



# GÉNÉRALISER LES BONNES PRATIQUES PLUTÔT QUE RÉINVENTER LA ROUE



**Jean Michel Rocchi**

Chief Executive Officer  
NAIS Asset Management



**Arnaud Christiaens**

Chief Investment Officer  
NAIS Asset Management

Le débat sur la réglementation et la localisation des hedge funds est mal posé, car il se développe dans un contexte où les États tentent de s'exonérer de leurs responsabilités. Pour envisager une réglementation de cette industrie, il faut aborder le débat de manière factuelle. Des remèdes simples et connus existent. Il suffirait de les généraliser.

## OFFSHORE ET ONSHORE : DU FAUX DÉBAT AU VRAI PROTECTIONNISME

### ■ L'offshore serait plus dangereux pour les investisseurs

Cette réflexion, souvent entendue, n'a aucun fondement scientifique. Elle repose sur le postulat implicite que plus de réglementation protège mieux les investisseurs. Le bon sens montre que la bureaucratie n'aide

pas les investisseurs. C'est le professionnalisme du gérant qui limite les risques d'erreur de gestion et son honnêteté qui protège du risque de fraude. Un argument parfois avancé consiste à souligner qu'il y aurait plus d'accidents de parcours dans des fonds *offshore*. Dans la mesure où ils sont les plus nombreux dans le monde, ne s'agit-il pas tout simplement d'un effet de base ? Rien ne permet de trancher sur une hypothétique dangerosité accrue spécifique aux fonds *offshore*.

À côté du risque de défaillance, les investisseurs peuvent nourrir des griefs légitimes contre les fonds *offshore*, qui changent les termes de leur prospectus sans accorder au client le droit de sortir du fonds sans frais. Certains gérants, peu recommandables, ne choisissent d'ailleurs pas forcément une domiciliation pour sa réglementation, comme par exemple les îles Vierges britanniques, mais spéculent plutôt sur la mansuétude des autorités s'ils venaient à rencontrer des problèmes.

Parallèlement, les fonds *offshore* sont populaires, parce que la plupart des fonds *masters* qui y sont constitués offrent aux investisseurs des avantages fiscaux. En outre, les levées de capitaux sont beaucoup plus rapides. De par leur taille, ils font porter moins de risque aux clients car ils sont, pour les meilleurs d'entre eux, très structurés et dotés de processus d'investissement et de gestion des risques rigoureux.

À l'opposé, les risques sur les fonds *onshore* existent. Le manque criant d'harmonisation entre les diverses autorités de régulation en Europe est source de problèmes et de risques en matière de levée de fonds notamment. D'ailleurs, le projet de directive qui prévoit qu'un gestionnaire agréé dans son État membre

Auteurs de Hedge Funds : Histoire de la gestion alternative et de ses techniques (Tome 1) Sefi 2007 et Investir dans la gestion alternative aujourd'hui et demain (Tome 2) Sefi 2009.

d'origine pourra commercialiser son fonds auprès d'investisseurs institutionnels sur le territoire de tout État membre va dans le bon sens. Ce passeport européen serait limité, semble-t-il, à la commercialisation à des "investisseurs professionnels" selon la Mifid et ne s'étendrait pas à la vente sur marché du détail (*retail market*). C'est logique, eu égard à la sophistication de la gestion alternative.

En revanche, la protection des investisseurs dans les fonds *onshore* demeure, à ce jour, meilleure au regard du respect des règles initiales du fonds. Le prospectus ne peut être modifié de manière unilatérale par les *managers* sans laisser au client les droits de sortir sans pénalité (dans la plupart des cas). Il paraît donc logique de réserver le passeport européen aux entités régulées en Europe.

#### ■ L'éternel retour du protectionnisme

L'histoire se répète. En cas de la crise, le vieux réflexe protectionniste tend toujours à réapparaître. Dans tous les pays, un surcroît de réglementation est brandi au nom de la protection des investisseurs. Personne n'est dupe. La tentation de protéger les industries financières nationales existe partout. Seules varient les manières de justifier et de légitimer ces pratiques. Dans ce cadre, le débat sur la directive visant à superviser les *hedge funds* relève plus d'une logique de guerre économique que d'une quelconque protection des petits épargnants. La volonté de rendre *onshore* l'industrie alternative vise aussi à accroître les recettes fiscales. Ce qui se défend du point de vue de ressources budgétaires mises à mal par la crise, mais ce qui n'a rien à voir avec une quelconque sécurité accrue des placements. Idéalement, presque tous les États européens voudraient transformer les *hedge funds* en collecteurs d'impôts comme ils ont su le faire pour les entreprises et les banques. La volonté d' "onshoriser" les *hedge funds* s'inscrit dans la lutte contre les paradis fiscaux et vise à élargir les assiettes fiscales pour réduire les déficits budgétaires grandissants. La déclaration d'urgence financière de l'État de Californie, faite le 2 juillet 1999, avait valeur d'avertissement pour les pays développés. Néanmoins, les avantages liés au passeport européen contrebalanceraient largement les fausses raisons invoquées pour l' "onshorisation du marché".

#### COMMENT RENDRE OBLIGATOIRE UN NIVEAU DE SÉCURITÉ MINIMUM QUELLE QUE SOIT LA NATURE DU FONDS

Pour garantir la sécurité des investisseurs, il suffit d'améliorer le couple risque - rendement, en jouant sur quelques paramètres fondamentaux, déjà connus et utilisés, et en les rendant systématiques.

#### ■ Le banquier dépositaire (*custodian bank*)

Depuis longtemps, certaines fraudes mineures ont été possibles en l'absence de banquier dépositaire, en charge de la conservation et de la protection des avoirs des clients finaux. L'affaire Bernard Madoff réaffirme le caractère protecteur et incontournable du *custodian*, y compris quand il s'agit d'un grand établissement. L'existence de ce type d'agent donne l'opportunité aux clients finaux de se retourner contre ces *custodian* suite à la défaillance des fonds *feeders* impliqués dans le processus d'investissement (Fairfield Sentry, Fairfield Sigma, Lux Alpha, Kingate...). Au passage, rappelons que Bernard Madoff Investment Securities (BMIS) n'était pas un *hedge fund*, mais une firme de courtage.

#### ■ Le calcul indépendant d'une valeur nette d'inventaire

La crise financière actuelle est d'abord une crise de confiance. Au-delà des intérêts et des plus-values, les investisseurs sont plus que jamais focalisés sur la protection du capital. Cela passe donc par une connaissance précise et incontestable de la valeur des actifs que l'on possède. Le calcul indépendant de la valeur nette d'inventaire (VNI ou *net asset value* - NAV) est loin d'être systématique, y compris pour des fonds de grande taille.

#### ■ Le contrôle de la compétence des gérants

Il n'existe pas d'étalon universel permettant de mesurer la compétence des gérants et des équipes de gestion. *A priori*, une approche classique reposant sur l'analyse du *curriculum vitae* tend à l'emporter du point de vue des régulateurs *onshore*. Expérience dans la finance et dans l'*asset management*, *track record* au cas échéant, entreprises fréquentées et diplômes sont autant d'éléments analysés. La pratique des régulateurs *offshore* est d'ailleurs assez proche. Comme les performances passées d'un gérant ou d'une équipe de gestion ne présagent pas du futur, l'exercice peut être difficile. Les performances doivent être resituées dans l'environnement de l'*asset management* : pour faire simple, les bons gérants étaient plus nombreux en 2005 et 2006 qu'en 2008. Se pose alors la question de la définition du bon gérant, de la pondération du talent (l'*alpha*), de la persistance à en générer et de l'effet de la conjoncture des marchés (le *beta*) dans la performance.

#### ■ Des commissions de performances méritées : la pratique du High-Water Mark

Quitte à énoncer une tautologie, il faut rappeler que les commissions de performances doivent rémunérer la performance de l'*asset manager*. En gestion alternative, la protection du capital est l'essence même de l'industrie. Dès lors, une baisse de la VNI doit bloquer la per-

« Idéalement, presque tous les États européens voudraient transformer les *hedge funds* en collecteurs d'impôts comme ils ont su le faire pour les entreprises et les banques. »



ception de toute commission de performance, jusqu'à ce que les pertes soient entièrement recouvrées. Pourtant, si la pratique du High-Water Mark, qui protège les intérêts des investisseurs tend à se diffuser, elle n'est ni systématique, ni *a fortiori* obligatoire.

## LES FREINS ET LES LIMITES DU CONTRÔLE A POSTERIORI

### ■ L'enregistrement demeure limité et centré sur le contrôle *a posteriori*

Aux États-Unis, une tentative d'enregistrement des *hedge funds* par la Securities and Exchange Commission (SEC) a échoué en 2006, suite à l'arrêt Phillip Goldstein et autres contre SEC (United States Court of Appeals for the district of Columbia Pursuit, 23 juin 2006).

Mais l'effondrement surprise d'Amaranth en septembre 2006 et la perte de 6 milliards de dollars pour les investisseurs a redonné de la vigueur aux partisans de l'enregistrement, d'autant plus que ce fonds s'était justement publiquement opposé à la SEC sur le sujet. Notons néanmoins qu'Amaranth était réglementé par la CFTC (Commodity Futures Trading Commissions) : cela ne l'a pas empêché de prendre des positions gigantesques dans le gaz sur le marché OTC et réglementé.

## UN VRAI CONTRÔLE A PRIORI: LE RÔLE DE L'ASSISTANT MANAGER EN DROIT LUXEMBOURGEOIS

Seul un contrôle *a priori* protège réellement les investisseurs. Lorsque l'argent a été perdu, il est trop tard. D'ailleurs, les sanctions éventuelles contre les opé-

“Seul un contrôle *a priori* protège réellement les investisseurs. Lorsque l'argent a été perdu, il est trop tard.”

rations frauduleuses ou les fautes de gestion n'ont le plus souvent pas d'impact financier significatif pour les investisseurs lésés. Certes, il existe une clause, dite de *claw back*, applicable en cas de liquidation du fonds, qui permet d'essayer de rappeler les fonds transférés au cours d'une période récente jugée suspecte. Mais dans le cas de l'affaire Madoff, cette clause mise en œuvre dans l'État de New York ne peut porter que sur deux années en arrière seulement. Les sommes récupérées seront de l'ordre de quelques millions à quelques dizaines de millions de dollars à rapprocher d'une fraude totale de 65 milliards de dollars.

En droit luxembourgeois, les *asset managers*, et notamment ceux qui visent une clientèle institutionnelle peuvent opter (sans en avoir l'obligation) pour la désignation d'un assistant *manager*. Dans le cadre de la loi du 13 février 2007 relative aux fonds d'investissements spécialisés (FIS), il est possible de désigner un assistant *manager*, choisi par exemple au sein d'un département *asset management* d'une grande banque, ce qui confère une sécurité additionnelle aux investisseurs. Le rôle de l'assistant *manager* peut porter sur le respect des *due diligences* préalables aux investissements ou au respect du prospectus (politique du fonds et des règles de division des risques).

En proposant l'existence obligatoire d'un *custodian*, d'une VNI indépendante et de la surveillance des gérants, notre propos peut sembler minimaliste. Il est plus ambitieux avec la mise en place d'un contrôle *a priori* réalisé par l'assistant *manager*, et surtout beaucoup plus protecteur que le contrôle *a posteriori* résultant de l'enregistrement des *hedge funds*. ■

# Das Kapital? C'est une revue sur l'asset management?

[www.revuebanquelibrairie.com](http://www.revuebanquelibrairie.com)

La librairie spécialisée dans la banque et la finance

