

Le rôle des fonds de couverture en Suisse: un aperçu

Au cours des dernières années, les fonds de couverture («*hedge funds*») sont devenus des acteurs de premier plan sur les marchés financiers. Cette évolution est particulièrement significative en Suisse, pays doté d'une place financière majeure et d'une économie très active au niveau international. Le présent article expose les caractéristiques des fonds de couverture et les facteurs de croissance de cette industrie. Il traite également de l'influence de ces fonds sur la stabilité du système financier et du cadre réglementaire en place.

¹ Il convient de signaler que la bonne centaine de fonds de couverture enregistrés et autorisés à la distribution au public en Suisse ne représentent, en termes de volume des placements, que 25,7 milliards de dollars. Mais près de huit fois ce volume est imputable aux produits «*offshore*», soit à des fonds dont la distribution est légale pour autant qu'il ne soit pas fait appel au public (voir CFB, 2007, p. 32).



David S. Gerber
Chef de la section Marchés et services financiers, Administration fédérale des finances AFF, Berne



Daniel Schmuki
Section Marchés et services financiers, Administration fédérale des finances AFF, Berne

Qu'entend-on par fonds de couverture?

Les fonds de couverture font partie, au même titre que le capital-investissement («*private equity*») ou le capital-risque («*venture capital*»), de la catégorie des placements «*alternatifs*», par opposition aux placements traditionnels comme les fonds en actions ou en obligations (voir encadré 1). Concrètement, les fonds de couverture font appel à des stratégies et à des instruments d'investissement «*alternatifs*». Ils présentent les particularités suivantes:

1. Les fonds de couverture sont soumis à des prescriptions très souples – voire à aucune disposition – en matière de placement. Ayant carte blanche pour le choix des classes de placement et donc pour la répartition des risques, ils disposent d'une *grande liberté d'investissement*. La multiplicité des stratégies d'investissement adoptées est d'ailleurs leur principale caractéristique (voir tableau 1).
2. Bien souvent, les fonds de couverture recourent à des *fonds de tiers* pour obtenir un effet de levier sur leur capital propre. À cet effet, ils ont le choix entre la prise de crédit (fonds étrangers) ou le recours à des dérivés.
3. Les fonds de couverture visent en règle générale un *rendement absolu*, autrement dit un rendement supérieur à 0%, quelle que soit la situation du marché, tandis que les autres placements collectifs de capitaux se fixent habituellement des objectifs de rendement relatif par rapport à un indice de marché (p. ex. indice d'actions) qui leur sert de référence.
4. Les fonds de couverture ont des obligations de déclarer moindres que les placements collectifs de capitaux et sont donc *moins transparents*.
5. En règle générale, les fonds de couverture ont une *structure duale pour les taxes*. L'investisseur verse à la direction du fonds une commission de gestion (entre 1 et 5% du volume du fonds) et une commission de performance (20 à 50% du bénéfice). Les gestionnaires placent souvent aussi leur propre argent dans les fonds de couverture.
6. À ce jour, le *cercle des investisseurs se limite* essentiellement aux institutionnels et aux

particuliers fortunés, car les fonds de couverture exigent souvent un apport minimal de 0,5 million de francs ou même davantage.

7. Le *capital investi* dans les fonds de couverture *n'est temporairement disponible que de façon limitée*. En effet, des délais de blocage s'appliquent souvent, ce qui fait qu'il n'est possible de quitter le fonds qu'après, par exemple, un délai de trois ans.

Comment le marché des fonds de couverture est-il structuré?

L'industrie des fonds de couverture constitue une branche de petite taille mais en plein essor. Il existe à travers le monde près de 9500 fonds de couverture, dont la fortune était estimée fin 2006 à 1400 milliards d'USD. La plupart d'entre eux gèrent un volume financier inférieur à 150 millions d'USD. Les États-Unis sont le numéro un mondial de cette industrie, en nombre comme en volume. En Europe, la place financière londonienne domine: près de 80% du marché européen des fonds de couverture – en termes de volume géré – se concentre à Londres. En outre, 900 des 1400 gérants de fonds de couverture européens travaillent en Grande-Bretagne.

La Suisse est un acteur important, en comparaison internationale, sur le créneau des fonds de fonds, qui représente un volume de l'ordre de 600 milliards d'USD au niveau mondial. Comme la distribution s'effectue à hauteur d'un tiers par des canaux suisses¹, notre pays joue ici un rôle de premier plan avec les États-Unis. En revanche, la Suisse est peu active sur le créneau des fonds de couverture individuels. Selon la Commission fédérale des banques (CFB), seuls quatre fonds de ce type s'y trouvaient domiciliés en 2007, tandis que 40 à 50 autres y déploient leurs activités.

Les estimations varient entre 2000 et 5000 emplois en Suisse et 150 à 200 entreprises, selon le mode de calcul et la prise en compte des sous-traitants. Ces derniers comprennent des banques, des avocats, des comptables, des experts-comptables, des analystes, des courtiers, des consultants en gouvernement d'entreprise et des assureurs. Ces entreprises sont logiquement implantées à proximité des pla-

Tableau 1

Stratégies de placement des fonds spéculatifs

Stratégie de placement	Explication
Directionnelle (opportuniste)	Anticipation de l'évolution des marchés; obtention de rendements élevés grâce à un effet de levier. Les «macro-fonds spéculatifs» cherchent à exploiter les tendances macroéconomiques mondiales. Les fonds acheteurs/vendeurs identifient des actions qui se situent en dessous ou au-dessus de leur valeur fondamentale. La stratégie consiste à acheter les titres sous-évalués et à vendre à découvert les titres surévalués.
Neutre (de valeur relative ou d'arbitrage)	Recherche de différences de prix entre des placements comportant les mêmes risques et mise à profit de ces inefficiences du marché. Les fonds de couverture suivant une stratégie d'arbitrage sur produits de taux ou une stratégie d'arbitrage de convertible ont un important effet de levier.
«Situations spéciales»	Identification des événements intervenant dans la vie d'une entreprise (p. ex. fusion, acquisition, réorganisation, faillite) et exploitation des informations. En cas d'acquisition, par exemple, le fonds de couverture achètera les actions de la société visée et vendra celles de l'entreprise acheteuse.
Fonds de fonds spéculatifs	Investissement dans un portefeuille constitué de fonds de couverture individuels ou de fonds de fonds spéculatifs. Ces derniers placements présentent une moindre volatilité et offrent un profil risque/rendement plus attractif, grâce à l'effet de diversification. Les fonds de fonds de couverture sont dénués d'effet de levier dans plus de 50% des cas.

Source: Gerber, Schmuki / La Vie économique

ces financières. Les principaux centres de compétences pour les fonds de couverture sont Zurich, Pfäffikon, Zoug ainsi que Genève, Nyon, Lausanne et en partie aussi Lugano.

À quels facteurs de croissance obéissent les marchés de fonds de couverture?

D'un point de vue macroéconomique, les taux d'intérêt plutôt bas de ces dernières années, d'une part, et le taux d'épargne élevé des pays asiatiques et des pays exportateurs de pétrole, d'autre part, ont favorisé l'essor du segment des placements alternatifs. En effet, les fonds de couverture ont su tirer parti de cette période d'afflux de liquidités pour emprunter à bon compte des capitaux et les investir dans des entreprises. Les opérations sur écart de rendement, dans lesquelles ils sont également impliqués, leur ont permis d'accéder au crédit dans les pays où les taux d'intérêt sont bas, comme le Japon ou la Suisse, pour investir dans des obligations en dollars ou en euros offrant un meilleur rendement.

Les principaux atouts des fonds de couverture sont, dans l'optique des investisseurs, le rendement absolu garanti et les effets de diversification potentiels. Ils présentent un certain attrait pour les investisseurs, notamment en période de stagnation ou de baisse des marchés (des actions). À titre d'exemple, les institutions de prévoyance sont tenues (pour des raisons réglementaires notamment) de réaliser chaque année des rendements positifs, quelle que soit la situation des marchés. D'où une demande accrue de produits offrant ce type de profil rendement/risque. Selon la statistique 2006 des caisses de pension, les fonds de couverture comptaient pour 3% dans les placements effectués par les institutions suisses de prévoyance.

Toutefois, certains spécialistes critiquent les possibilités susmentionnées, associées aux investissements dans des fonds de couverture. De tels fonds cultivent un style de placement actif. Or la littérature publiée sur les marchés financiers montre qu'à terme, seuls quelques-uns de ces gérants actifs écrasent le marché. En outre, un tel placement coûte beaucoup plus cher qu'un autre géré passivement, ce qui en réduit d'autant le rendement. Enfin, des problèmes de qualité de l'information et de mesure des données relativisent la portée scientifique des considérations sur l'utilité du fonds pour les investisseurs.

Influence des fonds de couverture sur la stabilité des marchés financiers

Il n'est guère possible d'analyser de manière exhaustive l'impact des fonds de couverture sur la stabilité des marchés financiers: les informations à disposition sont incomplètes et ces véhicules de placement sont loin d'être homogènes. Certains effets positifs ou négatifs peuvent, toutefois, être identifiés.

L'augmentation de la liquidité des marchés est un facteur de stabilité systémique. Les fonds de couverture l'améliorent sur les marchés trop étroits et donc sujets aux anomalies de prix. La volatilité des cours peut ainsi s'en trouver réduite. Les fonds de couverture contribuent par ailleurs, à travers leurs opérations d'arbitrage, à l'intégration et à l'efficacité des marchés financiers. Leur activisme peut mettre en lumière les vulnérabilités des entreprises et amener les entrepreneurs à mieux défendre les intérêts des propriétaires. En outre, les fonds de couverture constituent une source de financement de rechange pour les entreprises – obligées jusque-là de recourir au crédit bancaire. Enfin, en prenant volontairement des risques dans le système financier, ils participent au

Encadré 1

Fonds de couverture, capitaux d'investissement et capital-risque

Les capitaux d'investissement («private equity») désignent des capitaux de participation généralement mis à disposition par des investisseurs institutionnels, de riches particuliers ou des entreprises. Les sociétés qui les gèrent sont à l'affût de sociétés établies offrant un rapport risque/rendement avantageux pour des investissements ou une reprise. Le cas échéant, elles s'efforcent, par une intervention active qui s'étend généralement sur plusieurs années, de faire grimper la valeur de la société visée pour la revendre ultérieurement avec un bénéfice. En règle générale, les participations correspondantes consistent en bonne partie en capital emprunté et les sociétés visées sont des entreprises bien établies, de taille moyenne. Les capitaux d'investissement se distinguent à cet égard du capital-risque («venture capital»), forme de financement où la participation porte sur des entreprises jeunes et innovantes, à fort potentiel de développement. Les placements en capital-risque comportent certes des risques très élevés, mais offrent un meilleur retour sur investissement.

développement d'instruments novateurs et à l'amélioration de la gestion des risques.

Des effets négatifs sur la stabilité systémique sont également à signaler, par exemple en cas de débâcle d'un fonds de couverture recourant massivement à l'emprunt. Si les réserves de liquidités s'avèrent insuffisantes, la faillite aura des répercussions à large échelle sur les banques exposées et sur l'ensemble du système financier. Le risque de réaction en chaîne dépend de la taille du fonds concerné et de ses relations avec le système financier. En outre, les banques fournissant des services aux fonds de couverture peuvent devenir dépendantes de leurs revenus. Ces dernières années, leur concurrence sur le terrain du courtage financier a d'ailleurs permis aux fonds de couverture d'obtenir plus aisément des crédits pour mener à bien leurs activités courantes ou pour surmonter des problèmes inattendus de liquidités. De même, l'aspect commercial des fonds de couverture risque d'avoir un effet déstabilisateur sur les marchés de petite ou moyenne taille. Par exemple, en cas d'indices de recrudescence des activités spéculatives sur le marché des capitaux, le système financier pourrait devenir instable. Les indices déterminants sont ici le fléchissement du potentiel de rendement, le recours progressif aux capitaux de tiers et une volatilité croissante des marchés. Des rendements médiocres incitent les investisseurs à vendre leurs parts, poussant les fonds à liquider à leur tour des positions, en réaction à la baisse des marchés. Ainsi, la crise financière partie du marché hypothécaire américain en automne 2007 a mis en grande difficulté de nombreux fonds de couverture qui recouraient à l'emprunt pour générer un effet de levier, quand les banques d'investissement les ont priés d'effectuer des versements supplémentaires pour éponger les pertes de valeur.

Le cadre réglementaire en Suisse

Il est aujourd'hui question, aux niveaux national et international, d'introduire une réglementation plus détaillée dans la branche des fonds de couverture. En effet, outre les risques systémiques susmentionnés, les investisseurs individuels supportent eux-mêmes des risques. Toujours plus de personnes sont d'ailleurs directement concernées, depuis que des investisseurs institutionnels, comme les caisses de pension ou les assurances, acquièrent des parts de fonds de couverture.

Il existe un consensus international entre les autorités compétentes sur les risques encourus par la stabilité financière. Pour elles, la solution la plus efficace passe par un renforcement de la surveillance exercée sur les contreparties (banques) des fonds de couverture. De

son côté, la branche a tout intérêt à améliorer sa transparence pour échapper à une intervention législative. C'est ainsi qu'elle tente de se donner des règles de conduite utiles en cas de notation des instruments financiers complexes. Cette démarche répond de surcroît à la demande de transparence et d'indépendance émise notamment par le Forum sur la stabilité financière (FSF), dont la Suisse est membre depuis le début de 2007².

En ce qui concerne la protection des investisseurs, la Suisse n'a pas interdit la distribution au public des fonds de couverture, contrairement à d'autres pays. Les distributeurs ont, en revanche, des devoirs d'information. En outre, les investisseurs institutionnels actifs en Suisse ne sont en partie autorisés à effectuer ce type de placements que si le gestionnaire est soumis à la surveillance étatique. Depuis l'entrée en vigueur, au 1^{er} janvier 2007, de la loi fédérale sur les placements collectifs de capitaux (LPCC), les fonds de couverture peuvent être gérés à travers une société en commandite pour placements collectifs. Cette forme d'entreprise s'inspire du modèle anglo-saxon du «limited liability partnership». Elle distingue, pour la réglementation du produit, entre les placements collectifs de droits suisse et étranger. Les premiers ont l'obligation d'obtenir une autorisation de la CFB; ce n'est pas le cas pour les seconds, sauf si le fonds est distribué au public en Suisse ou à partir de ce pays.

Au-delà du produit, se pose la question de la réglementation de son gérant. La Suisse n'a pas instauré de régime général d'autorisation et de surveillance prudentielle pour les gestionnaires de fortune – et donc pour les gérants de fonds de couverture. La LPCC prévoit toutefois un régime d'autorisation pour les gestionnaires de fonds de placements collectifs suisses. Et si un gestionnaire suisse ne gère que des placements collectifs étrangers, il peut se soumettre volontairement à la surveillance de la CFB, pour autant que lesdits placements relèvent d'une régulation équivalente au système suisse.

L'attrait d'un site d'implantation ne dépend, toutefois, pas que d'une réglementation favorable, mais également des conditions fiscales. La branche exige à ce propos, dans l'intérêt de la place financière suisse, un alignement du régime fiscal applicable aux gérants de fonds de couverture sur celui des principales places étrangères concurrentes, qui se révèle plus avantageux que le nôtre. Dans le cadre du dialogue institutionnalisé début 2008 entre le secteur financier et le Département fédéral des finances (DFF), un groupe de travail ad hoc a été chargé d'examiner les conditions-cadres en matière de fiscalité et de droit de la surveillance. ■

Encadré 2

Sources choisies

- Commission fédérale des banques, *Fonds spéculatifs: évolution du marché, risques et réglementation*, septembre 2007 (résumé en français). Internet: www.ebk.admin.ch, communiqué de presse du 10 septembre 2007, «La CFB publie un rapport sur les fonds spéculatifs».
- Eva Hüpkes, «Finanzmarkt-Regulierung ist ein Balanceakt», *Neue Zürcher Zeitung*, 18 janvier 2008.
- Financial Stability Forum, *Update of the FSF Report on Highly Leveraged Institutions*, mai 2007. Internet: www.fsforum.org, rubriques «Publications», «Highly Leveraged Institutions», «Update of the FSF's 2000 HLI Report (May 2007)», «Complete document».
- Hedge Fund Working Group, *Hedge Fund Standards: Final Report*, janvier 2008. Internet: www.pellin.co.uk/HFWG/HFWG-FINAL-REPORT.pdf.
- Swiss Financial Center Watch, *Portrait des Finanzplatzes Schweiz; Schlussbericht 2007*. Internet: www.sfcw.ch/assets/SFCW-Portrait-07a.pdf.

2 Ainsi, un groupe de travail formé de gérants de fonds de couverture a publié en janvier 2008 un rapport sur les bonnes pratiques en la matière, document qui a reçu l'aval du FSF.