital (sauf en cas d'activité considérée comme un revenu professionnel), une TVA peu élevée, un système de surveillance adapté et la possibilité pour ces nouveaux venus de négocier des forfaits fiscaux⁶².

Il est néanmoins important de préciser que le canton de Genève regroupe à lui seul les deux tiers des Hedge funds actifs en Suisse, bien que le niveau de taxation des revenus des *funds managers* soit plus important que celui de Zoug.

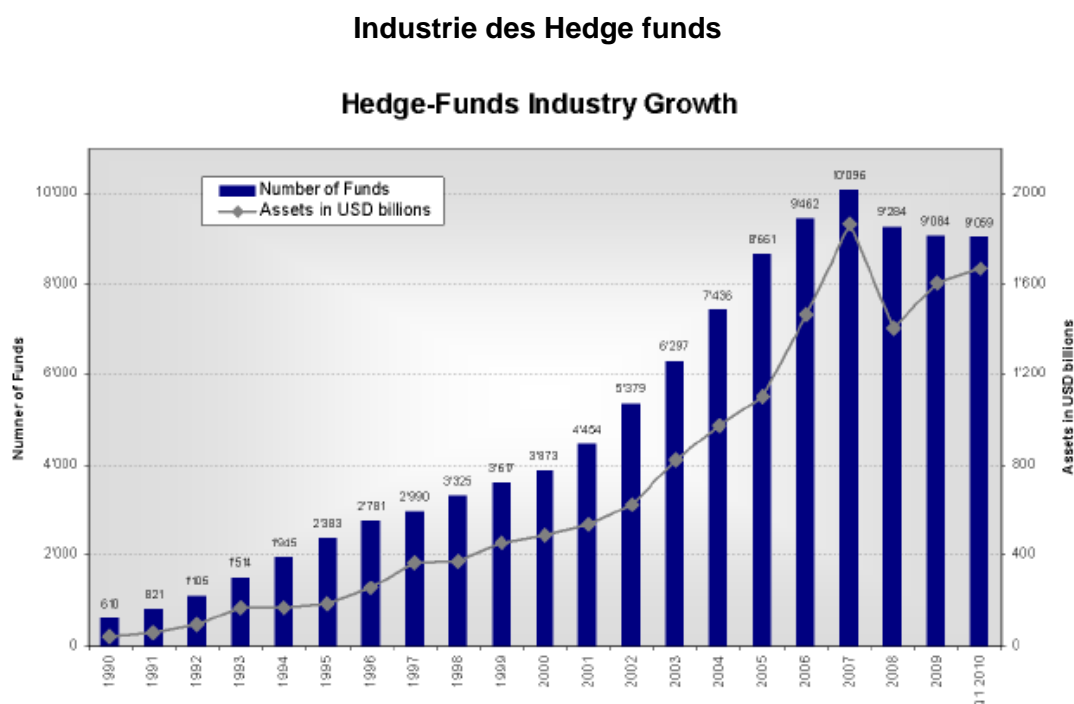
Il n'en a pas fallu beaucoup plus pour que les premiers Hedge funds décident d'installer leur bureau de gestion en Suisse. Ainsi, selon une récente étude du magazine « Bilan », le nombre de ceux-ci se monterait déjà à près de 130 au 18 novembre 2009. Parmi eux, nous pouvons citer le fonds « Blue Crest » qui a annoncé son installation à Genève avec pas moins de 50 collaborateurs. « Philippe Jabre » (« Jabcap fund ») qui est arrivé en 2006, mais aussi des fonds de taille plus importante comme « Brevan Howard Asset Management » (le plus gros fonds spéculatif d'Europe)

⁶¹ DELAYE, les Hedge funds britanniques confirment leur exode à Genève, *in* Bilan.
⁶² MAURISSE, reprise des propos de Michel Dominicé, gérant du hedge funds Suisse auquel il a donné son nom, *in* Le Figaro

qui a annoncé la future implantation d'un bureau de cent collaborateurs dans la région genevoise.

Mais comment expliquer alors que Genève ne représente que 2% (à fin 2009) de l'industrie alternative⁶³ ? Une hypothèse parmi d'autres est la baisse conséquente des *performances fees*. En effet, comme nous l'avons vu au point précédent, les *performances fees* sont la source première de revenu pour les gérants. Or, l'industrie des Hedge funds a enregistré un repli de 30% de ses actifs sous gestion pour se situer à près de 1.500 milliards de dollars fin 2008 (conséquence des 180 milliards de dollars retirés par les investisseurs au cours du second semestre 2008). Les performances de ces fonds ont été négatives et ont baissé de 18% selon le *Hedge fund Research* (HFR). Ce recul est le plus important constaté depuis 1994 et est marqué par la disparition de près d'un millier de fonds pour se fixer à environ 10'000 encore en activité toujours selon le HFR.⁶⁴

Figure 6



Source: HFR⁶⁵

⁶³ RUCHE, La fiscalité freine l'installation des gérants de hedge funds , in l'AGEFI.

⁶⁴ INTERNATIONAL FINANCIAL SERVICES LONDON, Research, Fund 2009, Octobre 2009

⁶⁵ HEDGE FUNDS RESEARCH, www.hedgefundsresearch.com, 1Q 2010

Dès lors, une bonne partie des Hedge funds n'a pas renoué avec ses niveaux de performance d'avant crise. Selon une récente étude de « TrimTabs », firme de recherche indépendante, après l'analyse de plus de 1'100 Hedge fund parmi les plus importants seulement 13% des gérants ont retrouvé leur niveau *high water mark* et 18% se situent à encore 30% de cet objectif⁶⁶. Les gérants ne toucheront donc pas leur commission de performance puisqu'ils n'auront pas retrouvé leur niveau de flottaison (HWM) ce qui en conséquence limitera fortement leur imposition. Lorsque les gérants percevront à nouveau des commissions de performance l'imposition de 50% de taxe décidé par la FSA prendra toute son importance.

Toutefois lorsque les Hedge funds renoueront avec les performances d'autrefois, ils laisseront apparaître au gestionnaire le différentiel fiscal qui existe entre la Suisse et l'Angleterre. C'est à ce moment-là que nous pourrons constater un éventuel renforcement de leur délocalisation.⁶⁷

6.2. Le régime fiscal des Hedge fund managers en Suisse

« La volonté de quitter Londres est bien présente mais la Suisse n'en profite pas pleinement car son cadre, notamment fiscal, doit être amélioré »

(Thierry Boitelle, 2009, conférence d'Academy & Finance)⁶⁸

Le traitement fiscal des *carried interest* (autrement dit du gain en capital) et des honoraires de performance prélevés par les gérants de fonds alternatif pourraient être optimisés. En effet, en Suisse, les gains en capital des gérants de fonds alternatifs sont considérés comme une rémunération professionnelle et imposés de manière ordinaire, ce qui n'est pas le cas aux États-Unis par exemple qui accordent des taux privilégiés proche de 15% à 20%⁶⁹. A Genève, le taux d'imposition maximal atteint 45%. Toutefois, dans le cadre du « Comité de pilotage Dialogue place Financière » (CODIFI) mis en place par le conseiller fédéral Hans-Rudolf Merz et les responsables des associations du secteur financiers un groupe de travail a été créé. Dans le cadre de ce groupe, composé de l'Administration Fédérale des Contributions (AFC), de l'Association Suisse des Banquiers (ASB) et de la *Swiss Fund Association* (SFA) il est

⁶⁶ CROUZET, *in* le Temps

⁶⁷ DELAYE, les Hedge funds britanniques confirment leur exode à Genève, *in* Bilan.

⁶⁸ RUCHE, Les solutions pour attirer les Hedge funds, selon les propos de Thierry Boitelle fiscaliste chez « Altenburger » à Genève, *in* L'AGEFI Suisse

⁶⁹ RUCHE, Les solutions pour attirer les Hedge funds, selon les propos de Thierry Boitelle fiscaliste chez « Altenburger » à Genève, *in* L'AGEFI Suisse

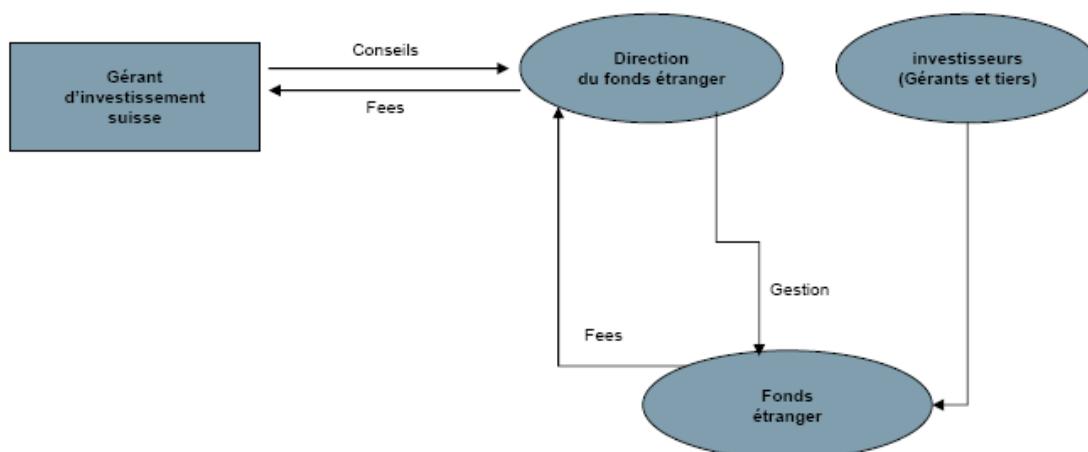
question d'œuvrer pour trouver des solutions de traitements fiscaux compétitifs pour les Hedge funds et Private Equity.⁷⁰

Le projet de circulaire de septembre 2008, dans le cadre du « CODIFI », autorise trois structures concernant le traitement fiscal des gérants de fonds alternatif. La première structure explicitement autorisée est celle des fonds avec des dettes et/ou une classe de capital spéciale. La seconde est une structure d'investissement en deux étapes. La troisième est une structure de fonds étrangers.⁷¹

Cette troisième forme suppose que le fonds ainsi que ses structures sont *offshore*, toutefois certaines tâches sont déléguées à des entités en Suisse. Dès lors, une répartition internationale des commissions de performance et/ou des *carried interest* et *management fees* doit être faite, ce qui permet aux entités résident en Suisse de limiter leur imposition.

Figure 7

Structure des fonds étrangers



Source : Thierry Boitelle (présentation novembre 2009, slide 11)⁷²

⁷⁰ DOSSIER DE PRESSE CONCERNANT LE RAPPORT DU CODIFI au comité stratégique, disponible sur : http://www.six-group.com/media_releases/online/media_release_200809050950_fr.pdf , consulté en mars 2010.

⁷¹ BOITELLE, Comment optimiser le régime fiscal des hedge fund managers en Suisse ?, Genève 26 novembre 2009, présentation disponible sur : http://www.altenburger.ch/uploads/tx_altenburger/tb_2009_Academy_Finance_Geneve.pdf, consulté en février 2010.

⁷² BOITELLE, Comment optimiser le régime fiscal des hedge fund managers en Suisse ?, Genève 26 novembre 2009, présentation disponible sur : http://www.altenburger.ch/uploads/tx_altenburger/tb_2009_Academy_Finance_Geneve.pdf, consulté en février 2010.

L'Administration Fédérale des Contributions consentit, dans sa circulaire⁷³, à un assouplissement important de la gestion active d'entités *offshore*. Ainsi, la gestion d'investissement, l'administration du fonds et la gestion de produits peuvent être fournies depuis la Suisse. Cependant, deux conditions cumulatives doivent être remplies.

Premièrement, le conseil d'administration du fonds doit surveiller l'activité commerciale et veiller au respect des prescriptions juridiques. Il doit par ailleurs être composé majoritairement de non résidents Suisse et se tenir hors de Suisse.

Deuxièmement, La banque dépositaire ne doit pas avoir son siège en Suisse.

Toutefois, en l'absence de jurisprudence, il est fortement recommandé d'obtenir des confirmations préalables auprès de l'autorité compétente.

Enfin, d'autres structures probablement plus adaptées aux Hedge funds passent par la simple création d'un bureau de représentation ou d'une succursale en Suisse.

6.3. Une nouvelle directive européenne

Après avoir lancé une consultation publique sur les Hedge funds du 31 décembre 2008 au 31 janvier 2009, la Commission européenne a annoncé le 29 avril dernier, soit peu de temps après le G20, vouloir mettre à l'étude une nouvelle réglementation des Hedge funds au sein de l'Union Européenne, qui selon ses propos « [...] ont contribué à l'éclatement de la crise financière ». ⁷⁴. Ce projet de directive intitulé *Alternative Investment Fund Management (AIFM)*, traduit la forte volonté de l'Union Européenne de mettre sur pied un cadre réglementaire des fonds alternatifs. Dans cette approche, les fonds alternatifs sont définis par opposition aux fonds UCITS III (ou OPCVM) regroupant du même coup des fonds *private equity*, *commodity funds*, *real estate funds* et *infrastructure funds*.

Dans sa forme actuelle, ce texte contient un nombre important d'exigences comme l'enregistrement des Hedge funds auprès d'une autorité de régulation des marchés si la masse sous gestion du fonds est supérieure à 100 millions d'euros avec levier ou à

⁷³ Les placements collectifs de capitaux en matière d'impôt anticipé et de droits de timbre, Administration fédérale des Contributions, circulaire 1-024-VS-2008-F du 01.01.2009, disponible sur : <http://www.estv.admin.ch/bundessteuer/dokumentation/00242/00380/index.html?lang=fr>

⁷⁴ COMMISSION EUROPÉENNE, Maîtriser les investissements à risque, 30 avril 2009, http://ec.europa.eu/news/economy/090430_fr.htm, consulté le 25 décembre 2009

500 millions d'euros sans levier et dont l'investissement est bloqué pour cinq ans au moins. « Le premier seuil de 100 millions impliquerait que près de 30% des gérants de hedge funds et presque 90% des actifs de fonds domiciliés en Europe seraient couverts par la directive »⁷⁵.

Les gérants basés en Europe devront également démontrer à l'autorité de régulation nationale qu'ils sont qualifiés. Ils devront fournir une information complète et détaillée concernant les activités du fonds et dévoiler leur identité ainsi que celle du personnel. Ils auront également l'obligation de divulguer au régulateur des informations relatives aux marchés sur lesquels ils investissent, leur exposition, leur performance et une revue du système de gestion des risques.

La directive prévoit aussi la communication des informations au régulateur par le biais de *reportings* sur le levier et les positions de Hedge funds dans le but de limiter le risque de contrepartie et *in fine* le risque systémique.

Les exigences en matière de fonds propres sont elles aussi visées par AIFM. Le texte propose d'aligner les exigences en matière de capital permanent avec la directive sur les OPCVM. À cet égard, les AIF autogérés devraient disposer d'un capital initial minimum de 300'000 euros.⁷⁶ Pour les fonds de grande taille, dépassant les 250 millions d'euros, la directive limite le capital supplémentaire nécessaire à 10 millions d'euros.

La protection des investisseurs est elle aussi un point essentiel de la directive. Elle confirme que ces fonds ne pourront être distribués qu'à des investisseurs professionnels et interdit tout placement d'investisseurs non-professionnels. La distribution sera donc limitée aux seuls investisseurs qualifiés.

Le texte exige la transmission d'informations et une plus grande transparence concernant le niveau de risque, le rendement, les caractéristiques relatives à la liquidité, la gestion des risques, le pourcentage d'actifs qui sont sujet à des arrangements spéciaux, les commissions (directes et indirectes) ou l'identité des fournisseurs de services (auditeur, dépositaires, etc.)

L'Allemagne et la France (par la voix de Christine Lagarde) estiment que cette directive ne va pas assez loin. Ces deux pays font pression pour que le label européen de fonds

⁷⁵ AGLIETTA/ KHANNICHE/ RIGOT, p. 297.

⁷⁶ PARLEMENT EUROPÉEN, Fonds alternatifs : les députés demandent moins de spéculation et davantage de transparence, le 18 mai 2010, disponible sur : http://www.europarl.europa.eu/news/expert/infopress_page/042-74646-137-05-21-907-20100517IPR74645-17-05-2010-2010-false/default_fr.htm

alternatifs interdise des fonds domiciliés dans des paradis fiscaux. : « Nous ne pouvons pas combattre, d'une main, les centres non coopératifs et leur ouvrir, de l'autre, tout grand les portes de l'Europe »⁷⁷. De son côté l'AIMA (association professionnelle des Hedge funds, qui regroupe près de 1'200 de ces fonds) perçoit cette directive comme une menace pour son industrie et reproche à Bruxelles d'ignorer l'importance de la *City* comme grande place financière dans la gestion alternative.

L'objet de la discordie pour les Hedge funds porte principalement sur les limitations de l'effet de levier, les positions agrégées et à fort levier, les exigences de capital réglementaire, l'utilisation d'une banque européenne comme dépositaire et les restrictions de ventes. Toutes ces mesures affecteraient considérablement la compétitivité de la place londonienne et pourraient, toujours selon l'AIMA, avoir des impacts négatifs jusqu'aux États-Unis. L'association va même plus loin et parle d'une « [...] guerre internationale des Hedge funds en faisant de l'Europe une forteresse imprenable par les fonds américains »⁷⁸.

L'AIMA reproche également à AIFM de prévoir des mesures protectionnistes et anti-compétitives. Ainsi, l'obligation pour le fonds d'avoir un dépositaire européen - même si il s'agit d'un fonds *offshore* - revient à exclure tous les fonds américains. De plus et concernant la distribution de ces fonds offshore, la commission a décidé de leur fournir un passeport européen sous certaines conditions comme des exigences de régulation, supervision et coopération fiscale. Toutefois, ces exigences n'entreraient en vigueur que dans trois ans, période durant laquelle l'UE vérifiera que les garanties nécessaires (notamment une équivalence de réglementation et l'échange d'informations fiscales) sont présentes dans les territoires où sont domiciliés ces fonds *offshore*.

On comprend alors aisément qu'il deviendra plus difficile pour les fonds américains de s'adresser aux investisseurs européens et inversement. Si la directive était adoptée en l'état actuel des choses, elle pénaliserait également la Suisse qui ne pourrait probablement pas proposer ses services aux investisseurs qualifiés de l'UE sans connaître de grandes difficultés. Cependant il y a de bon espoir que l'Union Européenne reconnaisse l'autorité de la FINMA comme équivalente à celle mise en place au sein de l'Europe.

On peut penser que si la directive AIFM est trop restrictive, certains gestionnaires de fonds européens opéreraient pour un déplacement de leur activité vers des centres

⁷⁷ AGLIETTA/ KHANNICHE/ RIGOT, p. 300.

⁷⁸ AGLIETTA/ KHANNICHE/ RIGOT, p. 306.

financiers extérieur à l'Union européenne et distribueraient ainsi leur produit aux États-Unis ou en Asie.

Cette réglementation, établie par les États membres de l'UE et le parlement européen, est, comme nous l'avons dit, une source d'inquiétude supplémentaire dans le milieu des gérants de Hedge funds, bien que ses objectifs semblent avoir été revus à la baisse sous la présidence suédoise de l'UE qui espérait arrêter une position commune des 27 membres sur ce dossier à la fin de son mandat.⁷⁹ La nouvelle présidence espagnole hérita finalement d'un dossier non-bouclé.

Cette directive inquiète certains des plus grands fonds spéculatifs de Londres, si bien que d'aucuns n'ont pas hésité à envisager de quitter la City pour les États-Unis ou la Suisse, rapporte le Financial Times⁸⁰. En conséquence, la FSA et le Trésor britannique se sont engagés à faire le maximum pour « lutter contre l'adoption de cette initiative » indique également le quotidien. Affaire à suivre.

⁷⁹ TOYER, Les eurodéputés muscleront la régulation des Hedge funds – Rapport, *in* Reuters le 21.11.2009.

⁸⁰ GREMAUD, Les Hedge funds de la City menacent de migrer, *in* le Temps

7. SYNTHÈSE

La question d'un déplacement des Hedge funds vers la place financière suisse ne doit pas être comprise comme la domiciliation de ces fonds dans notre pays. Un Hedge fund, comme nous l'avons déjà dit, est un tissu de partenaires qui fonctionnent comme un réseau. Ce déplacement se limiterait donc aux seuls *managements companys* (ManCo) et *investment advisers*, qu'il s'agisse de fonds *offshore* (placement privé) ou de fonds UCITS distribués au sein de l'Union européenne.

Pour ces sociétés de gestion, la Suisse et particulièrement Genève présentent l'avantage de pouvoir négocier leur installation fiscalement parlant. La ManCo opte généralement pour la forme d'une société anonyme. Ainsi, cette forme jouit d'une grande liberté puisqu'elle n'est pas soumise à la surveillance de la FINMA. La proximité entre Genève et Londres est également un facteur à prendre en considération et qui peut représenter un avantage par rapport à New York⁸¹, place importante dans la gestion des Hedge funds.

Alors que le feu concernant la fiscalité et le secret bancaire couve entre la Suisse et l'Union Européenne, nous pouvons douter de la réelle volonté de notre pays de devenir une terre d'asile pour les Hedge funds et du même coup de jeter de l'huile sur les braises.

Accusés de mettre à mal la finance mondiale et de représenter un risque certain, les gérants de Hedge funds pourraient essayer de gagner en crédibilité aux yeux du grand public en intégrant une place financière « propre ». Cependant, on peut douter que la Suisse, déjà très ébranlée par les nombreuses attaques de l'UE ou des Etats-Unis, démarque de son propre chef des compagnies de gestion londoniennes. Elle pourrait très bien s'attirer les foudres d'autres places financières si un grand nombre de Hedge funds décidait de rejoindre notre pays.

Un facteur à ne pas négliger est celui de la présence en Suisse - et notamment dans le bassin genevois - de nombreuses banques et banques privées spécialisées dans la gestion de fortune. Ces banques gèrent aussi bien les portefeuilles de particuliers fortunés que de clients institutionnels qui représentent les premiers investisseurs de Hedge funds. Cette nouvelle proximité entre les banques suisses et ces fonds de placement pourraient donc être bénéfiques en matière de *marketing* pour les Hedge funds et en matière de transparence pour les clients.

⁸¹ MONSIEUR ERIC SYZ, entretien du Lundi 3 mai 2010 voir annexes.

Genève a-t-elle vraiment les moyens d'accueillir un vague de gérants alternatifs dans son pays ? Cette ville semble déjà drainer un plus grand nombre de gérants que Zurich⁸², ce qui ne va pas sans poser quelques problèmes. La gestion de Hedge funds repose généralement sur des stratégies ou des modèles compliqués et nécessite donc le concours de collaborateurs au niveau de connaissances élevé. Lorsqu'une cellule de gestion se déplace, elle le fait avec un nombre d'employés qui peut être conséquent en fonction de sa masse sous gestion. Dès lors, comment loger un grand nombre de nouveaux arrivants aux exigences certaines ? Dans un marché immobilier déjà tendu, Genève pourrait craindre de voir les loyers du canton exploser à l'image de ceux de la capitale britannique. Par ailleurs, les familles de ces employés ont recours aux services d'écoles privées internationales qui croulent littéralement sous les demandes d'inscription et doivent fréquemment en refuser en sélectionnant les meilleurs dossiers⁸³. La tâche s'annonce donc particulièrement ardue.

Il n'est pas certain que la majorité des politiques aient compris l'importance du phénomène si le déplacement des ManCo ou conseillers en investissement se poursuit. Certains d'entre eux hésitent encore sur la politique à adopter face à ces entrepreneurs - ou requins de la finance - en fonction des points de vue⁸⁴. Certains politiques remettent en question les réelles retombées économiques pour Genève, notamment en termes d'emplois. En effet, avec le déplacement d'équipes entières de la place londonienne vers la Suisse, les quelques emplois créés se limiteront sans doute à des postes administratifs ne nécessitant que peu de qualifications.

La pression réglementaire en direction de ces fonds de placements devrait s'intensifier. La stratégie de certains fonds « activistes » qui prennent le contrôle d'entreprises pour en augmenter la valeur sur les marchés - et finalement revendre leur participation - ne trouve pas échos dans le monde politique et encore moins aux yeux du grand public. Selon la Doxa, cette stratégie a pour conséquences de déstabiliser les entreprises et l'ensemble des marchés financiers.

Cette impopularité a encore été exacerbée par la pression exercée sur la monnaie unique européenne, notamment depuis les inquiétudes qui reposent sur le cas Grec. La directive AIFM que certains déclarent mort-née⁸⁵ pourrait bien s'en retrouver dynamisée et revêtir une forme contraignante. Toutefois, les pressions américaines contre la directive - qui est perçue comme une mesure de protectionnisme de la place

⁸² MONSIEUR ERIC SYZ, entretien du Lundi 3 mai 2010 voir annexes.

⁸³ Selon telephone à l'Ecole International de Genève.

⁸⁴ MONSIEUR ERIC SYZ, entretien du Lundi 3 mai 2010 voir annexes.

⁸⁵ MONSIEUR ERIC SYZ, entretien du Lundi 3 mai 2010 voir annexes.

financière européenne - risque de s'intensifier elles aussi. Ceci pourrait forcer les États-Unis à adopter des mesures plus restrictives (en termes de distribution) contre les fonds de placements européens.

De son côté, le parlement européen a accepté le niveau un (sur trois) de la nouvelle directive européenne UCITS IV qui, si elle est adoptée, devrait entrer en vigueur au premier juillet 2011. Cette nouvelle directive comportera plusieurs modifications dont les principales sont les suivantes ⁸⁶:

- Rationalisation de gamme : une société de gestion pourra rationaliser sa gamme par la mise en place de fonds maître (*master*) et nourrice (*feeder*).
- Passeport européen des fonds : un fonds homologué par un pays membre de la communauté pourra être commercialisé dans les autres pays de la zone euro pour autant qu'il obtienne un visa du régulateur du pays hôte dans un délai de quarante-huit heures.
- *Key investor document* (KID) : le KID comportera toutes les informations nécessaires aux investisseurs sous une forme simplifiée et claire sur la nature du produit.
- Passeport européen des sociétés de gestion : une société domiciliée dans un pays européen pourra gérer un fonds à distance dans un autre pays membre. De même qu'une société de gestion agréée dans un pays membre pourra domicilier ses fonds dans n'importe quel autre pays de la communauté européenne.

L'avantage de UCITS IV est que les fonds de droit suisse pourraient être distribués au sein de la communauté européenne à la seule condition que notre système de régulation soit reconnu équivalent à celui de l'UE, ce qui représente certainement une avancée à ne pas négliger. Cependant, selon les débats que nous avons suivis lors d'une conférence des *friends of funds* à Genève,⁸⁷ un fort risque demeure en ce qui concerne la reconnaissance du droit suisse comme équivalent à celui de l'Union européenne. En effet, les orateurs ont souligné à plusieurs reprises que la majorité des avoirs suisses se trouvaient au Luxembourg et que rien n'empêchait une domiciliation du fonds dans ce pays avec un *investment adviser* en Suisse.

⁸⁶ BNP PARIBAS SECURITIES SERVICES, UCITS IV the transforming event for European asset managers and distributors, A research publication from BNP Paribas 2010.

⁸⁷ Conférence Friends of funds, les salons à Genève, « AIFM et UCITS IV: réglementation de l'UE dirigée contre la Suisse »

La croisade que mène l'Union Européenne contre les fonds spéculatifs et plus précisément les ventes à découvert ou l'utilisation d'effets de levier qui sont nécessaires à leur stratégie d'investissement accentue la possibilité d'un déplacement probable de la gestion des Hedge funds de la place financière londonienne vers la Suisse. Les décisions que prendra la Commission Européenne mi 2010 seront un élément sans doute déterminant dans le choix de cette délocalisation.

Que pensent les *funds managers* de cette agitation ? Une récente étude a été menée par « Greenwich Associate » pour le compte d' « Ernst&Young » qui a interrogé les cent plus gros Hedge funds du monde (représentant près de 680 milliards d'actifs sous gestion) sur l'impact des forces du marché et du nouvel environnement réglementaire ainsi que sur les mesures prises par ces derniers pour faire face à un avenir incertain. Il ressort de cette étude que peu de gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs, hors de l'Europe, sont au courant des discussions en cours concernant la directive AIFM. 33% d'entre eux pensent que les futurs changements dans l'industrie des Hedge funds seront d'ordre légal (lois nouvelles et plus strictes). 83% des gérants pensent que ces nouvelles contraintes légales auront pour effet d'augmenter considérablement les coûts pour leur fonds. Selon eux, si cette directive était adoptée sous sa forme actuelle - comme exposé dans ce document - un sixième cesserait immédiatement toute activité en Europe et pas moins de 30% renonceraient à ouvrir un site sur le vieux continent. Cette étude précise également avoir observé une nette tendance des Managers interrogés à envisager la délocalisation partielle ou complète de leurs activités en Suisse et plus particulièrement dans la région genevoise.⁸⁸

Comme nous l'avons vu précédemment, le taux d'imposition à la City est certainement lui aussi un vecteur. En prises à des difficultés budgétaires, le gouvernement anglais devra trouver de nouvelles sources de financement, ce qui représente un risque pour le monde des Hedge funds et de la finance de voir leur imposition grimper en flèche. De son côté, la Suisse paraît en meilleure forme économique et ne devra visiblement pas recourir à une augmentation des recettes ou à la suppression de ses paquets fiscaux. La Suisse offre également une très bonne qualité de vie, un environnement réglementaire stable et une infrastructure financière solide.

⁸⁸ Présentation de Castaldo Castagna « Global hedge fund survey, Weathering in the storm » octobre 2009 en association avec Ernst&Young et Greenwich Associate.

Une chose paraît certaine, les Hedge funds sont innovants d'un point de vue financier. Il est donc vraisemblable que ce type de fonds, s'ils quittent la ville de Londres, choisissent de rejoindre une autre grande place de la gestion comme Genève.

8. CONCLUSION

8.1. Principe

L'établissement de sociétés de gestion en Suisse et plus particulièrement à Genève semble se préciser depuis le premier avril 2010, date à partir de laquelle les citoyens britanniques gagnant plus de 500'000 Livres voient leur revenu taxé à hauteur de cinquante pourcents. Cependant l'installation de tels fonds reste très discrète et leur nombre réel difficilement chiffrable. Selon nos informations, leur nombre se situerait autour d'une dizaine.⁸⁹ Parmi eux nous pouvons citer « Bluecrest » (10 milliards sous gestion et « Brevan Howard » (27 milliards sous gestion).

Figure 8

Localisation des Hedge funds anglais à Genève



Source : Tribune De Genève, du 10 Avril 2010

La question n'est donc pas de savoir si leur implantation en terre genevoise aura lieu mais quelle importance elle revêtira. Restera-t-elle marginale ? Sera-t-elle de masse ?

⁸⁹ MONSIEUR ERIC SYZ, entretien du Lundi 3 mai 2010 voir annexes, et ECKERT, Les Hedge Funds sont arrivés à Genève. Ou se nichent-ils ? in la Tribune de Genève, disponible sur le lien Internet : <http://www.tdg.ch/geneve/economie/hedge-funds-arrives-geneve-nichent-2010-04-09> (consulté le 10.04.2010).

Nous ne pouvons pas apporter de réponse certaine à cette question sans faire de spéculations hasardeuses.

Toutefois nous tenterons d'en définir l'amplitude à partir de l'analyse des menaces faite précédemment.

8.2. Amplitude de la migration

Comme nous l'avons vu, il est important de prendre en considération l'ensemble des facteurs pouvant motiver une probable migration. Les raisons fiscales ou les pressions réglementaires européennes ne peuvent expliquer à elles seules un déplacement des structures de gestion en Suisse. Il nous faut également tenir compte du contexte économique et politique européen ainsi que des ressources disponibles en Suisse.

Premièrement, le contexte économique européen aura sans doute un impact sur le déplacement des *Hedge fund managers* de la City vers la Suisse. La situation délicate de la Grèce en ce début d'année 2010 et le soutien tardif de l'Allemagne à ce pays à remis une fois encore les Hedge funds au devant de la scène, accusés par certains journalistes de spéculer sur une baisse des cours des emprunts d'État grecs, espagnols ou portugais et de faire chuter les cours de l'euro etc. L'Allemagne, après avoir apporté son aide financière à la Grèce, a décidé d'interdire, le 19 mai 2010, la vente à découvert nue s'appliquant aux actions des dix plus importantes institutions du pays, aux couvertures de défaillances (*Credit Default Swaps – CDS -*), aux obligations des gouvernements de la zone euro. Cette interdiction, utilisée comme instrument politique, fait une nouvelle fois apparaître la vente à découvert comme une force déstabilisatrice et fait office de rappel pour les spéculateurs. Cette décision ne vise donc pas directement les Hedge funds mais laisse penser que le soutien des allemands à la directive « AIFM » dans sa forme la plus restrictive ne changera pas.

Deuxièmement, la forme finale que prendra la directive européenne « AIFM » sera, à n'en pas douter, un signal fort envoyé à l'attention des Hedge funds. Dans une version peu contraignante elle pourrait n'entraver que légèrement l'activité de ces fonds de placement et pousser les sociétés de gestion à rester en Europe. Dans sa version très contraignante, celle-ci pourrait affecter considérablement l'industrie et créer deux clans au sein de l'industrie des Hedge funds. Le premier, celui de ceux qui chercheront à la contourner en s'installant dans des juridictions plus accueillantes ou neutres. Le deuxième, celui de ceux qui, malgré les coûts (d'opportunité et de mise en conformité) feront le choix de maintenir leur activité au sein de la zone euro.

Selon nous, « AIFM » est avant tout une condamnation morale des pratiques utilisées par les Hedge funds. La crise économique a durement frappé le secteur bancaire et obligé les États, européens notamment, à fortement s'endetter pour assurer la survie de ce secteur. Cette directive est, selon nous, également une condamnation politique de la gestion alternative et de ses activités laissant supposer qu'elles pourraient être néfastes voir illégales. On peut aussi reprocher à la directive européenne de limiter ses attaques au simple fabricant (le *fund manager*) et non au produit (le fonds et son réseau de partenaires)⁹⁰.

Comme nous l'avons vu précédemment, les Hedge funds ont une structure très particulière, comprenant un réseau de partenaires agissant contractuellement les uns avec les autres. La réglementation devrait donc s'appliquer à l'ensemble de ces relations contractuelles et non uniquement au travers d'une réglementation du gérant.

Les Hedge funds et leurs gestionnaires pourraient être sous « AIFM » comparables à des requins de la finance sans aucun lien avec l'esprit d'entrepreneur.

Il est étonnant que la directive interdise aux gestionnaires certains comportements sur les marchés alors que d'autres acteurs financiers en usent. Le désavantage compétitif pour les Hedge funds serait donc important et les encouragerait à revoir leur implantation. On peut même s'interroger sur le fondement même d'une limitation ou interdiction de la vente à découvert. Il est en effet pour le moins étonnant de condamner la spéculation à la baisse sans condamner celle à la hausse.

Dans un monde globalisé il est surprenant que certains États ou groupement d'États envisagent de telles réglementations sans coalition internationale. S'il existait réellement une volonté mondiale d'interdire certaines pratiques boursières ne serait-il pas plus utile de bannir la vente à nu (comme l'Allemagne) sur toutes les places financières ou de voter une loi commune réglementant l'activité des Hedge funds dans sa globalité ?

Pour toutes ces raisons, il est peu probable selon nous que la directive européenne « AIFM » (et ses 1'600 amendements...) revête une forme contraignante. Toutefois, elle montre une volonté politique de certains États d'entraver l'activité des Hedge funds. Il ne serait donc pas impossible que certains *fund managers* prennent les devants et optent pour un déplacement de leur centre stratégique ou que certains « jouent la montre » pour retarder au maximum la prise d'une décision importante.

⁹⁰ COL, Directive AIFM : chronique d'un échec annoncé, *in* Le Temps

Troisièmement, comme nous l'avons déjà souligné au cours de ce travail, les ressources qu'offre le canton de Genève en termes de logement, bureaux, école privées, transport etc. est également un facteur important pour l'implantation de sociétés de gestion. En dix ans Genève a créé trente mille emplois, sa population a crû de quarante trois mille personnes, mais elle a construit en tout et pour tout treize mille logements seulement.⁹¹ Les loyers augmentent en moyenne de deux pourcents chaque année mais lors de changement de locataire, ceux-ci entre peuvent augmenter de quinze pourcents. Cette situation pourrait à terme défavoriser la venue de nouveaux Hedge funds à Genève qui, pour certains, se déplacent avec une centaine de collaborateurs qu'il faut loger. Jeudi 27 mai 2010, le conseil municipal de la ville de Genève a accepté à une large majorité le déclassement d'une partie de la zone PAV (Praille-Acacias-Vernet). Cette zone de développement urbaine est en quelque sorte le dernier poumon pour Genève, qui prévoit d'y implanter plusieurs milliers de logements et de bureaux. Cette décision est un message fort envoyé aux entreprises désireuses de s'installer en terre genevoise. Même si le projet doit encore franchir de nombreuses étapes avant les premiers coups de pioche, le PAV pourrait sans doute avoir un impact favorable sur l'implantation de nouvelles sociétés de gestion.⁹²

Quatrièmement, d'un point de vue juridique et fiscal, la Suisse doit trouver des solutions pour garantir l'accès aux fonds et gérants suisses au marché européen, et entamer des discussions avec l'Union Européenne pour faire reconnaître son droit comme équivalent à celui de la communauté européenne du point de vue de la régulations des *Hedge funds managers*. Au niveau fiscal, la Suisse peut également s'améliorer en proposant une imposition adaptée des *carried interest* et des commissions de performance. La migration des Hedge funds de la place financière londonienne à la place financière suisse en dépend.

En conséquence, il est nécessaire selon nous que l'ensemble des politiques et des acteurs de la place financière genevoise soient conscients qu'il est primordial de développer de nouvelles activités dans le secteur financier suisse. C'est seulement à ces conditions que le nombre de sociétés de gestion de fonds pourrait augmenter.

⁹¹ BERNET, La crise du logement, ce mal qui ronge Genève, *in* la Tribune de Genève
⁹² MONSIEUR ERIC SYZ, entretien du Lundi 3 mai 2010 voir annexes.

Bibliographie

OUVRAGES

AESCHLIMANN LIONEL, actualité CDBF, La CFB publie son rapport, 18 septembre 2007

AGLIETTA MICHEL/KHANNICHE SABRINA/RIGOT SANDRA, Les Hedge funds, entrepreneurs ou requins de la finance, Perrin, Paris, 2010

BANQUE PICTET & CIE, Hedge funds en quête de sommets, disponible sur le lien Internet : www.pictet.com, consulté le 2 décembre 2009

BERNET CHRISTIAN, La crise du logement, ce mal qui ronge Genève, *in* la Tribune de Genève du 2 juin 2010.

BNP PARIBAS SECURITIES SERVICES, UCITS IV the transforming event for European asset managers and distributors, A research publication from BNP Paribas 2010.

BOITELLE THIERRY, Comment optimiser le régime fiscal des hedge fund managers en Suisse ?, Genève 26 novembre 2009, présentation disponible sur le lien Internet : http://www.altenburger.ch/uploads/tx_altenburger/tb_2009_Academy_Finance_Geneve.pdf, consulté en février 2010.

CAPOCCI DANIEL, Introduction aux Hedge Funds, 2^{ème} éd., Economica, Paris, 2010

CASTAGNA CASTALDO, Global hedge fund survey, Weathering in the storm, en association avec Ernst&Young et Greenwich Associate, octobre 2009

CODIFI, Dossier de presse concernant le rapport du CODIFI au comité stratégique, disponible sur: http://www.six-group.com/media_releases/online/media_release_200809050950_fr.pdf, consulté en mars 2010.

COL ALEXANDRE, Directive AIFM : chronique d'un échec annoncé, *in* Le Temps, le 19 mai 2010

COMMISSION EUROPEENNE, Maitriser les investissements à risque, Le 30.04.2009, disponible sur le lien Internet : http://ec.europa.eu/news/economy/090430_fr.html, consulté le 25.12.2009

COMMISSION FEDERALE DES BANQUES (FINMA), Hedge funds, Marktentwicklung, Risiken und Regulierung. Positionspaper der Eidgenössischen Bankkommission, rapport CFB de septembre 2007

COMMUNIQUÉ MEETING of G20 Finance Ministers and Central Bank Governors, United Kingdom, du 14 mars 2009, disponible sur le lien Internet : www.g20.org/Documents/2009, consulté le 20 février 2010

CROUZET JEAN-CHARLES, Après la crise, le retour des bons Hedge funds, *in* le Temps du lundi 7 décembre 2009

DELAYE FABRICE, La Suisse le nouveau paradis des hedge funds anglais ?, *in* Bilan magazine, n°9, du 6 mai 2009

DELAYE FABRICE Les Hedge funds britanniques confirment leur exode à Genève, *in* Bilan magazine n°20 du 18 Novembre 2009

ECKERT ELSABETH, Les Hedge Funds sont arrivés à Genève. Ou se nichent ils, *in* la Tribune de Genève, 10 avril 2010, disponible sur le lien Internet : <http://www.tdg.ch/geneve/economie/hedge-funds-arrivees-geneve-nichent-2010-04-09>, consulté le 10 avril 2010.

ENSKOG DOROTHÉE, dérivés et hedge funds , *in* emagazine Crédit Suisse du 31 mars 2008

FERGUSON ROGER/LASTER DAVID, Hedge funds et risque systémique, *in* Banque de France, revue de la stabilité financière, numéro spécial *Hedge funds*, n°10, avril 2007, p.1

FIMARKETS, liens Internet : http://www.fimarkets.com/pages/hedge_funds.html, site consulté le 20 décembre 2009

GENIER YVES, Les régulateurs veulent encadrer les enfants terribles de la finance, *in* le Temps du 12 octobre 2009

GREMAUD RINNY, Les Hedge funds de la City menacent de migrer, *in* le Temps du 4 Juin 2009

HAAG JÉRÔME, HEG Finance et Gestion des Risques : Les Hedge funds, avril 2010, disponible sur le lien Internet : http://campus.hesge.ch/risk_management/

HERLEMONT DANIEL, Polycopiés sur la gestion alternative, disponible sur le lien Internet : <http://www.yats.com/doc/hedge-funds-1-fr-ppt.pdf>, consulté le 20 décembre 2009

INTERNATIONAL FINANCIAL SERVICES LONDON, Research Fund, octobre 2009

JACQUILLAT BERTRAND, Hedge funds, private equity, marchés financiers : les frères ennemis ?, 2^{ème} éd., Paris, 2009

LHABITANT FRANÇOIS-SERGE, Hedge funds origine, stratégies, performance, Dunod, Paris, 2008

LUBOCHINSKY CATHERINE, l'Actif et le Passif des Hedge funds : un bilan favorable ?, *in* Hedge funds, private equity, marchés financiers : les frères ennemis ?, 2^{ème} éd., Paris, 2009, p. 58

MAURISSE MARIE, Genève nouveau paradis pour les hedge funds, *in* le Figaro du 23 novembre 2009

NOYER CHRISTIAN, Quelles sont les principales questions liées aux hedge funds ?, *in* Banque de France, revue de la stabilité financière, numéro spécial *Hedge funds*, n°10, avril 2007, p.2

PARLEMENT EUROPÉEN, Fonds alternatifs :les députés demandent moins de spéculation et davantage de transparence, le 18 mai 2010, disponible sur : http://www.europarl.europa.eu/news/expert/infopress_page/042-74646-137-05-21-907-20100517IPR74645-17-05-2010-2010-false/default_fr.htm , consulté le 20 mai 2010

RUCHE SÉBASTIEN, La fiscalité freine l'installation des gérants de hedge funds, *in* L'AGEFI du 27 novembre 2009

RUCHE SÉBASTIEN, Les solutions pour attirer les Hedge funds, *in* L'AGEFI Suisse, 27 novembre 2009, disponible sur : http://www.altenburger.ch/uploads/tx_altenburger/tb_2009_agefi_N%C3%A9goci%C3%A9_avec_l'UE.pdf , consulté le 12 mai 2010

SCHELLENBERG WITTMER AVOCATS, Newsletter Novembre 2008, disponible sur le lien Internet : www.swlegal.ch/CMSPages/GetFile.aspx?disposition=attachment , consulté le 24 avril 2010

TOYER JULIEN, Les eurodéputés muscleront la régulation des Hedge funds, rapport, consulté sur <http://www.reuters.com>, le 21 novembre 2009

PRINCIPAUX SITES INTERNET

Absolute alternative: www.absolute-alternative.com

Alternative Investment Management Assoc.: www.aima.org

Crédit Suisse First Boston/Tremont: www.hedgeindex.com

Edhec : www.edhec-risk.com

Eurohedge : www.eurohedge.co.uk

Greenwich Alternative Investment: www.hedgefund.com

Hedge Fund Research: www.hfr.com

Parlement Européen: www.europarl.europa.eu

World Federation of Exchanges: www.world-exchanges.org

Annexes

Entretien avec Monsieur Eric Syz.

Pour des raisons évidentes de confidentialité cet entretien est fournit uniquement au professeur accompagnant et au juré.