

## Document

### L'UE et les « hedge funds » : régulation ou abandon du territoire européen ?

(par Jean-Claude Paye - <http://www.voltairenet.org/fr>)

**12 novembre 2010**

A grand renfort de trompettes, l'Union européenne vient d'adopter une réglementation des *hedge funds* pour encadrer le risque systémique qu'ils font courir à l'économie. En réalité, observe Jean-Claude Paye, la nouvelle directive est une passoire qui aura un effet inverse à celui qui est annoncé. Son objectif réel est de contrôler sommairement les fonds européens, tout en ouvrant la porte aux fonds états-unis qui, eux, pourront spéculer sans limite au détriment des Européens.

---

À la différence des institutions financières, banques, assurances, entreprises d'investissement qui font appel publiquement à l'épargne, les *hedge funds* n'ont pas de contrôleurs spécifiques. Ils peuvent utiliser pleinement les exemptions prévues par les textes réglementaires. Cependant, si les fonds spéculatifs ne sont pas la cause de la crise actuelle, mais bien l'assouplissement des conditions du crédit bancaire et la création monétaire qu'il induit, le risque systémique que les *hedge funds* font courir à l'ensemble du système financier a été mis en lumière. En effet, afin d'obtenir des performances élevées, ils ont recours à un effet de levier. Ils empruntent massivement aux banques, afin de compenser la faiblesse de leur mise et induisent ainsi, en cas de problème, un effet multiplicateur sur les déséquilibres

En n'encadrant pas la possibilité offerte de s'endetter et de créer des bulles financières, l'Union européenne évite de s'attaquer à la question essentielle. La directive sur les *hedge funds* désigne formellement un bouc émissaire, les fonds spéculatifs, dont, cependant, il n'accroît pas la surveillance, mais, au contraire, élimine, dans les faits, les possibilités de contrôle des autorités nationales à leur égard.

#### **Une régulation en trompe l'oeil**

Ce projet fait simplement semblant d'exercer un contrôle sur les *hedge funds* [1] et ne construit pas de surveillance au niveau communautaire. Il ne constitue pas un pas en avant dans la création d'un espace financier européen. Au contraire, la directive étend le niveau national d'accréditation de ces fonds, en permettant aux organismes domiciliés dans un État membre d'avoir, sans autorisation de chaque autorité nationale, accès à l'ensemble des territoires nationaux composant l'UE. À l'inverse de l'effet annoncé, le texte renforce la nation dominante au niveau financier et, ainsi, la position de la City londonienne qui gère la plupart des fonds spéculatifs situés sur le sol européen.

La directive est également présentée comme s'inscrivant dans la lutte contre les paradis fiscaux, alors que, en réalité, par le biais de la City, elle leur ouvre la porte de l'Union européenne, sans aucun contrôle de la part des États membres, hormis celles, bienveillantes, des autorités anglaises.

Après avoir été acceptée le 26 octobre [2], la proposition de directive AIFM (Alternative Investment Fund Manager) [3], a été finalement votée par le Parlement européen ce 11 novembre 2010. Il est demandé à l'assemblée de légitimer un texte cadre qui donne des pouvoirs discrétionnaires à la Commission. La directive laisse une grande marge de manoeuvre à la Commission pour déterminer ou pour ne pas préciser les points clefs de la législation, telle la fixation des niveaux maximaux de levier, les procédures d'évaluation, les restrictions des opérations de ventes à découvert et cela au moment de la mise en place de la directive, mais aussi après son installation [4]. Il s'agit, pour le Parlement de donner un chèque en blanc à la Commission, ainsi qu'à « l'auto-régulation » du système financier.

Le texte fixe formellement un cadre européen aux *hedge funds*, en mettant en place un « passeport » permettant la commercialisation des fonds dans toute l'UE, sans devoir obtenir une autorisation dans chaque pays. Les gestionnaires européens pourront librement commercialiser leurs fonds à partir de 2013. Le

passaport sera octroyé aux organismes *offshore* en 2015. Il sera réservé à ceux relevant de pays signataires d'accords de coopération fiscale et de lutte contre le blanchiment.

La question du « passeport » était au cœur des négociations sur la directive AIFM. Elles ont été entamées il y a un an et demi entre la Commission européenne, le Conseil et le Parlement européen. Le conflit a formellement opposé le Royaume-Uni, réticent à toute forme de régulation des *hedge funds*, à la France et au Parlement de l'UE.

### **Un sésame donnant accès à l'ensemble du marché européen**

Si le passeport donne accès à l'ensemble du territoire européen, il dépendra exclusivement d'autorités de supervision nationales. Il sera fourni par l'Autorité de supervision du pays d'origine, une fois celle-ci assermentée par la future Autorité de régulation communautaire des marchés financiers (ESMA). Celle-ci sera opérationnelle début 2011. L'ESMA gèrera en outre le registre des managers de fonds autorisés à opérer dans l'Union. Elle disposera d'un pouvoir d'arbitrage en cas de conflit entre autorités nationales sur la nature et les garanties données par un fonds.

Comme toute place financière située dans un État membre, la City de Londres, où sont domiciliés 70 à 80 % des *hedge funds*, sera seulement dépendante de la structure de contrôle britannique. Ainsi, au lieu de former un cadre régulateur européen, la directive favorise la concurrence entre les États membres. Rien n'empêchera les gestionnaires de choisir leur pays d'enregistrement en fonction du degré de complaisance des autorités nationales à leur égard.

Les gestionnaires de fonds ont maintenant l'obligation de définir un levier d'endettement maximum. Cette information est transmise aux autorités nationales du pays européen où le gestionnaire est enregistré. Mais, rien, dans la directive, n'oblige celle-ci à agir lorsque le levier est jugé excessif. Et l'ESMA, le régulateur européen des marchés financiers, n'aura pas non plus le pouvoir de contraindre l'autorité nationale à le faire.

La directive ne se donne pas les moyens de contrôler réellement le niveau d'endettement. Or, c'est celui-ci qui est à l'origine du risque systémique induit par les fonds spéculatifs. En effet, ils ont très peu de capitaux propres et empruntent massivement auprès des banques. Il en résulte une capacité d'action démultipliée sur les marchés, sans commune mesure avec leurs capitaux.

Dans les faits, la directive ne touche pas au levier d'endettement, elle oblige simplement les fonds spéculatifs à le communiquer à leurs autorités de contrôle, sans obligation de la part de ces dernières d'intervenir en cas de problème. Il s'agit surtout de maintenir l'indépendance de l'ensemble du système financier. Comme le fait remarquer Guido Bolliger, chief Investment Officer d'Olympia Capital Management [5] : « plutôt que de passer par une directive, il aurait été plus simple de contraindre l'effet de levier que les banques d'investissement peuvent allouer aux *hedge funds* en augmentant la charge de capital sur le levier accordé dans les opérations de *prime brokerage* »

### **Une domination de la finance anglo-saxonne**

Une disposition de l'accord se présente comme un moyen pour lutter contre les paradis fiscaux. Les fonds spéculatifs, situés dans des pays qui n'assurent pas un échange effectif d'informations, notamment fiscales, ne pourront plus être commercialisés dans l'Union européenne. La question est d'importance quand on sait que 80 % des *hedge funds* sont situés dans ces centres offshore.

Cependant, suite aux pressions de Londres, le texte final limite le champ de la directive à la commercialisation dite « active ». Cela signifie concrètement que rien n'empêchera un investisseur européen, une banque, une compagnie d'assurance, un organisme de placement collectif, d'acheter des parts de fonds, situés hors de l'Union européenne, qui n'auraient pas obtenu le passeport européen pour non-respect des critères de la directive. Cette disposition donne ainsi accès au territoire européen aux capitaux placés dans les paradis fiscaux en relation avec la City, tels les territoires anglo-normands et les îles Caïmans ou par exemple, ceux gérés directement par les États-Unis, tel le Delaware.

Il s'agit d'une violation de l'esprit de la législation car dans ce cas, aucune information ne sera transmise aux régulateurs qui ne pourront ainsi pas évaluer l'exposition au risque des « investisseurs » européens. Mais, il s'agit surtout d'un nouvel abandon des pays membres de l'UE à la toute puissance de la finance anglo-saxonne. Ce n'est pas la possibilité formelle, pour un État membre de l'UE, de déposer recours devant l'ESMA, en cas de différend avec l'autorité nationale d'un pays tiers, qui pourra modifier le rapport de forces.

Cette directive s'inscrit ainsi dans la structuration des marchés financiers, révélée par le G20 d'avril 2009 sur « la lutte contre la fraude fiscale » [6], c'est à dire dans la légitimation de la main-mise anglo-saxonne sur la finance européenne. Cependant, si primauté de la City au niveau de l'Union européenne, en ce qui concerne la gestions des fonds spéculatifs, est écrasante (80 % de l'industrie de ces fonds est britannique, contre 5 % pour la France), cette puissance doit être relativisée. Les fonds anglais représentent 212 milliards de dollars, relativement à un montant de 1 000 milliards de dollars pour ceux situés aux USA. Ainsi, la place londonienne apparaît avant tout comme le cheval de Troie des *hedges funds* étasuniens.

### **Jean-Claude Paye**

Sociologue. Derniers ouvrages publiés : *La Fin de l'État de droit*, La Dispute 2004 ; *Global War on Liberty*, Telos Press 2007.

### **Notes.**

[1] « Quand l'Europe fait semblant de réguler les fonds spéculatifs », *Blog Libération*, le 26 octobre 2010.

[2] « Les 27 enfin d'accord sur la régulation des hedge funds », par Clémentine Forissier, EurActiv.fr, le 20 octobre 2010.

[3] Proposition de directive du Parlement européen et du Conseil sur les gestionnaires de fonds d'investissements alternatifs et modifiant les directives, 2004/39/CE et 2009/.../CE.

[4] « Comment réguler les hedge funds ? », par David Thesmar, *Telos*, le 18 février 2009.

[5] « La régulation européenne des hedge funds, vers des anomalies dangereuses pour le secteur », par Imen Hazgui . Easybourse.com, le 11 mai 2010.

[6] Lire : « Le G 20, une hiérarchisation des marchés financiers » et « UBS et l'hégémonie du dollar », par Jean-Claude Paye, *Réseau Voltaire*, 9 avril et 21 octobre 2009 .