

Qu'est-ce qu'un hedge fund ?

Beaucoup de gens ont gardé la mentalité des physiocrates du XVIII^e siècle. Ils considèrent inconsciemment que seule l'industrie est une chose sérieuse et que la finance n'est qu'une activité parasite.

Bernard Oppetit, président de Centaurus Capital.

L'expression hedge fund est appliquée pour la première fois en 1956 à un fonds d'investissement que gère Alfred Winslow Jones depuis 1949¹. Le fonds d'investissement de Jones n'est pas ouvert au public et il combine de façon originale des positions d'achat et de vente de titres pour « couvrir » (*hedge*) l'exposition de son portefeuille aux évolutions du marché.

Depuis la fin des années 1960, les hedge funds ne se caractérisent plus par une stratégie d'investissement aussi spécifique que celle de Jones et, le plus souvent, ils ne se « couvrent » pas au sens économique du terme. Les hedge funds utilisent en fait des techniques de gestion de plus en plus diversifiées – qu'on regroupe sous le terme de « gestion alternative » – qui leur permettent de spéculer, au sens premier du terme, sur l'évolution future des marchés les plus divers².

La stratégie initiale de Jones est baptisée *long/short equity hedge*. Le fonds de Jones se livre également à des « opérations d'arbitrage » en combinant des transactions d'achat et de vente réalisées simultanément pour chercher à profiter d'une disparité de prix entre deux actifs fortement liés. La revue *Banque* donnait en 1963 cette définition : « *Arbitrage comptant contre terme : achat de titres au comptant puis vente à terme ou achat de titres à terme puis vente au comptant quand, pour la même valeur et à la même séance de Bourse, les*

1. Voir chapitre 3.

2. Cf. Annexes.

cours du comptant sont différents de ceux du terme. » C'est pour cette raison que le terme hedge fund est parfois traduit par « fonds d'arbitrage ».

Les multiples définitions

La définition de l'Autorité des marchés financiers (AMF)

On devrait évidemment commencer toute discussion sur un sujet en s'accordant sur le contenu même de celui-ci. Ce truisme s'applique parfaitement à une discussion des hedge funds parce que la définition des hedge funds est quand même loin d'être claire.

Selon l'Organisation internationale des commissions de valeur (OICV), aucune des vingt grandes places mondiales en matière de gestion d'actifs n'a adopté de définition légale précise et formelle du terme hedge fund.

En plus de son origine anglo-saxonne, le concept que nous allons étudier suscite certains préjugés « dans notre pays particulièrement rétif à intégrer culturellement la nouvelle donne d'un capitalisme financier de plus en plus désintermédié »¹.

On s'accorde cependant aux États-Unis et en Europe pour attribuer aux hedge funds les caractéristiques communes suivantes :

- ce sont des organismes de placement collectif (*collective investment schemes*) qui ne subissent pas les restrictions généralement appliquées aux fonds d'investissement grand public, notamment en matière de diversification et de négociabilité des

1. La désintermédiation traduit le passage d'une économie d'endettement à une économie de marchés financiers. Dans ce cas, une part importante des financements obtenus et des placements réalisés par les entreprises se fait directement sur les marchés financiers, sans passer par l'écran d'un intermédiaire financier dont le rôle se réduit d'un emprunteur/prêteur à celui d'un placeur des titres sur le marché financier.

www.banque-france.fr/fr/publications/telechar/rsf/2007/etud4_0407.pdf

- actifs financiers. Ils ont donc la possibilité d'acquérir des actifs illiquides et/ou complexes ;
- ils peuvent faire une utilisation illimitée des produits dérivés (*derivatives*)¹ ;
 - ils peuvent pratiquer des ventes à découvert ;
 - ils utilisent les effets de levier (*leverage*)² grâce aux financements qu'ils obtiennent de leurs courtiers (*prime broker dealers*) ;
 - ils appliquent des politiques de rémunération des gérants liées à la performance – frais de gestion : 2 % des actifs sous gestion, honoraires : 20 % de l'augmentation de ces actifs –, ce qui constitue une motivation puissante pour prendre des risques de marché importants ;
 - ils recherchent des opportunités d'investissement dans toutes les directions, non seulement sur les marchés financiers traditionnels (actions et obligations) et leurs dérivés, mais aussi sur les matières premières (*commodities*), et des opportunités d'investissement plus « ésotériques » : obligations « catastrophiques »³, œuvres d'art, financement d'œuvres cinématographiques et toutes sortes d'investissements inhabituels ;
 - ils choisissent le plus souvent de réduire la liquidité qu'ils offrent à leurs actionnaires : les investisseurs ne peuvent récupérer leur mise qu'à certaines dates précises, les parts étant bloquées pendant des durées minimales (*lock-up period*) spécifiques à chaque fonds.

1. Voir chapitre 4.

2. Les fonds utilisent « l'effet de levier », c'est-à-dire, en termes simples, qu'ils font travailler l'argent des autres. Pour un investisseur, l'effet de levier (*leverage*) consiste à faire passer le taux de rendement (qu'il soit positif ou négatif) d'une position qu'il a prise ou d'un investissement qu'il détient au-dessus du taux qu'il obtiendrait par un investissement direct de ses fonds propres sur le marché. On mesure cet effet de levier par le rapport entre les actifs gérés (*assets*) et le capital détenu (*equity*). Voir chapitre 4.

3. Voir chapitre 4.

Les hedge funds et la gestion « traditionnelle »

Callum McCarthy, président de la *Financial Services Authority* (FSA), souligne que les banques, les compagnies d'assurances et les sociétés financières utilisent également les produits dérivés, les ventes à découvert, l'effet de levier ; qu'elles investissent, elles aussi, dans des classes d'actifs inhabituels ; que les politiques de rémunération de certains des fonds qu'elles gèrent ont une structure de commission 2/20 tout à fait semblable à celle des hedge funds indépendants¹. Il faut donc souligner que les hedge funds constituent une classe d'actifs mal définie. Il faudrait plutôt dire que ce sont certains gérants qui se font appeler « hedge funds », alors qu'ils utilisent des méthodes d'investissement pratiquées par d'autres gérants qui ne se font pas appeler ainsi !

« J'ai du mal, dit McCarthy, à trouver des activités d'un gérant de hedge fund qui ne seraient pas effectuées par le *proprietary trading desk*² d'une grande banque, d'une compagnie d'assurances ou d'un courtier. » Tout le monde sait que le hedge fund qui gère le plus d'actifs au monde est JP Morgan, et que toutes les grandes compagnies d'assurances et les banques d'investissement achètent des hedge funds ou prennent des participations dans les hedge funds, comme l'ont fait AIG et Morgan Stanley dès 2004. Mais on souligne moins qu'en dehors de leurs investissements dans les hedge funds de nombreuses banques, compagnies d'assurances et courtiers se livrent à des activités qu'il est impossible de distinguer de celles réalisées par les hedge funds. Il y a ainsi au Royaume-Uni soixante gérants « *mainstream* » qui gèrent simultanément des fonds traditionnels et des hedge funds – c'est-à-dire avec les techniques évoquées ci-dessus – et qui sont en concurrence avec environ trois cents gérants spécialisés de hedge funds. Il y a donc une convergence accrue entre ce qui était considéré comme deux

1. 2 % de commission de gestion/20 % de commission de performance.

2. Le *proprietary trading desk* est le département d'une institution financière qui se livre à des opérations de *trading* pour le compte de cette institution et non pas pour ses clients, ce que fait l'*agency trading desk*. Comme le *proprietary trading desk* n'utilise par l'argent du public, il peut se livrer à des opérations qui ne seraient pas autorisées pour l'*agency trading desk*.

activités distinctes : la gestion d'actifs « traditionnelle » d'un côté, et les hedge funds non traditionnels de l'autre. Ce rapprochement donne d'ailleurs à réfléchir à ce que pourrait être une approche réglementaire unique pour les hedge funds¹.

Classement des hedge funds américains en fonction du montant des actifs sous gestion (en milliards de dollars)

JP Morgan Asset Management	34,0
Goldman Sachs Asset Management	32,5
Bridgewater Associates	30,2
D.E Shaw Group	26,3
Farallon Capital Management	26,2
Renaissance Technologies Corporation	24,0
Och-Ziff Capital Management	21,0
Cerberus Capital Management	19,2
Barclays Global Investors	18,9
ESL Investments	18,0

Source : *Absolute Return*, mai 2007.

La définition de la *Securities and Exchange Commission*

Hedge fund est le terme général, non légal, qui a été utilisé dès les années 1960 pour décrire un type de fonds d'investissement privé et non enregistré qui employait des techniques sophistiquées de couverture et d'arbitrage pour ses opérations sur les marchés des actions. Les hedge funds ont traditionnellement été réservés à des investisseurs fortunés et avertis. Aujourd'hui, le terme hedge fund fait moins référence aux techniques de couverture (que ces hedge funds peuvent ou non employer) qu'à leur statut juridique de fonds d'investissement privés et non enregistrés.

1. Voir chapitre 5.

Les hedge funds ressemblent à des organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM), car ce sont des « véhicules d'investissement » qui acceptent de l'argent de leurs investisseurs et qui l'investissent généralement sur une base collective. Les hedge funds diffèrent toutefois significativement des OPCVM, car ils ne sont pas obligés de se faire enregistrer selon les règles fédérales concernant les valeurs mobilières. Ils ne sont pas soumis à enregistrement parce qu'en général ils n'acceptent que des investisseurs financièrement avertis¹ et qu'ils n'offrent pas publiquement leurs titres. De plus, certains types de hedge funds, mais pas tous, limitent à 100 le nombre de leurs investisseurs.

Par ailleurs, les hedge funds ne sont pas assujettis aux nombreuses réglementations de protection des investisseurs qui s'appliquent aux *mutual funds* – par exemple, les réglementations concernant le degré de liquidité des actifs gérés, les réglementations limitant l'utilisation de l'effet de levier, les réglementations exigeant que les parts des OPCVM soient remboursables à tout moment, celles visant à éviter les conflits d'intérêt, les réglementations visant à assurer la transparence des opérations, et bien d'autres réglementations encore². Cette absence de réglementation permet aux hedge funds d'utiliser l'effet de levier et d'autres techniques d'investissement sophistiquées d'une manière beaucoup plus importante que les OPCVM. Il faut cependant noter que, bien que les hedge funds ne soient pas enregistrés, et qu'ils soient donc dispensés des réglementations qui s'appliquent aux OPCVM, ils sont toutefois soumis aux mesures antifraude des lois fédérales sur les valeurs mobilières.

Les hedge funds américains utilisent généralement les paragraphes 3(c) (1) et 3(c) (7) de l'*Investment Company Act* de 1940 pour éviter l'enregistrement et les réglementations au titre de

-
1. Ces riches investisseurs sont appelés *high net worth individuals* (HNWI) dans le jargon de la gestion alternative.
 2. Toutes ces réglementations découlent du *Securities Act* de 1933 qui a comme fonction première d'encadrer les activités de tous les intermédiaires financiers traditionnels faisant appel à l'épargne publique, les Bourses, les banques, les fonds d'investissement, les négociants en valeurs mobilières, les conseillers en investissement.

sociétés d'investissement. Pour ne pas avoir à enregistrer auprès de la SEC les titres qu'ils offrent, les hedge funds s'appuient souvent sur le paragraphe 4(2) et la règle 506 du règlement D du *Securities Act* de 1933¹.

La définition de la *Financial Services Authority*²

Une définition sommaire fréquemment utilisée dans les rapports officiels est : « *Tout véhicule d'investissement collectif qui est organisé privativement, qui est administré par des gestionnaires d'investissement professionnels et qui n'est pas largement ouvert au public* ». Le terme peut également se définir en considérant les caractéristiques les plus fréquemment associées aux hedge funds :

- ce sont des *partnerships* privés ou des sociétés *offshore* ;
- ils utilisent une grande variété de stratégies d'investissement en se servant largement des ventes à découvert, de l'effet de levier et des produits dérivés ;
- leurs gérants sont commissionnés à la performance ;
- leur base d'investisseurs est constituée de riches individus et d'institutions.

Les organismes officiels ont également jugé utile de distinguer une autre catégorie, les « institutions à fort effet de levier » (IFL), pour leurs travaux sur les risques systémiques³ associés aux hedge funds. Les IFL sont définies comme étant des institutions importantes, non réglementées et opaques, qui utilisent comme leur nom l'indique un fort effet de levier sur les marchés financiers. La plupart des institutions figurant dans la catégorie des IFL sont des

1. Voir chapitre 5.

2. Financial Services Authority, « Hedge funds and the FSA », Discussion Paper, 16, août 2002. www.fsa.gov.uk/Pages/Library/Policy/DP/2002/discussion_16.shtml

3. Le terme « risque systémique » est utilisé pour décrire la possibilité que survienne une série de faillites simultanées d'institutions financières – principalement des banques – en raison d'un événement majeur unique. Voir chapitre 9.

hedge funds, mais ceux-ci, dans leur grande majorité, ne sont pas assez importants et n'utilisent pas assez l'effet de levier pour appartenir à la catégorie des IFL.

Le nombre des hedge funds gérés en Europe continue à augmenter, mais la taille moyenne des nouveaux fonds a tendance à diminuer. Les nouveaux entrants se répartissent en trois groupes :

- les « boutiques » relativement petites, qui gèrent entre 5 millions et 50 millions d'euros et qui sont souvent dirigées par d'anciens responsables de *proprietary desk* de banques d'investissement ;
- les fonds « *in-house* » créés à l'intérieur de banques et de sociétés de titres. Cette stratégie permet à ces institutions de conserver leurs meilleurs gérants, puisque la rémunération accrue ne les incite pas à partir créer leurs propres fonds ;
- les hedge funds indépendants et importants dont le nombre est stable, mais dont les actifs sous gestion augmentent rapidement.

La définition de la Commission européenne

La caractéristique principale des hedge funds est qu'ils sont plus flexibles en termes de choix d'investissement et de stratégie que les organismes de placement collectif traditionnels.

Un rôle utile sur les marchés financiers

L'absence de définition légale pourrait légitimement conduire à une certaine méfiance de la part des autorités politiques. Il faut cependant souligner qu'aucune des recommandations que propose le groupe d'experts ne dépend de l'adoption d'une définition légale des hedge funds. Les hedge funds jouent un rôle particulièrement utile sur les marchés financiers :

- ils permettent de diversifier les portefeuilles. Une étude de la Banque centrale européenne a montré que les coefficients de corrélation entre les indices représentatifs des grandes familles de hedge funds et les indices des grandes Bourses internationales étaient faibles et même parfois négatifs ;

- ils obtiennent des rendements positifs et décorrélés des évolutions des marchés « actions » et « obligations », ce qui réduit l'impact des cycles économiques et la nécessité du *market timing* ;
- ils réalisent des rendements moins volatils que les organismes de placement collectif traditionnels qui investissent sur des valeurs de croissance, des valeurs technologiques et sur des marchés émergents ;
- ils contribuent à l'innovation financière et ils en bénéficient. L'impact des hedge funds sur la gestion traditionnelle peut ainsi être comparé à celui des téléphones mobiles sur la téléphonie fixe ou à celui des compagnies aériennes à bas coût sur les grandes compagnies aériennes nationales.

Idées reçues

Il faut par ailleurs rectifier certaines idées reçues sur les hedge funds :

- les gérants de hedge funds n'ont pas plus tendance à frauder ou à manipuler le marché que les gérants de fonds réglementés. Les rares cas montés en épingle par la presse sont plus à mettre en relation avec les comportements des individus concernés qu'avec les hedge funds ;
- les hedge funds ne sont plus réservés aux « super-riches » puisque les investisseurs institutionnels qui collectent l'épargne publique sans critère de niveau de revenu représentent désormais en Europe plus du tiers des actifs gérés par les hedge funds ;
- les hedge funds ne remettent pas en cause les modèles de gouvernance des entreprises. Ils deviennent simplement des investisseurs plus actifs sur les marchés « actions » et des actionnaires plus actifs dans les entreprises dans lesquelles ils ont investi. On peut en fait soutenir que les hedge funds représentent les adeptes contemporains du modèle actionnarial de la gouvernance d'entreprise¹.

1. Voir en annexe les résultats d'une étude de la Wharton School de Pennsylvania University sur « l'activisme » des hedge funds qui, conclut que les hedge funds augmentent la valeur boursière des entreprises qu'ils ciblent.

D'après la Banque centrale européenne, la structure de l'industrie des hedge funds en pourcentage du capital géré serait la suivante :

Gestion organisée à partir de

		Europe	Offshore	Autre	États-Unis	Total
Domiciliation du gérant	Europe	6,0	0,2	0,4	0,5	7,1
	Offshore	19,2	9,0	3,0	37,3	68,6
	Autre	0,0	-	0,4	0,1	0,5
	États-Unis	0,5	0,3	0,1	23,0	23,9
	Total	25,7	9,5	3,9	60,9	100

La Banque du Japon estime de son côté que la répartition en pourcentage des gérants de hedge funds au niveau mondial serait la suivante :

États-Unis	Royaume-Uni	France	Japon
52	19	3	0,4

Australie	Hong Kong	Singapour	Bermudes	Autre
1	1	1	6	17

Et que la domiciliation des fonds serait, en pourcentage, la suivante :

États-Unis	Îles Cayman	Îles Vierges	Bermudes¹
31	33	11	8

Bahamas	Luxembourg	Irlande	Autre
3	3	3	7

(1) C'est à l'hôtel Fairmont Southampton, Bermudes, que se tient régulièrement la conférence MARHedge Global Hedge Fund Summit. Alan Greenspan est la *keynote speaker* de la 14^e conférence (octobre 2007).

L'organisation d'un hedge fund

La façon dont sont structurés les hedge funds illustre bien les innovations qu'apportent ces véhicules d'investissement au secteur de la finance. Dans la gestion traditionnelle, à l'exception de l'audit externe et du dépositaire (*custodian*) des actifs, toutes les compétences nécessaires à la gestion d'un fonds d'investissement sont intégrées au sein d'une même structure. Les gérants, les analystes, les juristes, les fiscalistes et les commerciaux sont tous des employés du même fonds de placement, qui compte parfois plusieurs centaines d'employés.

Les hedge funds délèguent au contraire une large partie de leurs activités de back-office à des partenaires extérieurs qui sont choisis pour leur expertise. Les administrateurs, les courtiers principaux (*prime brokers*), les dépositaires, les juristes, etc., qui fournissent leurs services aux hedge funds, permettent ainsi à leurs gérants de se concentrer sur leur avantage comparatif : la gestion alternative.

Les statuts juridiques

Les premiers fonds américains, à l'instar de celui d'Alfred Winslow Jones, ont d'abord adopté pour des raisons d'efficacité la forme du partenariat général¹, une forme très simple, sans formalité juridique, où chaque partenaire est responsable de la gestion, du patrimoine et des obligations du partenariat.

Lors de la vague de création de hedge funds des années 1960, la solution retenue a été celle du partenariat limité. Cette forme convient bien aux hedge funds puisque les investisseurs (partenaires limités) n'engagent pas leur responsabilité en dehors d'une somme convenue, qu'ils peuvent être relativement nombreux et ne participent pas à la gestion du fonds.

1. Le *general partnership* est une forme de société américaine dans laquelle chacun des associés est sans limites responsable des engagements et des dettes du partenariat.

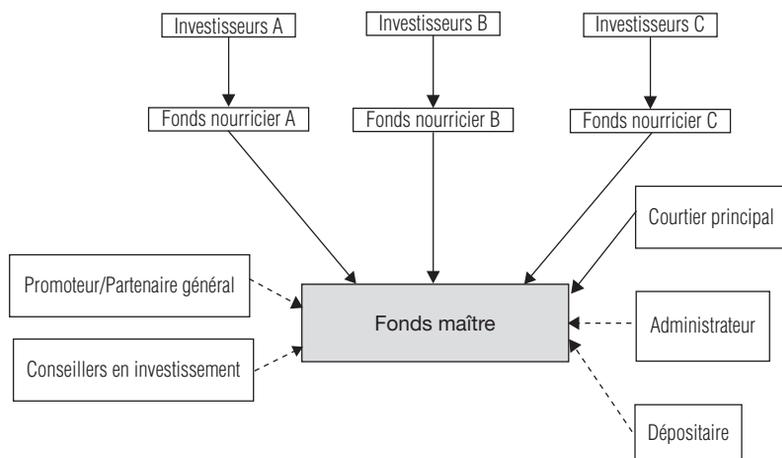
Pour des raisons fiscales, depuis les années 1980, un nombre croissant de fonds américains sont organisés sous forme de sociétés à responsabilité limitée (*limited liability corporation/LLC*).

La plupart des fonds créés en dehors des États-Unis adoptent également la forme de la société à responsabilité limitée lorsque la réglementation locale le permet¹.

Comptes gérés

Certains gérants de hedge funds offrent à leurs clients importants la possibilité d'ouvrir des comptes gérés qui, comme leur nom l'indique, sont des comptes de titres ouverts au nom du client dans un établissement financier et gérés par le hedge fund. Le compte géré « réplique » la performance du hedge fund, mais le client a la possibilité d'observer ce qui se passe sur son compte et, au besoin, de fixer des restrictions en matière de stratégie utilisée (effet de levier, risque de crédit, exposition au risque de marché, etc.).

Le leader mondial en matière de comptes gérés est Lyxor Asset Management, qui a été créé en 1999 par la Société Générale, et qui dispose de 70 milliards d'euros d'actifs sous gestion, répartis en 1 545 fonds.



Graphique 1 – La structure d'un « hedge fund »

1. Voir chapitre 7.

Fonds maître et fonds nourricier

Les fonds nourriciers (*feeder funds*) investissent la totalité de leurs actifs dans un autre fonds (*master fund*). Les fonds nourriciers sont juridiquement indépendants, mais leur gestion est totalement passive. Cette structure permet de créer autant de fonds nourriciers qu'il y a de catégories d'investisseurs, tout en gérant un seul portefeuille. Elle permet aussi de créer des fonds nourriciers dans d'autres domiciliations si nécessaire.

Le promoteur et les investisseurs

Le promoteur du hedge fund est la personne physique ou morale qui est à l'origine de sa création et qui en contrôle les destinées, soit comme partenaire général, soit comme actionnaire majoritaire (SARL). Les autres investisseurs sont soit des partenaires limités, soit des actionnaires détenant des actions sans droit de vote. C'est bien entendu le promoteur qui reçoit la rémunération fondée sur la performance (en règle générale, la commission est de 20 % de l'appréciation annuelle du fonds). Les honoraires liés à la performance peuvent toutefois inciter un gérant à prendre des risques excessifs. C'est pourquoi la plupart des hedge funds demandent à leurs gérants d'investir une fraction significative de leur fortune dans le fonds, et ils incluent une clause spéciale définissant un niveau minimal de rendement pour que les honoraires liés à la performance soient versés. Cette clause exige de plus la compensation des pertes antérieures par rapport à ce minimum.

Pour permettre aux gérants de se concentrer sur les investissements et la performance plutôt que d'être obligés de gérer des flux de capitaux entrants (souscriptions) et sortants (remboursements) comme dans les fonds traditionnels, le hedge fund peut imposer des durées minimales d'investissement, variant en général de un à trois ans, et des périodes de préavis en cas de sortie, de un à trois mois. Ces restrictions à la liquidité permettent aux gérants de disposer de la flexibilité nécessaire pour investir à long terme dans des actifs qui sont relativement peu liquides.

Comme il est relativement peu réglementé, le hedge fund n'est pas obligé de fournir des informations sur ses positions et sur la taille des actifs sous gestion. Cette caractéristique a largement contribué au mystère entourant les hedge funds et à l'attrait qu'ils exercent sur les investisseurs individuels. L'intérêt que portent les investisseurs institutionnels aux hedge funds depuis la fin des années 1990 se traduit progressivement par une plus grande transparence des hedge funds, non pas tant sur le détail de leurs portefeuilles que sur les risques réellement encourus.

La société de gestion, les conseillers en investissement

Le gérant est la société qui appartient au promoteur et qui est chargée de l'ensemble des décisions opérationnelles liées à l'activité du fonds. Cette société emploie le personnel nécessaire à la gestion et elle reçoit une commission de gestion sous forme d'un pourcentage fixe – autour de 2 % – des actifs sous gestion¹.

Les conseillers en investissement peuvent apporter une expertise externe au gérant du fonds dans le cas d'investissements très spécialisés, mais ils sont souvent utilisés pour contourner la réglementation que certains pays imposent à la domiciliation du gérant du fonds. Le gérant est alors domicilié là où la loi l'exige (en Allemagne ou en Suisse, par exemple), mais les conseillers sont domiciliés à Londres et le gérant exécute, dans ce cas, leurs recommandations.

L'administrateur, le dépositaire, les courtiers

L'administrateur du hedge fund est chargé de calculer la valeur du portefeuille du fonds pour la communiquer aux investisseurs à des dates précises prévues à l'avance. Cette tâche est beaucoup plus complexe dans un hedge fund que dans un OPCVM traditionnel. Dans le fonds d'investissement *Mainstream*, tous les titres sont cotés et liquides et il suffit donc de prendre les cours de clôture à

1. On parle généralement de la règle des 2/20 : 2 % de commission de gestion et 20 % de commission de performance.

une date donnée pour avoir une photographie exacte (valeur nette d'inventaire) du portefeuille. Dans le cas d'un hedge fund, les titres détenus sont peu liquides ou même non cotés, les transactions avec les courtiers sont multiples et complexes, et la valorisation des actifs est donc beaucoup plus ardue..

En pratique

Le dernier rapport de l'OICV souligne que « les principes de valorisation ont pour but de garantir, en particulier, que les valeurs des instruments financiers des hedge funds ne soient pas faussées au détriment des investisseurs » (cf. Annexes).

Le dépositaire du hedge fund a un rôle essentiel qui est de connaître en permanence le nombre de titres en circulation et comment ces titres sont répartis entre les divers intermédiaires financiers. Tous les achats-ventes de titres se dénouent donc (réglement-livraison) chez un dépositaire central. Le dépositaire réalise pour ses clients tout ce qui ne fait pas directement référence à la décision d'investissement : la conservation des actifs du fonds, le contrôle de la régularité des décisions du fonds par rapport aux règles d'investissement qu'il a définies, le contrôle de l'application des règles de valorisation des actifs, etc.¹

Pour passer leurs ordres, les hedge funds, comme tout investisseur, passent par un courtier², mais les courtiers principaux (*prime brokers*) auxquels ils s'adressent ont un rôle qui est beaucoup plus large que la simple exécution des ordres. Les *prime brokers* fournissent toute une série de services financiers aux hedge funds :

- ils assurent la compensation et la conservation des titres, jouant ainsi le rôle de dépositaire ;

1. On comprend l'importance que les autorités réglementaires attachent à l'amélioration de cette infrastructure. Voir chapitre 5.
2. En fait, les hedge funds recourent le plus souvent aux services de plusieurs brokers, ce qui leur permet de ne pas dévoiler la situation de leurs portefeuilles.

- ils permettent aux fonds d'accéder à l'effet de levier, par des lignes de crédits, des achats sur marge et des mises en pension ;
- ils permettent aux hedge funds de pratiquer des ventes à découvert en leur prêtant les titres, ou en servant d'intermédiaires auprès de prêteurs potentiels (investisseurs institutionnels par exemple).

Le travail de courtier principal est exercé par les grandes banques internationales, et surtout par les banques américaines comme Morgan Stanley, Goldman Sachs, Merrill Lynch et Bear Stearns. Comme on l'imagine, les hedge funds sont des investisseurs « frénétiques » qui passent des multitudes d'ordres, et les commissions qu'ils engendrent sont significatives, supérieures en général à 3 % des actifs qu'ils gèrent. Les hedge funds sont donc de très bons clients des banques.

Selon une étude du Crédit Suisse, les fonds d'arbitrage ont représenté en 2006 plus de 12,5 % des revenus des banques d'investissement dans le monde. Grâce aux *prime brokers*, il semble donc relativement facile de créer un hedge fund à New York ou à Londres, car, en plus des services financiers, les courtiers principaux s'occupent du marketing des hedge funds.

Comme on l'a vu, en raison de leur statut, les hedge funds ne peuvent pas directement faire appel à l'épargne du public. Jusqu'aux années 1990, cette interdiction de faire de la publicité freinait sérieusement la capacité d'un hedge fund à trouver des capitaux. Les *prime brokers* permettent de résoudre ce problème en présentant les hedge funds à ceux de leurs clients qui sont des investisseurs potentiels. Ce service, appelé « capital introduction », permet aux nouveaux gérants de rencontrer des investisseurs institutionnels et des individus fortunés lors d'*introduction parties* somptueuses. On comprend aisément que de telles pratiques peuvent entrer en conflit avec les intérêts de clients potentiels.

Que faut-il retenir ?

La fonction économique des hedge funds est exactement la même que celle des fonds communs de placement (OPCVM) : dans les deux cas, les investisseurs confient leur argent aux gérants des fonds en espérant que, le jour où ils le retireront, ils retrouveront leur investissement initial, plus un généreux rendement.

Puisque les hedge funds et les fonds communs de placement remplissent la même fonction économique, on peut se demander pourquoi ces deux types de « véhicules d'investissement » coexistent.

La réponse est simple : les hedge funds existent parce que les fonds communs de placement ne se livrent pas à des stratégies d'investissement complexes. Cette différence est d'abord due à la réglementation qui pèse sur les fonds communs de placement ouverts à tous les investisseurs, une réglementation qui, pour l'instant, s'applique beaucoup moins aux hedge funds réservés à des « investisseurs avertis ». En proposant des stratégies qui sont simples à comprendre, les fonds communs de placement peuvent également collecter une épargne populaire beaucoup plus importante, mais là aussi les choses évoluent.

Il y a donc une convergence accrue entre les hedge funds et la gestion traditionnelle, et il faut de plus en plus recourir à des méthodes indirectes pour les distinguer : si un fonds d'investissement pratique une stratégie d'investissement active, flexible et décorrélée, comme pourrait le faire un hedge fund, s'il rémunère ses gérants à la performance, comme pourrait le faire un hedge fund, s'il compte parmi ses clients des « investisseurs avertis », comme pourrait le faire un hedge fund, et s'il présente une transparence limitée, comme pourrait le faire un hedge fund, c'est qu'il s'agit d'un hedge fund.