
L'impact de la crise financière de 2007 sur les réglementations des hedge funds

Auteur : Capocci, Clara

Promoteur(s) : Masset, Adrien

Faculté : Faculté de Droit, de Science Politique et de Criminologie

Diplôme : Master en droit, à finalité spécialisée en droit économique et social

Année académique : 2023-2024

URI/URL : <http://hdl.handle.net/2268.2/19635>

Avertissement à l'attention des usagers :

Tous les documents placés en accès ouvert sur le site le site MatheO sont protégés par le droit d'auteur. Conformément aux principes énoncés par la "Budapest Open Access Initiative"(BOAI, 2002), l'utilisateur du site peut lire, télécharger, copier, transmettre, imprimer, chercher ou faire un lien vers le texte intégral de ces documents, les disséquer pour les indexer, s'en servir de données pour un logiciel, ou s'en servir à toute autre fin légale (ou prévue par la réglementation relative au droit d'auteur). Toute utilisation du document à des fins commerciales est strictement interdite.

Par ailleurs, l'utilisateur s'engage à respecter les droits moraux de l'auteur, principalement le droit à l'intégrité de l'oeuvre et le droit de paternité et ce dans toute utilisation que l'utilisateur entreprend. Ainsi, à titre d'exemple, lorsqu'il reproduira un document par extrait ou dans son intégralité, l'utilisateur citera de manière complète les sources telles que mentionnées ci-dessus. Toute utilisation non explicitement autorisée ci-avant (telle que par exemple, la modification du document ou son résumé) nécessite l'autorisation préalable et expresse des auteurs ou de leurs ayants droit.



L'impact de la crise financière de 2007 sur les réglementations des hedge funds

Clara CAPOCCI

Travail de fin d'études

Master en droit à finalité spécialisée en gestion

Année académique 2023-2024

Recherche menée sous la direction de :

Monsieur Adrien MASSET

Professeur extraordinaire à l'Université de Liège

Monsieur Laurent WEERTS

Maître de conférences à HEC Liège

Monsieur Éric POTTIER

Avocat et associé chez Linklaters

Note de synthèse

La crise financière de 2007 a révélé de façon incontestable les failles des marchés financiers. Plusieurs facteurs ont mené à cette crise dont le manque de réglementations accrues dans le secteur des hedge funds. La crise des subprimes a donc mis en évidence la nécessité de combler ce manque.

Ce travail se focalise sur les réglementations qui entourent ce secteur depuis la crise. Les gestionnaires de hedge funds sont désormais soumis à des obligations strictes en matière de transparence, de gouvernance et de gestion des risques. En cas de non-respect de ces règles, des sanctions pénales peuvent être appliquées.

Abstract

The financial crisis of 2007 clearly revealed the flaws in the financial markets. Several factors led to this crisis, including the lack of greater regulation in the hedge fund sector. The subprime crisis highlighted the need to fill this gap.

This paper focuses on the regulations that have surrounded this sector since the crisis. Hedge fund managers are now subject to strict obligations in terms of transparency, governance and risk management. Failure to comply with these rules may result in criminal penalties.

Mes remerciements s'adressent en premier lieu aux membres du jury. Messieurs Adrien Masset et Laurent Weerts, pour leur disponibilité et leurs conseils avisés ainsi que Monsieur Éric Pottier pour avoir accepté de consacrer du temps à la lecture de ce travail.

Je tiens également à remercier Monsieur Daniel Capocci, pour son temps, son aide et son expertise si précieuse dans ce domaine.

Enfin, je remercie chaleureusement mes parents et mes grands-parents pour leurs relectures minutieuses et la grande source d'inspiration qu'ils représentent à mes yeux, ainsi que tous mes proches, pour leur soutien sans faille.

Table des matières

Introduction	1
Partie 1 - Cadre théorique et conceptuel.....	2
Section 1 - Définition des hedge funds.....	2
Section 2 - Historique et évolution des hedge funds	5
Sous-section 1 - Premier hedge fund	5
Sous-section 2 - Développement du secteur.....	5
Sous-section 3 - Les différentes crises.....	6
Section 3 - Les raisons de la crise financière de 2007.....	8
Section 4 - Nécessité de la réglementation	11
Sous-section 1 - Les États-Unis	11
1. Historique	11
2. Le Securities Act.....	12
2.1 Obligation d'enregistrement	12
2.2 Exemptions	13
3. L'Investment Company Act.....	14
3.1 Obligation d'enregistrement	14
3.2 Exemptions.....	14
4. L'Investment Advisers Act.....	15
5. Absence de contrôle	16
Sous-section 2 - L'Europe	16
1. Les OPCVM.....	16
2. La directive sur les services d'investissement.....	18
Sous-section 3 - Conclusion.....	19
Partie 2 - Règlements post crise financière	20
Section 1 - Introduction : les États-Unis	20
Section 2 – L'Europe	22
Sous-section 1 - Les nouvelles obligations	22
1. Obligation d'être agréé/enregistré	22
1.1 La directive OPCVM IV.....	22
1.2 Le règlement sur les agences de notation de crédit.....	23
1.3 La directive AIFM	24
1.4 La loi belge du 19 avril 2014	25
1.5 Le règlement sur les produits dérivés de gré à gré	25
1.6 La directive MiFID II	26
2. Obligations en matière de transparence et de reporting	27
2.1 La directive OPCVM IV.....	27
2.2 Le règlement sur les agences de notation de crédit.....	27
2.3 La directive AIFM	28
2.4 La loi du 19 avril 2014.....	29

2.5 Le règlement sur les produits dérivés de gré à gré	29
2.6 La directive MiFID II	30
2.7 La directive prospectus	31
2.7.1 Obligation de publier un prospectus	31
2.7.2 Révision de la directive prospectus	32
3. Exigences en matière de gestion des risques et prudence	34
3.1 La directive OPCVM IV	34
3.2 Le règlement sur les agences de notation de crédit.....	35
3.3 La directive AIFM	35
3.4 La loi du 19 avril 2014.....	36
3.5 Le règlement sur les produits dérivés de gré à gré	37
4. Normes de gouvernance et de supervision	38
4.1 La directive OPCVM IV	38
4.2 Le règlement sur les agences de notation de crédit.....	38
4.3 La directive AIFM	39
4.4 Le règlement sur les produits dérivés de gré à gré	40
4.5 La directive MiFID II	40
5. Sanctions.....	41
Sous-section 2 - Interdictions et réglementations pénales	42
1. La manipulation de marché	42
1.1 Définition.....	42
1.2 Cadre légal.....	43
1.3 Éléments constitutifs.....	44
1.3.1 Un comportement interdit	44
1.3.2 Impact sur le marché.....	45
1.3.3 Usage de moyens trompeurs	45
1.3.4 Absence de publicité de l'information	46
1.3.5 L'élément moral	46
1.4 Exemple concret.....	46
2. Le délit d'initié	47
2.1 Définition.....	47
2.2 Cadre légal.....	47
2.3 Les éléments constitutifs.....	48
2.3.1 L'auteur de l'infraction	48
2.3.2 Le fait de disposer d'une information privilégiée.....	49
2.3.3 Une opération portant sur des instruments financiers	50
2.3.4 Une opération prohibée.....	50
2.3.5 L'élément moral	51
2.4 Exemples concrets.....	52
2.5 Modifications légales.....	53
3. Le blanchiment d'argent	54
3.1 Définition.....	54
3.2 Cadre légal.....	55
3.3 Les éléments constitutifs.....	56
3.3.1 L'origine criminelle des fonds.....	56

3.3.2 Actes de blanchiment	56
3.3.3 Lien avec une infraction sous-jacente	57
3.3.4 L'élément moral	57
3.4 La CTIF	58
3.5 Modifications légales	59
Sous-section 3 – Efficacité des réglementations	60
Partie 3 - Analyse d'un cas : l'Irlande	62
Section 1 – Les hedge funds en Irlande	62
Sous-section 1 - Introduction	62
Sous-section 2 – Les différentes obligations des QIF	63
Section 2 – Les stratégies d'investissement.....	65
Sous-section 1 – Long/short equity	65
Sous-section 2 – Event-Driven	65
Sous-section 3 – Global macro	67
Sous-section 4 – Relative Value	68
Sous-section 5 – Managed Futures	69
Conclusion	70
Bibliographie	72

Introduction

Depuis leur émergence au milieu du 20^{ème} siècle, les hedge funds ont suscité un intérêt croissant en tant qu'acteurs majeurs sur les marchés financiers mondiaux. Leur capacité à générer des rendements élevés et à diversifier les portefeuilles d'investissement a attiré de nombreux investisseurs institutionnels et individuels. Cependant, tout en prenant une place importante sur le marché au fur et à mesure du temps, les hedge funds continuent à manquer d'une réglementation stricte, ce qui suscite des inquiétudes quant à leur transparence et leur impact sur la stabilité financière. La crise financière des subprimes a, en 2007, touché le monde entier et a permis de mettre en avant l'insuffisance des réglementations du secteur.

Ce travail se concentre sur l'impact de la crise financière de 2007 sur la réglementation des hedge funds. Pour comprendre pleinement cet impact, il est essentiel de commencer par examiner le secteur des hedge funds lui-même. Nous définirons d'abord ce que sont les hedge funds, en explorant leur évolution depuis leur création et les différentes crises par lesquelles ils sont passés. Nous concluons cette partie en examinant les circonstances qui ont conduit à la crise, en mettant en évidence les lacunes dans la réglementation existante et la nécessité impérieuse de la renforcer.

Après avoir posé ce contexte historique, nous passerons à l'examen des nouvelles réglementations mises en place en réponse à la crise financière. Nous analyserons les différentes obligations imposées aux hedge funds en matière de transparence, de gestion des risques et de gouvernance, au travers des différents règlements et directives adoptés par l'Union européenne. Nous accorderons également une attention particulière aux sanctions pénales prévues en cas de non-respect de ces nouvelles règles, soulignant l'importance croissante du droit pénal dans la réglementation des hedge funds. Les principales infractions pénales qui gravitent autour des fonds d'investissement seront également étudiées.

Enfin, pour illustrer l'impact concret de ces changements réglementaires, nous analyserons le cas spécifique de l'Irlande. En tant que centre financier européen majeur dans le domaine des hedge funds, l'Irlande offre un exemple pertinent des défis et des opportunités auxquels sont confrontés les régulateurs et les acteurs du secteur financier.

Partie 1 - Cadre théorique et conceptuel

Section 1 - Définition des hedge funds

Légalement, il n'existe pas de définition précise des hedge funds. D'après l'Alternative Investment Management Association (AIMA)¹, leur nature les rend complexes à définir². Cependant, une définition générale pourrait être la suivante : « un hedge fund est une société en commandite d'investissement (privé) qui utilise une large gamme d'instruments tels que la vente à découvert, les produits dérivés, l'effet de levier ou l'arbitrage sur différents marchés. En général, les gestionnaires du fonds investissent une partie de leur propre argent dans le fonds et sont rémunérés par des commissions liées à la performance. Ces fonds exigent des investissements minimums élevés et leur accès est limité. Ils s'adressent particulièrement aux investisseurs individuels ou aux institutions disposant de ressources financières importantes »³.

En général, les hedge funds sont constitués sous forme de structures d'investissement privées⁴. Cette forme privée, apparue aux États-Unis, visait à l'origine à contourner certaines règles contraignantes relatives à la publicité et à l'accès restreint aux investisseurs fortunés ou professionnels⁵. Bien que certaines stratégies de ces fonds soient désormais disponibles sous forme de produits réglementés en Europe, la structure privée demeure la norme, du moins aux États-Unis.

La gamme d'investissements des hedge funds ne se limite pas aux actions et aux obligations. « L'utilisation d'instruments plus sophistiqués, notamment de produits dérivés tels que les options (y compris les options exotiques), les contrats à terme, les swaps, les swaps de défaut de crédit (CDS), les warrants ou les obligations convertibles, est fréquente. En général, ils utilisent également des techniques d'investissement originales et plus complexes, telles que le short selling ou l'arbitrage »⁶. Le short selling, connu en français sous le nom de vente à découvert, n'est pas courant dans les fonds communs de placement. Son processus peut être expliqué comme suit : « le principe de la vente à découvert est de vendre un titre que le

¹ L'AIMA est une organisation mondiale à but non lucratif qui représente l'industrie des investissements alternatifs (y compris les hedge funds). Elle offre une plateforme pour les gestionnaires de fonds alternatifs, les investisseurs institutionnels, les régulateurs et d'autres parties prenantes pour partager des connaissances, promouvoir les meilleures pratiques et défendre les intérêts de l'industrie.

² D. CAPOCCI, *The complete guide to hedge funds & hedge fund strategies*, Basingstoke, Palgrave Macmillan, 2013, p.1.

³ D. CAPOCCI, *ibidem*, p.3 (citation traduite librement de l'anglais).

⁴ D. CAPOCCI, *ibidem*, p.4.

⁵ D. CAPOCCI, *ibidem*, p.4.

⁶ D. CAPOCCI, *ibidem*, p.4 (citation traduite librement de l'anglais).

gestionnaire ne possède pas réellement »⁷. « Pour ce faire, le gestionnaire emprunte le titre et le vend. Ensuite, à un moment ultérieur, le gestionnaire achète le titre sur le marché pour le rendre au prêteur. La vente à découvert présente un intérêt dans deux cas principaux :

- Pour profiter d'une baisse du prix d'un actif : le gérant, prévoyant en privé la baisse, emprunte le titre et le vend au prix du marché actuel.

Il le rachète ensuite à une date ultérieure et le restitue au prêteur. Il réalise un bénéfice si le prix du titre baisse entre la vente et l'achat, de sorte qu'il aura acheté le titre à un prix inférieur à celui auquel il le vend.

- Pour couvrir le risque d'une position longue : les gestionnaires peuvent souhaiter couvrir temporairement une position longue, mais sans la vendre. Dans ce cas, ils peuvent vendre à découvert un titre lié à celui qu'ils souhaitent couvrir.

Dans le processus de vente à découvert, le coût de l'emprunt du titre et le rendement obtenu de la vente de ce titre sur le marché doivent également être pris en compte. Le prêteur du titre doit être payé pour le service fourni, mais l'emprunteur recevra des liquidités immédiatement après la vente des titres ; le gestionnaire investira généralement ces liquidités sur des comptes sans risque et recevra un rendement au niveau du cash plus. Il convient de noter que lorsqu'un titre est vendu à découvert, le vendeur doit verser ces dividendes à la contrepartie qui a prêté le titre »⁸.

La technique de l'arbitrage, elle, consiste à tirer profit de la différence de prix entre plusieurs actifs ou marchés financiers. Les gestionnaires des hedge funds identifient des opportunités où le prix d'un actif est sous-évalué sur un marché par rapport à un autre et réalisent alors des opérations qui leur permettent de capturer cet écart de prix⁹.

« En fonction de la stratégie d'investissement et de leurs styles d'investissement, les gestionnaires peuvent également avoir tendance à saisir l'occasion d'utiliser l'effet de levier »¹⁰. Une nouvelle fois, ce mécanisme est très prisé dans les hedge funds mais très peu dans les fonds communs. Grâce à l'effet de levier, le rendement potentiel d'un investissement peut être augmenté, en gardant un même niveau de capital¹¹. L'approche la plus courante pour créer cet effet implique de contracter un prêt supplémentaire auprès d'une institution financière¹².

⁷ D. CAPOCCI, *op. cit.*, p.106 (citation traduite librement de l'anglais).

⁸ D. CAPOCCI, *ibidem*, p. 106 et 107 (citation traduite librement de l'anglais).

⁹ A. BLOOMENTAL, "What Is Arbitrage? Definition, Example, and Costs", disponible sur <https://www.investopedia.com>, 2 novembre 2023.

¹⁰ D. CAPOCCI, *op. cit.*, p.4 (citation traduite de l'anglais).

¹¹ D. CAPOCCI, *ibidem*, p.108.

¹² D. CAPOCCI, *ibidem*, p.108.

La diversité des stratégies possibles dans les hedge funds est une illustration de la volonté des gestionnaires de garder un certain niveau de liberté dans leur champ d'application¹³.

Une part importante de l'argent investi dans le fonds vient des gestionnaires eux-mêmes. « Les investisseurs y voient un alignement des intérêts ; lorsque les gestionnaires investissent leur propre argent aux côtés de celui des investisseurs, ils sont davantage impliqués et incités à produire des résultats. Le risque est que les gestionnaires qui n'ont pas co-investi avec leurs clients se concentrent davantage sur les frais de gestion et sur l'obtention d'actifs plutôt que sur les résultats »¹⁴.

Cette définition termine par mettre en lumière le fait que les hedge funds ciblent des investisseurs ou des institutions disposant de ressources importantes¹⁵. En effet, étant donné que les techniques d'investissement sont plutôt compliquées, les investisseurs fortunés sont généralement plus avertis ou peuvent, du moins, se faire conseiller par des personnes qui le sont¹⁶. Le degré de risque qu'est en mesure de tolérer ce type d'investisseurs est également plus important.

La notion de liberté est l'idée centrale à retenir de cette définition introductive des hedge funds¹⁷.

¹³ D. CAPOCCI, *op. cit.*, p.4.

¹⁴ D. CAPOCCI, *ibidem*, p.4 (citation traduite de l'anglais).

¹⁵ D. CAPOCCI, *ibidem*, p.4.

¹⁶ D. CAPOCCI, *ibidem*, p.5.

¹⁷ D. CAPOCCI, *ibidem*, p.5.

Section 2 - Historique et évolution des hedge funds

Sous-section 1 - Premier hedge fund

Alfred Winslow Jones, un Australien, est le premier à avoir créé un hedge fund, en 1949 aux États-Unis¹⁸. Ce dernier est un sociologue et journaliste diplômé de Harvard et titulaire d'un doctorat à l'université de Columbia¹⁹. Lorsqu'il a créé son fonds d'investissement, Jones a utilisé une structure privée : son but était d'avoir un maximum de liberté et de bénéficier de certaines exemptions prévues par la loi²⁰. Ses trois principes de base étaient « de toujours utiliser l'effet de levier, toujours vendre à découvert et enfin de donner 20% des bénéfices au gestionnaire »²¹. À l'heure actuelle, ces trois principes demeurent parmi les plus fondamentaux.

Selon lui, l'investissement en actions comporte principalement deux types de risques : « le risque lié au choix des titres individuels et le risque du marché »²². La stratégie de Jones était d'adopter un portefeuille de positions courtes afin de le protéger des éventuelles baisses du marché²³. Lorsque les gestionnaires adoptent cette position, ils vendent donc davantage de titres qu'ils n'en achètent, en prévision d'une baisse des prix²⁴. On parle de position nette longue lorsque l'inverse se produit.

En 1966, le terme « hedge fund » a été introduit pour la première fois dans un article écrit pour Fortune²⁵. En comparant la performance nette de différents fonds, l'auteur de cet article a montré que celui de Jones surpassait tous les autres.

Sous-section 2 - Développement du secteur

Au vu du succès de ce premier fonds, l'industrie des hedge funds a connu une réelle expansion dans les années 1960. « D'après une étude de la Securities and Exchange Commission (SEC)²⁶, 140 fonds géraient environ 2 milliards de dollars américains à la fin de l'année 1968 »²⁷. Cependant, cette nouvelle industrie a été considérablement affaiblie à la suite des chutes des

¹⁸ K. ROMANTEAU, « L'histoire des Hedges Funds », disponible sur <https://fr.advfn.com/journal/>, 13 octobre 2014.

¹⁹ D. CAPOCCI, *op. cit.*, p.6.

²⁰ D. CAPOCCI, *ibidem*, p.6.

²¹ D. CAPOCCI, *ibidem*, p.6 (citation traduite librement de l'anglais).

²² D. CAPOCCI, *ibidem*, p.6 (citation traduite librement de l'anglais).

²³ D. CAPOCCI, *ibidem*, p.6.

²⁴ D. CAPOCCI, *ibidem*, p.7.

²⁵ Fortune est un magazine américain spécialisé dans les affaires et l'économie. Il est une source d'information importante pour les dirigeants d'entreprise, les investisseurs, et quiconque s'intéresse aux tendances économiques.

²⁶ La SEC est une agence gouvernementale aux États-Unis qui est chargée de réglementer et de surveiller les marchés financiers et les investissements.

²⁷ D. CAPOCCI, *op. cit.*, p.8 (citation traduite librement de l'anglais).

marchés en 1969 et en 1970²⁸. Beaucoup de hedge funds ont donc vu leurs actifs baisser considérablement.

À la fin des années 1980, le secteur connaît un deuxième cycle de développement, ce sont surtout les fonds macroéconomiques qui prennent une ampleur significative à cette époque²⁹. « Les gestionnaires de ces fonds prévoient les évolutions du contexte économique mondial (à travers les cours des actions, les devises, les taux d'intérêts, l'inflation et/ou la politique fiscale) et prennent des positions en conséquence »³⁰.

Sous-section 3 - Les différentes crises

Dans les années 1990, les hedge funds ont connu quelques turbulences. La première crise à avoir été associée à eux est la crise du mécanisme de taux de change de 1992³¹. En quelques mots, cette crise a trouvé ses racines dans la période allant de 1987 à 1991, lorsque d'importants flux de capitaux ont circulé au sein de la Communauté européenne, alimentant une stratégie appelée « convergence play »³². « Celle-ci consistait à emprunter de la monnaie à faible taux d'intérêt, comme le deutsche mark allemand, pour l'investir dans des pays à taux d'intérêt plus élevé, comme l'Italie, l'Espagne et la Grèce »³³. Cependant, des signes de déséquilibres économiques sont apparus, notamment une augmentation des coûts de main d'œuvre en Italie et une appréciation de la livre sterling au Royaume-Uni³⁴. En 1992, deux événements ont précipité la crise : une forte appréciation du deutsche mark par rapport au dollar américain et une hausse des taux d'intérêt allemands³⁵. Les acteurs clés, comme George Soros³⁶, ont joué un rôle important dans cette crise, en déclenchant des mouvements de marché massifs qui ont exacerbé les problèmes³⁷. En fin de compte, la crise a révélé la vulnérabilité du mécanisme de change européen et a eu des répercussions importantes sur le système monétaire.

Par la suite, le marché des hedge funds a connu une croissance fulgurante, gagnant en popularité tant auprès des investisseurs institutionnels que des particuliers. Cependant, dans la seconde partie de l'année 1998, plusieurs fonds importants commencent à admettre qu'ils ont perdu énormément d'argent. Parmi eux, nous pouvons citer les fonds de Soros et les fonds de Robertson. Certains fonds avaient investi des sommes assez importantes en Russie, mais

²⁸ D. CAPOCCI, *op. cit.*, p.9.

²⁹ D. CAPOCCI, *ibidem*, p.9.

³⁰ D. CAPOCCI, *ibidem*, p.9 (citation traduite librement de l'anglais).

³¹ D. CAPOCCI, *ibidem*, p.465.

³² D. CAPOCCI, *ibidem*, p.466.

³³ D. CAPOCCI, *ibidem*, p.466 (citation traduite librement de l'anglais).

³⁴ D. CAPOCCI, *ibidem*, p.466.

³⁵ D. CAPOCCI, *ibidem*, p.466.

³⁶ George Soros est un investisseur et philanthrope renommé, surtout connu pour sa réussite dans la gestion de hedge funds, notamment avec sa vente à découvert de la livre sterling en 1992.

³⁷ D. CAPOCCI, *op. cit.*, p.467.

cette dernière a subi une crise³⁸. Parmi ces fonds, on retrouve également le fonds Long-Term Capital Management (LTCM), une société américaine de gestion d'actifs fondée en 1994 par John W. Meriwether³⁹. Dès ses débuts, « LTCM avait une position dominante au sein de la communauté des hedge funds en raison de la renommée de ses associés et de la quantité importante de capital qu'ils géraient »⁴⁰. La stratégie d'investissement mise en œuvre et les positions prises étaient secrètes. Au fil du temps, LTCM est devenu le fonds avec l'effet levier le plus important⁴¹. L'année 1998 a été difficile pour le fonds et la situation en Russie n'a rien arrangé. La situation ne cessait de s'empirer et le niveau de risque n'était pas clair, personne ne connaissait réellement l'ampleur des dégâts⁴². À ce moment-là, il était inconcevable d'imaginer la chute de LTCM car beaucoup d'autres faillites en auraient découlé⁴³. Un renflouement du fonds a alors été organisé par la Banque fédérale de réserve de New York grâce à la contribution de différentes institutions⁴⁴.

Depuis cet épisode, l'utilisation de l'effet de levier est devenue une source d'inquiétude aux yeux des investisseurs⁴⁵. Les stratégies des hedge funds ont donc dû être adaptées pour le réduire et plus de transparence a été demandée de la part des investisseurs. Cependant, ces demandes et inquiétudes n'ont pas conduit à des réelles publications légales, l'autorégulation restait le mot d'ordre de ce secteur⁴⁶.

³⁸ D. CAPOCCI, *op. cit.*, p.457.

³⁹ D. CAPOCCI, *ibidem*, p.458.

⁴⁰ D. CAPOCCI, *ibidem*, p.458 (citation traduite librement de l'anglais).

⁴¹ D. CAPOCCI, *ibidem*, p.460.

⁴² D. CAPOCCI, *ibidem*, p.461.

⁴³ D. CAPOCCI, *ibidem*, p.462.

⁴⁴ D. CAPOCCI, *ibidem*, p.462.

⁴⁵ D. CAPOCCI, *ibidem*, p.464.

⁴⁶ D. CAPOCCI, *ibidem*, p.464.

Section 3 - Les raisons de la crise financière de 2007

Ceci nous amène à 2007, l'année de l'importante crise immobilière américaine qui a été suivie, en 2008, par une crise de liquidité. L'ensemble du système financier a été touché par ces deux crises sans précédent⁴⁷.

« Divers facteurs ont joué un rôle dans l'établissement de cette situation intenable. Tout d'abord, la Réserve fédérale américaine a considérablement réduit ses taux d'intérêts entre 2001 et 2004 afin de stimuler l'économie américaine, affaiblie depuis les attentats du 11 septembre 2001 »⁴⁸. Le coût du financement étant devenu relativement faible grâce aux taux d'intérêts réduits, de nombreux Américains ont pu emprunter pour acquérir une propriété. Cette stimulation de la demande de biens immobiliers a dès lors engendré une augmentation des prix⁴⁹. Pour obtenir un prêt, peu de garanties étaient exigées par les banques durant cette période. Ainsi, de nombreux ménages à faibles revenus ont pu obtenir des prêts hypothécaires en se basant sur la réévaluation de leurs biens immobiliers⁵⁰. « Ces prêts étaient qualifiés de subprimes et représentaient 24% des prêts accordés aux États-Unis en 2006 »⁵¹. Ils étaient basés sur un système de taux d'intérêts variables et représentaient dès lors un risque pour ces ménages peu solvables. Lorsque la Réserve fédérale a relevé son taux d'intérêts, les créanciers étaient sous pression. Ce facteur, combiné au ralentissement des ventes immobilières, a provoqué des défauts de paiement de plus en plus nombreux⁵².

Ce qui a exacerbé l'importance de la crise est qu'en Amérique, il existe le phénomène de titrisation. « Il s'agit d'une technique financière qui consiste à agréger le risque et à le transférer à des tiers. Ce processus permet de transformer des actifs illiquides en titres financiers négociables sur les marchés financiers. L'idée est de regrouper un ensemble de titres tels que des hypothèques et de créer un produit qui regroupe ces titres. Ce produit sera divisé en tranches, chacune étant associée à un niveau de risque variable. Ces titres et les risques associés peuvent être achetés ou cédés à des tiers par le biais d'un produit structuré. Dans ce cas, les prêts hypothécaires à risque représentent les actifs présentant le niveau de risque le plus élevé »⁵³.

De manière habituelle, les montants octroyés pour des prêts hypothécaires étaient limités au vu des exigences de sûretés demandées par les institutions bancaires. Avec la titrisation, « les hypothèques sont vendues sur le marché de la dette ce qui a augmenté la liquidité de ce

⁴⁷ D. CAPOCCI, *op. cit.*, p.473.

⁴⁸ D. CAPOCCI, *ibidem*, p.473 (citation traduite librement de l'anglais).

⁴⁹ D. CAPOCCI, *ibidem*, p.473.

⁵⁰ D. CAPOCCI, *ibidem*, p.473.

⁵¹ D. CAPOCCI, *ibidem*, p.473 (citation traduite librement de l'anglais).

⁵² D. CAPOCCI, *ibidem*, p.473.

⁵³ D. CAPOCCI, *ibidem*, p.476 (citation traduite librement de l'anglais).

marché et facilité l'obtention de prêts »⁵⁴. Malheureusement, ce phénomène de titrisation a conduit à des comportements abusifs car, en sachant que le risque serait de toute façon transféré, les emprunteurs étaient sélectionnés beaucoup moins attentivement⁵⁵. Le mécanisme était le suivant : « la banque fournissait l'hypothèque contre le remboursement par les emprunteurs et le paiement au détenteur des titres adossés à l'hypothèque vendus par la banque. Cette activité était très rentable pour elles, qui prélevaient une commission pour chaque crédit vendu, ce qui poussait les courtiers en hypothèques à vendre de plus en plus de ces produits »⁵⁶.

Cependant, lorsque de nombreux emprunteurs subprimes ont commencé à faire défaut sur leurs paiements hypothécaires, la valeur de ces titres a considérablement chuté ce qui a entraîné des pertes massives pour les investisseurs qui les détenaient ainsi que pour les institutions financières qui avaient investi énormément dans ces actifs.

En raison de l'interconnexion des marchés financiers, la crise s'est propagée à l'ensemble du système financier mondial. De nombreuses grandes institutions financières, y compris des banques d'investissement, se sont retrouvées au bord de la faillite. Pour éviter un effondrement complet du système, la Réserve fédérale américaine et la Banque centrale européenne ont injecté des milliards de dollars et d'euros. « Si l'on tient compte de l'intervention d'autres banques centrales, ce sont plus de 330 milliards de dollars qui ont été injectés sur les marchés. Globalement, les pertes se situent entre 220 et 480 milliards de dollars US, selon les sources »⁵⁷.

La crise des subprimes a été suivie par la crise de liquidité en 2008, née de la même base que la précédente. Cependant ici, l'ensemble du système financier était problématique, cela ne concernait pas que l'endettement d'une partie de la population américaine⁵⁸.

« Dans une certaine mesure, les deux crises peuvent être mises en parallèle. Le marché des subprimes a fonctionné tant que la valeur des biens immobiliers augmentait et que le coût du financement restait faible ; l'augmentation de l'effet de levier dans le système financier a permis d'accroître les flux de capitaux et de réduire le coût du financement. Mais l'augmentation est devenue démesurée, et les banques et autres institutions financières ont été confrontées à de tels besoins de liquidités qu'elles ne pouvaient plus y répondre. Les banques confrontées à ces besoins de liquidités ont vu, dans de nombreux cas, un nombre important de leurs clients partir avec leurs actifs. D'autres banques ont cessé de financer le marché interbancaire. Tout cela a amplifié les problèmes »⁵⁹.

« Le point culminant de cette crise a été la faillite de Lehman Brothers, l'un des principaux acteurs américains. À la suite d'importants problèmes de liquidité, la banque n'a pas été en mesure de respecter ses engagements. Cette faillite a conduit les banques à prendre des

⁵⁴ D. CAPOCCI, *op. cit.*, p.478 (citation traduite librement de l'anglais).

⁵⁵ D. CAPOCCI, *ibidem*, p.478.

⁵⁶ D. CAPOCCI, *ibidem*, p.478 (citation traduite librement de l'anglais).

⁵⁷ D. CAPOCCI, *ibidem*, p.479 (citation traduite librement de l'anglais).

⁵⁸ D. CAPOCCI, *ibidem*, p.484.

⁵⁹ D. CAPOCCI, *ibidem*, p.484 (citation traduite librement de l'anglais).

mesures d'urgence »⁶⁰. La Réserve fédérale a, une nouvelle fois, dû intervenir. Plusieurs institutions financières ont été nationalisées, Fortis fut la première à l'être en Europe continentale⁶¹.

Ces deux crises ont mis en lumière les faiblesses du marché immobilier américain.

⁶⁰ D. CAPOCCI, *op. cit.*, p.484 (citation traduite librement de l'anglais).

⁶¹ D. CAPOCCI, *ibidem*, p.484.

Section 4 - Nécessité de la réglementation

« Dans l'univers des investissements alternatifs, encore plus qu'ailleurs, les réglementations évoluent sans cesse »⁶².

Sous-section 1 - Les États-Unis

1. Historique

Aux États-Unis, les hedge funds étaient historiquement déployés avec une structure miroir offshore. Cette structure implique la création de deux entités : une aux États-Unis et l'autre dans une juridiction offshore. « Les gestionnaires utilisaient ces entités offshore pour les investisseurs non américains et ceux exonérés d'impôts, tandis que des fonds nationaux (onshore) étaient mis en place pour les investisseurs américains imposables. Ces fonds étaient généralement organisés sous forme de sociétés en commandite avec une structure privée »⁶³. Grâce à cette configuration, les hedge funds peuvent bénéficier de deux principaux avantages : « une optimisation fiscale, où les rendements ne sont pas soumis à l'impôt au niveau du fonds mais uniquement au niveau de l'investisseur, ainsi qu'une responsabilité limitée »⁶⁴.

Avant et pendant cette période de crise en 2007, les hedge funds n'étaient que très peu réglementés, les gestionnaires étaient assez libres et soumis à un contrôle moins strict que celui appliqué à d'autres entités financières telles que les banques par exemple. « L'idée était que, étant donné que les fonds étaient réservés à un nombre restreint d'investisseurs très avertis, ceux-ci ne nécessitaient pas de protections réglementaires »⁶⁵.

Pour cette raison, les hedge funds étaient généralement exemptés des obligations prévues par les lois⁶⁶. À cet égard, nous pouvons citer le Securities Act (1933) et l'Investment Company Act (1940). Le premier concerne la réglementation de l'émission et de la vente de titres, tels que les actions et les obligations, sur les marchés financiers. Le second se concentre sur la réglementation des sociétés d'investissement, y compris les fonds communs de placement et les fonds d'investissement à capital fixe. Il y a ensuite l'Investment Advisers Act (1940) qui visait à réglementer les conseillers en investissement.

⁶² D. CAPOCCI, *op. cit.*, p.488 (citation traduite librement de l'anglais).

⁶³ D. CAPOCCI, *ibidem*, p.488 (citation traduite librement de l'anglais).

⁶⁴ D. CAPOCCI, *ibidem*, p.490 (citation traduite librement de l'anglais).

⁶⁵ D. CAPOCCI, *ibidem*, p.490 (citation traduite librement de l'anglais).

⁶⁶ D. CAPOCCI, *ibidem*, p.490.

2. Le Securities Act

2.1 Obligation d'enregistrement

Le Securities Act est la réglementation de base pour les hedge funds aux États-Unis. Il prévoit une obligation d'enregistrement auprès de la SEC pour chaque titre offert⁶⁷. Concrètement, cet enregistrement constitue une déclaration formelle dans laquelle l'émetteur partage des informations détaillées sur son entreprise, ses activités, ses risques et toute autre information pertinente qui permet aux investisseurs de prendre des décisions éclairées. Une fois la déclaration examinée et approuvée par la SEC, l'émetteur est autorisé à procéder à une offre publique de ses titres sur les marchés financiers. En effet :

« (a) A moins qu'une déclaration d'enregistrement ne soit en vigueur pour une valeur mobilière, il est illégal pour toute personne, directement ou indirectement :

(1) d'utiliser des moyens ou des instruments de transport ou de communication dans le cadre du commerce interétatique ou du courrier pour vendre une telle valeur mobilière par l'intermédiaire d'un prospectus ou d'une autre manière ; ou

(2) de transporter ou de faire transporter à travers le courrier ou dans le commerce interétatique, par tout moyen ou instrument de transport, une telle valeur mobilière dans le but de la vendre ou de la livrer après la vente »⁶⁸.

Les déclarations faites lors de cet enregistrement doivent bien sûr être exactes, sans quoi la responsabilité des différentes parties impliquées peut être engagée :

« (a) Au cas où une partie de la déclaration d'enregistrement, au moment où cette partie est devenue effective, contiendrait une déclaration erronée d'un fait important ou omettrait de déclarer un fait important dont la déclaration est requise ou qui est nécessaire pour que les déclarations qui y figurent ne soient pas trompeuses, toute personne qui acquiert cette valeur mobilière (à moins qu'il ne soit prouvé qu'au moment de l'acquisition elle avait connaissance de cette déclaration erronée ou de cette omission) peut, en droit ou en équité, devant tout tribunal compétent, poursuivre en justice :

(1) toute personne qui a signé la déclaration d'enregistrement ;

(2) toute personne qui était administrateur de l'émetteur (ou personne exerçant des fonctions similaires) ou associé de l'émetteur au moment du dépôt de la partie de la déclaration d'enregistrement pour laquelle sa responsabilité est invoquée ;

(3) toute personne qui, avec son consentement, est désignée dans la déclaration d'enregistrement comme étant ou étant sur le point de devenir administrateur, personne exerçant des fonctions similaires ou associé ;

⁶⁷ Art. 5 du Securities Act.

⁶⁸ Art. 5 du Securities Act.

(4) tout comptable, ingénieur ou évaluateur, ou toute personne dont la profession donne autorité à une déclaration faite par elle, qui a été désigné, avec son consentement, comme ayant préparé ou certifié une partie de la déclaration d'enregistrement, ou comme ayant préparé ou certifié un rapport ou une évaluation utilisés en relation avec la déclaration d'enregistrement, à l'égard de la déclaration contenue dans cette déclaration d'enregistrement, ce rapport ou cette évaluation, qui est censée avoir été préparée ou certifiée par lui ;

(5) tout preneur ferme de cette valeur mobilière »⁶⁹.

2.2 Exemptions

Ces contraintes avaient pour but de protéger les investisseurs en leur fournissant des informations transparentes et précises sur les titres offerts à la vente. Cependant, les hedge funds sont dispensés de cette obligation d'enregistrement car « la commercialisation des parts de fonds se fait le plus souvent auprès d'*accredited investors* ou moins de 35 *non-accredited investors* »⁷⁰. En effet :

« Exemption pour les offres et ventes limitées sans tenir compte du montant de l'offre.

(a) Exemption. Les offres et les ventes de valeurs mobilières par un émetteur qui remplissent les conditions énoncées au paragraphe (b) ou (c) de la présente section sont réputées être des transactions n'impliquant aucune offre publique au sens de la section 4(a)(2) de la loi.

(b) Conditions à remplir dans le cadre d'offres soumises à une limitation des modalités d'offre

(1) Conditions générales. Pour bénéficier d'une exemption au titre de la présente section, les offres et les ventes doivent satisfaire à toutes les conditions énoncées aux articles 230.501 et 230.502.

(2) Conditions spécifiques

(i) Limitation du nombre d'acheteurs. Il n'y a pas plus de 35 acquéreurs de titres de l'émetteur, ou l'émetteur estime raisonnablement qu'il n'y a pas plus de 35 acquéreurs de titres de l'émetteur dans le cadre d'offres au titre de la présente section, au cours d'une période de 90 jours calendaires.

(ii) Nature des acheteurs. Chaque acheteur qui n'est pas un investisseur accrédité, seul ou avec son ou ses représentants, possède des connaissances et une expérience en matière financière et commerciale telles qu'il est capable d'évaluer les mérites et les risques de l'investissement envisagé, ou l'émetteur estime raisonnablement, immédiatement avant de procéder à une vente, que cet acheteur répond à cette description »⁷¹.

Le Securities Act définit ce qu'on appelle un « *accredited investor* » comme suit : « (a) Investisseur accrédité. On entend par investisseur qualifié toute personne qui entre dans l'une des catégories suivantes, ou dont l'émetteur pense raisonnablement qu'elle entre dans l'une

⁶⁹ Art. 11 du Securities Act.

⁷⁰ F. CHAMPARNAUD, « La régulation des 'hedge funds' », *Revue d'économie financière*, n°60, 2000, p. 199.

⁷¹ Rule 506 regulation D du Securities Act.

des catégories suivantes, au moment de la vente des valeurs mobilières à cette personne : (1) Toute banque telle que définie à l'article 3(a)(2) de la Loi, ou toute association d'épargne et de prêt ou autre institution telle que définie à l'article 3(a)(5)(A) de la Loi, qu'elle agisse à titre individuel ou fiduciaire »⁷². Il énonce ensuite toutes les autres catégories incluses dans cette expression.

3. L'Investment Company Act

3.1 Obligation d'enregistrement

« En adoptant la structure d'une société en commandite, les hedge funds sont soumis à l'Investment Company Act »⁷³. Ce dernier impose également aux sociétés d'investissement de s'enregistrer auprès de la SEC :

« a) Toute société d'investissement organisée ou autrement créée en vertu de la législation des États-Unis ou d'un État peut s'enregistrer aux fins du présent titre en déposant auprès de la Commission une notification d'enregistrement, sous la forme prescrite par la Commission, par voie de règles et de règlements, comme étant nécessaire ou appropriée dans l'intérêt public ou pour la protection des investisseurs. Une société d'investissement est réputée enregistrée dès réception par la Commission de cette notification d'enregistrement »⁷⁴.

Il les contraint en outre à se conformer à des règles de gouvernance⁷⁵, de divulgation⁷⁶ et de gestion des actifs⁷⁷.

3.2 Exemptions

Toutefois, les hedge funds en sont encore une fois exemptés : « dès lors que le fonds n'est pas commercialisé auprès de plus de 99 *accredited investors*, il n'a pas à être enregistré au titre de l'Investment Company Act de 1940 et n'est donc pas soumis aux obligations qui en résultent »⁷⁸.

En effet :

« (c) Nonobstant les paragraphes (a) et (b), aucune des personnes suivantes n'est une société d'investissement au sens de ce titre :

⁷² Rule 501 regulation D du Securities Act.

⁷³ D. CAPOCCI, *op. cit.*, p.490 (citation traduite librement de l'anglais).

⁷⁴ Art. 8 de l'Investment Company Act.

⁷⁵ Art. 15 de l'Investment Company Act.

⁷⁶ Art. 31 de l'Investment Company Act.

⁷⁷ Art. 17 et 18 de l'Investment Company Act.

⁷⁸ F. CHAMPARNAUD, *op. cit.*, p.199.

(1) Tout émetteur dont les titres en circulation (autres que les titres à court terme) ne sont pas détenus par plus de cent personnes et qui ne fait pas et ne propose pas actuellement de faire une offre publique de ses titres. Aux fins du présent paragraphe, la propriété effective d'une société est réputée être la propriété effective d'une personne ; toutefois, si cette société possède 10 % ou plus des titres avec droit de vote en circulation de l'émetteur, la propriété effective est réputée être celle des détenteurs des titres en circulation de cette société (autres que les titres de créance à court terme) »⁷⁹.

Une nouvelle fois, ces exemptions leur permettaient d'éviter une grande partie de la réglementation qui s'appliquait aux fonds d'investissement traditionnels. Le niveau de confidentialité avec lequel les hedge funds fonctionnaient était donc assez élevé, ils n'étaient pas tenus de divulguer publiquement leurs stratégies d'investissement.

4. L'Investment Advisers Act

Concernant l'Investment Advisers Act, il requiert de nouveau un enregistrement auquel les hedge funds sont dispensés : *« (a) Sous réserve des dispositions du paragraphe (b) et de la section 203A, il est illégal pour tout conseiller en investissement, à moins d'être enregistré en vertu de la présente section, d'utiliser le courrier ou tout autre moyen ou instrument du commerce interétatique dans le cadre de son activité de conseiller en investissement.*

(b) Les dispositions du paragraphe (a) ne s'appliquent pas :

(3) Tout conseiller en investissement qui, au cours des douze mois précédents, a eu moins de quinze clients et qui ne se présente pas au public comme conseiller en investissement et n'agit pas comme conseiller en investissement d'une société d'investissement enregistrée en vertu du titre I de la présente loi, ou d'une société qui a choisi d'être une société de développement commercial en vertu de la section 54 du titre I de la présente loi et qui n'a pas retiré son choix. Aux fins de la détermination du nombre de clients d'un conseiller en investissement en vertu du présent paragraphe, aucun actionnaire, associé ou bénéficiaire effectif d'une société de développement commercial, telle que définie dans le présent titre, n'est réputé être un client de ce conseiller en investissement, à moins que cette personne ne soit un client de ce conseiller en investissement indépendamment de son statut d'actionnaire, d'associé ou de bénéficiaire effectif »⁸⁰.

Cette exemption s'applique aux hedge funds « en vertu d'une tolérance qui amène à considérer l'ensemble de leurs associés comme un seul client et les fait passer ainsi en-deçà du seuil requis de 14 clients »⁸¹.

⁷⁹ Art. 3 (c) (1) de l'Investment Company Act.

⁸⁰ Art. 203 (b) (3) de l'Investment Advisers Act.

⁸¹ F. CHAMPARNAUD, *op. cit.*, p.200.

5. Absence de contrôle

Comme dit précédemment, à côté de toutes ces exemptions dont ils bénéficient, ils sont également soumis à un contrôle moins strict que celui appliqué à d'autres entités financières telles que les banques par exemple. Cette situation peut être considérée comme une anomalie pour différentes raisons dont les principales sont le niveau élevé de risque dans leur activité et l'utilisation de l'effet de levier⁸². Pour rappel, cela signifie qu'ils peuvent emprunter des montants importants pour augmenter leur exposition aux marchés financiers. Cependant, ce mécanisme représente une exposition accrue au risque car, en effet, la capacité à investir est augmentée grâce aux fonds supplémentaires empruntés, mais les pertes potentielles sont également amplifiées. L'investisseur devra rembourser le capital emprunté, en plus des intérêts, même en cas de pertes sur ses investissements. Une utilisation excessive de l'effet de levier peut contribuer à l'instabilité financière car elle amplifie les fluctuations des marchés financiers, ce qui crée des mouvements de prix excessifs. Il doit donc être contrôlé et limité.

À maintes reprises, la SEC a tenté de réguler les hedge funds, mais ce fut un échec à chaque fois⁸³.

Sous-section 2 - L'Europe

1. Les OPCVM

En Europe, les réglementations étaient encore moins strictes et n'étaient pas du tout harmonisées. Tout comme aux États-Unis, le terme « hedge fund » n'a pas été défini sur le plan juridique. Chaque pays européen pouvait avoir ses propres règles et exigences les concernant, ce qui pouvait entraîner une certaine disparité⁸⁴.

Un certain type d'organisme de placement existe en Europe : les OPCVM⁸⁵. Avant leur autorisation, aucune définition n'encadrait les stratégies alternatives. « Cette évolution

⁸² F. CHAMPARNAUD, *op. cit.*, p.201.

⁸³ D. CAPOCCI, *op. cit.*, p.490.

⁸⁴ D. CAPOCCI, *ibidem*, p.489.

⁸⁵ OPCVM signifie "Organisme de Placement Collectif en Valeurs Mobilières". Il s'agit d'un fonds d'investissement collectif réglementé qui regroupe les fonds des investisseurs pour les placer sur les marchés financiers, principalement dans des valeurs mobilières telles que des actions, des obligations, des instruments du marché monétaire, etc. Les OPCVM sont gérés par des sociétés de gestion agréées et sont régis par des réglementations spécifiques visant à protéger les investisseurs et à garantir la transparence et la liquidité des fonds. En général, les OPCVM offrent aux investisseurs une diversification de leur portefeuille, une gestion professionnelle de leurs actifs et une surveillance régulière de leurs investissements.

réglementaire découle de la directive européenne du 20 décembre 1985 (OPCVM I)⁸⁶ qui régit les fonds communs de placement et autorise les fonds européens répondant à des critères spécifiques à être commercialisés dans d'autres pays de l'Union européenne, avec l'approbation de leur juridiction nationale. Pour être commercialisés à l'étranger, ces fonds doivent respecter des exigences strictes, notamment en limitant leurs investissements uniquement aux valeurs mobilières »⁸⁷.

Initialement, ce sont pour les fonds conventionnels qui investissaient dans les actions et/ou les obligations que la structure OPCVM a été conçue⁸⁸. Ces fonds peuvent être commercialisés à travers l'Union européenne dans le cadre d'une réglementation harmonisée⁸⁹. Ils sont distribués dans plus de cinquante pays et sont particulièrement reconnus en Europe, en Asie et en Amérique du Sud. « La première directive introduisant le concept de structure de fonds standards, OPCVM I, a été adoptée en 1985. Cependant, en raison des restrictions de commercialisation transfrontalière et de la gamme limitée d'actifs autorisés dans les États membres, la directive initiale a empêché les OPCVM de bénéficier de la gamme croissante d'investissements disponibles sur le marché. Un deuxième projet, OPCVM II, a alors été élaboré pour remédier à ces problèmes, mais des divergences politiques entre les pays de l'UE ont conduit à son abandon »⁹⁰. C'est seulement avec l'introduction de la directive OPCVM III⁹¹ en 2001 que cette réglementation a évolué. Elle se divise en deux directives distinctes : celle portant sur la gestion et celle concernant les produits⁹². La première a renforcé le concept de passeport produit, qui autorise la commercialisation transfrontalière des fonds OPCVM entre les États membres de l'UE, soumise à certaines formalités⁹³. Parallèlement, la seconde a élargi les possibilités d'investissement pour les fonds communs de placement, notamment en permettant l'utilisation de produits dérivés à des fins d'investissement spécifiques⁹⁴. Grâce à cela, de nombreuses stratégies de hedge funds ont pu être intégrées dans le format des OPCVM. Toutefois, il a été plus difficile de s'intégrer pour certaines au vu des exigences de liquidité dans ce type de fonds. En effet, ils doivent être suffisamment liquides pour que des rachats soient réalisables au moins tous les quinze jours⁹⁵. De plus, un OPCVM doit être

⁸⁶ Directive (UE) 85/611 du Conseil du 20 décembre 1985 portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières, *J.O.U.E.*, L 375, 31 décembre 1985.

⁸⁷ D. CAPOCCI, *op. cit.*, p.489 (citation traduite librement de l'anglais).

⁸⁸ D. CAPOCCI, *ibidem*, p.497.

⁸⁹ D. CAPOCCI, *ibidem*, p.497.

⁹⁰ D. CAPOCCI, *ibidem*, p.497 (citation traduite librement de l'anglais).

⁹¹ Directive (UE) 2001/108 du Parlement européen et du Conseil du 21 janvier 2002 modifiant la directive 85/611 du Conseil portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM), en ce qui concerne le placement des OPCVM, *J.O.U.E.*, L 041, 13 février 2002.

⁹² D. CAPOCCI, *op. cit.*, p.497.

⁹³ D. CAPOCCI, *ibidem*, p.497.

⁹⁴ D. CAPOCCI, *ibidem*, p.497 et 498.

⁹⁵ D. CAPOCCI, *ibidem*, p.498.

ouvert, ce qui implique que les investisseurs peuvent racheter leurs actions ou parts sur demande⁹⁶.

En résumé, les catégories d'actifs dans lesquels un OPCVM peut investir incluent :

« - Valeurs mobilières : Actions ou obligations négociées publiquement et cotées sur les principales places boursières. De manière générale, il s'agit de la gamme d'actifs autorisés dans le cadre de l'OPCVM I.

- Dépôts et instruments du marché monétaire : Les dépôts en espèces auprès d'établissements de crédit peuvent être détenus en tant qu'actifs d'investissement, au même titre que les instruments du marché monétaire. Il peut s'agir de bons du Trésor et de bons des collectivités locales, de certificats de dépôt ou de billets de trésorerie. En outre, les fonds de trésorerie pure peuvent désormais être des OPCVM.

- Autres fonds communs de placement : Les OPCVM ont toujours été en mesure d'investir dans d'autres fonds, bien que cette possibilité ait été restreinte. OPCVM III a assoupli cette restriction, en permettant d'investir dans d'autres fonds communs de placement ouverts lorsqu'il s'agit d'autres OPCVM ou de fonds non OPCVM présentant des caractéristiques similaires à celles d'un OPCVM.

- Instruments financiers dérivés : Dans le cadre de l'OPCVM I, les instruments dérivés ne pouvaient être utilisés qu'à des fins de couverture et d'EPM, pour réduire le risque ou le coût, ou pour répliquer une position qui pourrait être obtenue en investissant directement dans l'actif. Dans le cadre d'OPCVM III, les fonds OPCVM peuvent utiliser des produits dérivés à des fins d'investissement et utiliser des instruments négociés en bourse ou de gré à gré, avec certaines restrictions. Le sous-jacent d'un instrument dérivé doit être un actif éligible du type mentionné ci-dessus (taux d'intérêt, taux de change et devises ou indices financiers) »⁹⁷.

2. La directive sur les services d'investissement

À côté de cela, en 1993, une directive sur les services d'investissement dans le domaine des valeurs mobilières (DSI) a été adoptée⁹⁸. Elle avait pour but d'harmoniser les règles au sein de l'Union européenne mais, malgré cette volonté, une certaine marge de manœuvre était accordée aux États-membres pour adapter les règles à leur propre système juridique. L'harmonisation n'était dès lors pas atteinte, ou, en tout cas, pas complètement.

L'article 4 de la directive définit les différents services d'investissement qu'elle couvre. Pour les activités telles que la gestion de portefeuille pour le compte de tiers ou la fourniture de conseils en investissement, les hedge funds peuvent être inclus dans son champ d'application. Cette directive inclut également des exigences en matière de bonne conduite pour les

⁹⁶ D. CAPOCCI, *op. cit.*, p.498.

⁹⁷ D. CAPOCCI, *ibidem*, p.498 et 499 (citation traduite librement de l'anglais).

⁹⁸ Directive (UE) 93/22 du Conseil du 10 mai 1993 concernant les services d'investissement dans le domaine des valeurs mobilières, *J.O.U.E.*, L 141, 11 juin 1993.

entreprises d'investissement⁹⁹ et des obligations de divulgation de certaines informations détaillées sur leurs services¹⁰⁰.

Cependant, elle n'a pas été spécifiquement conçue pour les hedge funds donc, bien qu'ils soient soumis à certaines dispositions, la DSI ne leur fournit pas un cadre réglementaire strict, ce qui permettait une certaine marge de manœuvre et de liberté dans leurs activités.

Sous-section 3 - Conclusion

En conclusion, les deux crises successives de 2007 et 2008 ont mis en évidence les lacunes et les risques associés aux hedge funds. Différentes études ont été réalisées concernant leur implication dans ces crises. Ils sont en effet nombreux à avoir investi dans les titres adossés aux prêts hypothécaires mais lorsque leur valeur a chuté en raison des défauts de paiement, ils ont subi d'importantes pertes. Ils ne sont pas l'élément déclencheur de cette crise mais par leurs activités et leurs stratégies, ils en ont amplifié les effets. De plus, l'atmosphère de grande liberté était justifiée par le professionnalisme des investisseurs n'ayant pas besoin d'être protégés. À présent, cette justification est devenue obsolète car, au fur et à mesure que le secteur a pris de l'ampleur, il s'est étendu à d'autres types d'investisseurs, moins avertis.

Il est donc devenu évident que les hedge funds représentaient des risques systémiques pour le système financier en raison de leur taille, de leur interconnexion avec d'autres institutions financières et de leurs stratégies de trading agressives. Une réglementation et un encadrement plus strict de ceux-ci s'avèrent dès lors nécessaires.

⁹⁹ Art. 11 de la DSI.

¹⁰⁰ Art. 21 de la DSI.

Partie 2 - Règlements post crise financière

Section 1 - Introduction : les États-Unis

Comme dit précédemment, la SEC a essayé plusieurs fois de mettre en place des réglementations pour les hedge funds mais n'y est jamais parvenue¹⁰¹. Le 21 juillet 2010, le président Obama a signé le Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act (ci-après « loi Dodd-Frank »). C'est seulement à partir de cela que le Congrès a accordé son autorité à la SEC¹⁰².

La loi Dodd-Frank a apporté des changements significatifs dans la réglementation des hedge funds aux États-Unis. Elle visait à accroître la transparence, à renforcer la surveillance et à réduire les risques pour le système financier.

Jusqu'ici, les hedge funds étaient dispensés de s'enregistrer auprès de la SEC grâce, entre autres, à l'article 203 (b) (3) de l'Investment Advisers Act de 1940. Cependant, cette exemption a été supprimée par le titre IV de la loi Dodd-Frank et plus précisément par l'article 403 qui s'intitule « suppression de l'exemption pour les conseillers privés ; exemption limitée pour les conseillers privés étrangers ; exemption limitée à l'intérieur de l'État ». Depuis le 30 mars 2012, « tous les conseillers en fonds privés dont les actifs sous gestion dépassent 150 millions de dollars américains doivent s'enregistrer auprès de la SEC, quel que soit le nombre de clients sous-jacents »¹⁰³. Néanmoins, diverses nouvelles exemptions d'enregistrement sont accessibles, notamment pour les conseillers privés étrangers¹⁰⁴.

Une des choses principales reprochée aux hedge funds lors de la crise était le manque de transparence concernant leurs stratégies et les risques liés. Avec la loi Dodd-Frank, tous les conseillers privés doivent maintenant s'enregistrer et doivent dès lors également respecter les exigences en matière de surveillance réglementaire¹⁰⁵.

En effet, avec ce nouveau régime d'enregistrement, les hedge funds sont désormais obligés d'établir un programme de conformité de base, de permettre aux autorités de réglementation d'éventuellement les contrôler et de divulguer les informations cruciales aux investisseurs¹⁰⁶.

Les différentes informations faisant l'objet de cette obligation de divulgation sont reprises à l'article 404 de la loi. Un formulaire PF (Private Fund Reporting Form) doit maintenant être rempli par tous les conseillers en fonds privés. Avant, seul un formulaire ADV (Adviser

¹⁰¹ D. CAPOCCI, *op. cit.*, p.490.

¹⁰² D. CAPOCCI, *ibidem*, p.490.

¹⁰³ D. CAPOCCI, *ibidem*, p.492 (citation traduite librement de l'anglais).

¹⁰⁴ Art. 403 de la loi Dodd-Frank.

¹⁰⁵ D. CAPOCCI, *op. cit.*, p.492.

¹⁰⁶ D. CAPOCCI, *ibidem*, p.493.

Disclosure Form) était requis. Il se présentait comme suit : « la partie 1 de ce formulaire est accessible au public et contient des informations opérationnelles de base ; la partie 2 contient des informations plus détaillées, telles que la propriété de l'entreprise, les services offerts, les actifs sous gestion, les frais et la rémunération, les conflits d'intérêts, les stratégies d'investissement et les risques, les antécédents disciplinaires, les affiliations financières et les pratiques de courtage. La partie 2 n'est pas accessible au public, mais les conseillers doivent la distribuer à leurs clients »¹⁰⁷.

Avec le nouveau formulaire, des informations plus approfondies concernant les investissements et les stratégies utilisées sont requises¹⁰⁸. En effet, « la section 1 du formulaire PF, qui doit être soumise par tous les fonds privés, exige une déclaration des actifs bruts et nets, des emprunts totaux du fonds, des performances mensuelles, des mécanismes de négociation et de compensation, et du risque de crédit de la contrepartie. La section 2, qui est obligatoire pour les fonds spéculatifs gérant au moins 1,5 milliard de dollars américains, exige des informations plus détaillées, notamment les expositions longues et courtes globales par type de titre (y compris les produits dérivés), la liquidité du portefeuille, les dépôts de garantie, la valeur à risque et les estimations de la sensibilité au risque »¹⁰⁹.

Les plus petits fonds déposent le formulaire PF une fois par an tandis que pour les grands, le dépôt se fait tous les trimestres¹¹⁰.

Le champ d'application de la loi Dodd-Frank a également été élargi aux marchés de produits dérivés de gré à gré, qui étaient jusqu'ici encore non réglementés. Les hedge funds jouent un rôle important sur ces marchés¹¹¹. « La loi définit largement le terme "swap" pour désigner la plupart des contrats financiers de gré à gré et donne à la Commodity Futures Trading Commission (CFTC)¹¹² et à la SEC le pouvoir de fournir une meilleure description. La loi Dodd-Frank prévoit également que les négociants en swaps et les principaux participants aux swaps, qui pourraient être définis par la SEC et la CFTC comme incluant les hedge funds seront soumis à des exigences en matière de tenue de registres, de déclaration, de marge, de capital et de conduite des affaires »¹¹³.

En résumé, l'introduction de la loi Dodd-Frank avait pour objectif de renforcer la transparence par différents moyens, dont la divulgation d'informations plus précises au public.

¹⁰⁷ D. CAPOCCI, *op. cit.*, p.493 et 494 (citation traduite librement de l'anglais).

¹⁰⁸ D. CAPOCCI, *ibidem*, p.494.

¹⁰⁹ D. CAPOCCI, *ibidem*, p.494 (citation traduite librement de l'anglais).

¹¹⁰ D. CAPOCCI, *ibidem*, p.494.

¹¹¹ D. CAPOCCI, *ibidem*, p.494.

¹¹² La CFTC est une agence gouvernementale des États-Unis chargée de surveiller et réglementer les marchés financiers liés aux matières premières telles que le pétrole, le blé, l'or, etc.

¹¹³ D. CAPOCCI, *op.cit.*, p.494 (citation traduite librement de l'anglais).

Section 2 – L'Europe

Après la crise financière, les hedge funds ont été réglementés mais, de manière plus générale, l'industrie des fonds d'investissement a fait l'objet d'un renforcement de son cadre réglementaire global.

Différentes obligations et exigences encadrent maintenant tout le secteur.

Sous-section 1 - Les nouvelles obligations

1. Obligation d'être agréé/enregistré

1.1 La directive OPCVM IV

Certaines directives existaient déjà avant la crise financière. Pour rappel, la directive OPCVM III avait élargi les possibilités d'investissement pour les fonds communs de placement et renforcé le concept de passeport produit¹¹⁴. Cela n'a cependant pas été un réel succès et c'est en partie pour cela qu'une quatrième directive a été adoptée le 13 juillet 2009¹¹⁵. Mais ce n'est pas l'unique raison, OPCVM IV visait également surtout à renforcer la réglementation des fonds d'investissement en Europe et à améliorer la transparence et la gestion des risques.

Pour exercer son activité, un OPCVM doit être agréé¹¹⁶. Les sociétés de gestion d'OPCVM doivent également être agréées et doivent respecter certaines conditions, énoncées dans la directive, pour l'exercice de leurs fonctions¹¹⁷.

Concernant les sociétés d'investissement, l'accès à l'activité est également subordonné à un agrément préalable¹¹⁸ accordé selon certaines conditions, notamment celle d'un capital initial minimum¹¹⁹. Les conditions d'exercice sont les mêmes que pour les sociétés de gestion.

Cette directive a été transposée en droit belge par la loi du 3 août 2012¹²⁰.

¹¹⁴ D. CAPOCCI, *op. cit.*, p.498.

¹¹⁵ Directive (UE) 2009/65 du Parlement européen et du Conseil du 13 juillet 2009 portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM) (refonte), *J.O.U.E.*, L 302, 17 novembre 2009.

¹¹⁶ Art. 5 de la directive OPCVM IV.

¹¹⁷ Art. 10 et s. de la directive OPCVM IV.

¹¹⁸ Art. 27 de la directive OPCVM IV.

¹¹⁹ Art. 29 de la directive OPCVM IV.

¹²⁰ Loi du 3 août 2012 relative aux organismes de placement collectif qui répondent aux conditions de la Directive 2009/65/CE et aux organismes de placement en créances, *M.B.*, 19 octobre 2012.

1.2 Le règlement sur les agences de notation de crédit

Le 16 septembre 2009, le Parlement et le Conseil européen ont également adopté un règlement sur les agences de notation de crédit (CRA)¹²¹.

Les hedge funds doivent tenir compte des dispositions de ce règlement car le large éventail d'actifs dans lequel ils investissent comprend des instruments de dettes qui sont évalués par des agences de notation de crédit.

Ces agences étant elles-mêmes soumises à des normes, concernant notamment leur enregistrement¹²², leur surveillance¹²³ et leur transparence¹²⁴, cela peut avoir un impact sur les hedge funds qui utilisent des notations de crédit.

Une notation de crédit peut être définie comme « un avis, émis par application d'un système de classification bien défini et bien établi prévoyant différentes catégories de notation, concernant la qualité de crédit d'une entité, d'une dette ou obligation financière, d'un titre de créance, d'actions privilégiées ou autres instruments financiers, ou d'un émetteur d'une telle dette ou obligation financière, d'un tel titre de créance, de telles actions privilégiées ou d'un tel instrument financier »¹²⁵.

En général, les hedge funds les utilisent pour gérer les risques de crédit associés à leurs investissements. Dans ce cas, le règlement peut contribuer à leur fournir des informations plus fiables et pertinentes sur les actifs dans lesquels ils investissent.

Le champ d'application du règlement est défini comme suit : « *le présent règlement s'applique aux notations de crédit qui sont émises par des agences de notation de crédit enregistrées dans la Communauté et qui sont communiquées au public ou diffusées sur abonnement* »¹²⁶.

En vertu des articles 14 et suivants du règlement, une agence de notation de crédit doit être enregistrée. La demande d'enregistrement se fait auprès du Comité européen des régulateurs des marchés de valeurs mobilières (CERVM)¹²⁷. Les conditions d'enregistrement sont précisées par le règlement¹²⁸.

¹²¹ Règlement (UE) 1060/2009 du Parlement européen et du Conseil du 16 septembre 2009 sur les agences de notation de crédit, *J.O.U.E.*, L 302, 17 novembre 2009.

¹²² Art. 15 du règlement CRA.

¹²³ Art. 23 du règlement CRA.

¹²⁴ Art. 11 du règlement CRA.

¹²⁵ Art. 3 du règlement CRA.

¹²⁶ Art. 2 du règlement CRA.

¹²⁷ Le CERVM est une organisation de l'Union européenne qui réunit les autorités de régulation financière des États membres. Son rôle est d'harmoniser la réglementation des marchés financiers au sein de l'Union et de favoriser la coopération entre les régulateurs nationaux afin d'assurer la stabilité des marchés de valeurs mobilières.

¹²⁸ Art. 15 du règlement CRA.

1.3 La directive AIFM

Le 8 juin 2011, une directive sur les gestionnaires des fonds d'investissement alternatifs a été adoptée¹²⁹ (directive AIFM).

« Un fonds alternatif est défini, en résumé, comme un organisme de placement collectif (autre qu'un fonds OPCVM) qui lève des capitaux auprès d'un certain nombre d'investisseurs et les investit conformément à une politique d'investissement définie, au profit de ces investisseurs »¹³⁰.

« Ces fonds n'ont pas été soumis aux mêmes règles protégeant le public investisseur que les fonds mutuels et les fonds de pension, et c'est l'absence de réglementation financière qui est largement considérée comme ayant contribué à la gravité de la crise financière mondiale »¹³¹. Il a donc été nécessaire de les réglementer.

Le champ d'application de la directive est très large, il comprend tous les gestionnaires qui gèrent un ou plusieurs fonds alternatifs, qu'ils soient domiciliés dans ou hors de l'Union européenne (UE)¹³². Le but est de favoriser une concurrence équitable et de réduire les risques d'arbitrage réglementaire¹³³.

Les gestionnaires d'investissement alternatif (AIM) doivent obtenir l'agrément de l'autorité de régulation compétente de leur pays d'origine conformément à la directive¹³⁴. Les critères d'agrément incluent un montant minimum de capital initial (300.000 euros pour un fonds autogéré et 125.000 euros pour les AIM gérant un ou plusieurs fonds alternatifs¹³⁵). Quand la valeur des portefeuilles des fonds excède 250 millions d'euros, des fonds supplémentaires doivent être disponibles¹³⁶. De plus, les individus impliqués dans les activités de gestionnaire doivent démontrer une expérience suffisante et une certaine réputation¹³⁷.

Si le gestionnaire enfreint les dispositions adoptées en application de la directive ou ne respecte plus les conditions d'octroi de l'agrément, celui-ci peut lui être retiré¹³⁸.

¹²⁹ Directive (UE) 2011/61 du Parlement européen et du Conseil du 8 juin 2011 sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs et modifiant les directives 2003/41/CE et 2009/65/CE ainsi que les règlements 1060/2009 et 1095/2010, *J.O.U.E.*, L 174, 1 juillet 2011.

¹³⁰ D. CAPOCCI, *op. cit.*, p.501 (citation traduite librement de l'anglais).

¹³¹ D. CAPOCCI, *ibidem*, p.500 et 501 (citation traduite librement de l'anglais).

¹³² Art. 2 de la directive AIFM.

¹³³ D. CAPOCCI, *op. cit.*, p.501.

¹³⁴ Art. 7 de la directive AIFM.

¹³⁵ Art. 9, §1 et 2, de la directive AIFM.

¹³⁶ Art. 9, §3, de la directive AIFM.

¹³⁷ Art. 8, §1, c), de la directive AIFM.

¹³⁸ Art. 11 de la directive AIFM.

1.4 La loi belge du 19 avril 2014

La Belgique n'est pas très active sur le marché des hedge funds au sens strict. En Belgique les hedge funds prennent plutôt la forme d'organisme de placement collectif (OPC). Dans les OPC, deux catégories se distinguent : les SICAV¹³⁹ et les OPCVM (vus précédemment). La loi qui régit les OPC est également celle qui a transposé la directive AIFM en droit belge. Il s'agit de la loi du 19 avril 2014 relative aux organismes de placement collectif alternatifs et à leurs gestionnaires¹⁴⁰.

Cette loi prévoit également une obligation d'agrément pour les OPC¹⁴¹. En Belgique, l'autorité compétente pour accorder l'agrément est la Financial Services and Market Authority (FSMA)¹⁴². La FSMA a, en principe, trois mois, à compter de la demande, pour informer le demandeur de l'octroi ou du refus de l'agrément¹⁴³. Les conditions de capital minimum ont également été transposées en droit belge¹⁴⁴.

1.5 Le règlement sur les produits dérivés de gré à gré

Un règlement sur les produits dérivés de gré à gré a également été adopté par le Parlement européen et le Conseil le 4 juillet 2012¹⁴⁵ (règlement EMIR).

Le champ d'application est défini à l'article premier de ce règlement : « *Le présent règlement instaure des obligations de compensation et de gestion bilatérale du risque concernant les contrats dérivés de gré à gré ainsi que des obligations de déclaration pour les contrats dérivés et des obligations uniformes concernant l'exercice des activités des contreparties centrales et des référentiels centraux* ».

Un produit dérivé peut être défini comme un contrat financier qui concerne la valeur future d'une entité sous-jacente, comme un actif, un indice ou un taux d'intérêt¹⁴⁶. Les opérations de produits dérivés de gré à gré sont des contrats qui ne passent pas par un

¹³⁹ Une SICAV (Société d'Investissement à Capital Variable) est une forme de fonds d'investissement collectif où le capital peut varier en fonction des parts émises et du montant investi. De nombreux investisseurs vont regrouper leurs fonds pour les investir dans différents actifs (actions, obligations ou autres) et une société de gestion est chargée de les investir.

¹⁴⁰ Loi du 19 avril 2014 relative aux organismes de placement collectif alternatifs et à leurs gestionnaires, *M.B.*, 17 juin 2014.

¹⁴¹ Art. 11 de la loi 19 avril 2014.

¹⁴² La FSMA est l'autorité de régulation financière en Belgique. Elle veille à la transparence des marchés, à la stabilité du système financier et à la protection des investisseurs.

¹⁴³ Art. 16 de la loi du 19 avril 2014.

¹⁴⁴ Art. 22 de la loi du 19 avril 2014.

¹⁴⁵ Règlement (UE) 648/2012 du Parlement européen et du Conseil du 4 juillet 2012 sur les produits dérivés de gré à gré, les contreparties centrales et les référentiels centraux, *J.O.U.E.*, L 201, 27 juillet 2012.

¹⁴⁶ L. BOLUZE, « Produits dérivés : définition et utilisation », disponible sur <https://www.capital.fr>, 1 février 2021.

marché réglementé, ils sont directement conclus entre deux parties (des investisseurs, des banques, des hedge funds, etc.).

Le règlement de 2012 a été modifié récemment par un nouveau règlement du 14 décembre 2022 sur la résilience opérationnelle numérique du secteur financier. Les modifications ne sont cependant pas substantielles.

Si certains hedge funds sont actifs sur des marchés dérivés, alors ces dispositions leur seront applicables.

Les contreparties qui concluent des contrats dérivés doivent être agréées. En effet, *« lorsqu'une personne morale établie dans l'Union envisage de fournir des services de compensation en tant que contrepartie centrale, elle demande un agrément à l'autorité compétente de l'État membre où elle est établie »*¹⁴⁷.

La procédure d'agrément se déroule comme suit :

« La contrepartie centrale qui présente la demande soumet une demande d'agrément à l'autorité compétente de l'État membre dans lequel elle est établie.

*La contrepartie centrale qui présente la demande fournit toutes les informations nécessaires pour assurer à l'autorité compétente que ladite contrepartie centrale a pris, au moment de l'octroi de l'agrément, toutes les dispositions nécessaires pour satisfaire aux exigences prévues par le présent règlement »*¹⁴⁸.

1.6 La directive MiFID II

Une autre directive pertinente adoptée par le Parlement et le Conseil européen est la directive du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers¹⁴⁹ (ci-après « MiFID II »). Encore une fois, cette directive renforce la transparence des marchés et la protection des investisseurs.

L'article premier concerne son champ d'application qui est le suivant : *« la présente directive s'applique aux entreprises d'investissement, aux opérateurs de marché, aux prestataires de services de communication de données, ainsi qu'aux entreprises de pays tiers fournissant des services d'investissement ou exerçant des activités d'investissement au moyen de l'établissement d'une succursale dans l'Union ».*

¹⁴⁷ Art. 14 du règlement EMIR.

¹⁴⁸ Art. 17 du règlement EMIR.

¹⁴⁹ Directive (UE) 2014/65 du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers et modifiant la directive 2002/92/CE et la directive 2011/61/UE (refonte), *J.O.U.E.*, L 173, 12 juin 2014.

Les hedge funds peuvent être considérés comme prestataires de services d'investissement lorsqu'ils exercent des activités de gestion de portefeuilles ou qu'ils fournissent des conseils en investissement. Ils sont dans ce cas soumis à cette directive.

La fourniture de services d'investissement doit faire l'objet d'un agrément préalable conformément à la directive MiFID II¹⁵⁰.

2. Obligations en matière de transparence et de reporting

2.1 La directive OPCVM IV

Les sociétés d'investissement et de gestion ont l'obligation de divulguer des informations à leurs investisseurs. En effet, elles doivent publier un prospectus, un rapport annuel par exercice et un rapport semestriel¹⁵¹ selon les délais prévus par la directive. Elle précise également le contenu de ces trois publications. En effet :

« Le prospectus contient les renseignements qui sont nécessaires pour que les investisseurs puissent juger en pleine connaissance de cause l'investissement qui leur est proposé, et notamment les risques inhérents à celui-ci.

Il comporte une description claire et facile à comprendre du profil de risque du fonds, indépendamment des instruments dans lesquels il investit »¹⁵².

« Le rapport annuel contient un bilan ou un état de l'actif et du passif, un compte ventilé des revenus et des dépenses de l'exercice, un rapport sur les activités de l'exercice, ainsi que toute information significative permettant aux investisseurs de porter, en pleine connaissance de cause, un jugement sur l'évolution de l'activité et les résultats de l'OPCVM »¹⁵³.

Le contenu du rapport semestriel est réglé par le même article.

2.2 Le règlement sur les agences de notation de crédit

Les agences de notation de crédit ont également certaines obligations de transparence et de publication. En effet : *« les agences de notation de crédit publient les méthodes, modèles et principales hypothèses de notation qu'elles utilisent dans le cadre de leurs activités de notation de crédit »¹⁵⁴*. Elles doivent aussi publier toute notation de crédit ou toute décision

¹⁵⁰ Art. 5 de la directive MiFID II.

¹⁵¹ Art. 68 de la directive OPCVM IV.

¹⁵² Art. 69, §1, de la directive OPCVM IV.

¹⁵³ Art. 69, §2, de la directive OPCVM IV.

¹⁵⁴ Art. 8 du règlement CRA.

d'interruption de notation¹⁵⁵. La publication de rapport de transparence est également exigée après la clôture de chaque exercice¹⁵⁶.

2.3 La directive AIFM

En Europe, le quatrième chapitre de la directive AIFM concerne les exigences de transparence. Le gestionnaire doit en effet rendre un rapport annuel pour chaque fonds d'investissement alternatif (FIA) qu'il gère. Ce rapport est fourni aux investisseurs sur demande et est également mis à disposition des autorités compétentes.

Il comprend notamment :

- « a) un bilan ou un état du patrimoine ;*
- b) un compte des revenus et des dépenses de l'exercice ;*
- c) un rapport sur les activités de l'exercice ;*
- d) tout changement substantiel dans les informations visées à l'article 23 intervenu au cours de l'exercice sur lequel porte le rapport ;*
- e) le montant total des rémunérations pour l'exercice, ventilé en rémunérations fixes et rémunérations variables, versées par le gestionnaire à son personnel, et le nombre de bénéficiaires, et, le cas échéant, l'intéressement aux plus-values (carried interests) versé par le FIA ;*
- f) le montant agrégé des rémunérations, ventilé entre les cadres supérieurs et les membres du personnel du gestionnaire dont les activités ont une incidence significative sur le profil de risque du FIA »¹⁵⁷.*

Les gestionnaires doivent également mettre certaines informations à la disposition des investisseurs. Notamment concernant les stratégies et les objectifs d'investissement du FIA, les catégories d'actifs dans lesquelles il peut investir, les types d'effets de levier utilisés et les risques associés, les principales conséquences juridiques de l'engagement d'investissement, ou encore l'identification du gestionnaire et une description de ses obligations¹⁵⁸.

Les investisseurs ne sont pas les seuls auxquels les gestionnaires doivent fournir des informations. En effet, ils ont également des obligations en matière de comptes rendus à l'égard des autorités compétentes : *« Ils fournissent des informations sur les principaux instruments qu'ils négocient, sur les marchés dont ils sont membres ou sur lesquels ils sont*

¹⁵⁵ Art. 10 du règlement CRA.

¹⁵⁶ Art. 12 du règlement CRA.

¹⁵⁷ Art. 22 de la directive AIFM.

¹⁵⁸ Art. 23 de la directive AIFM.

actifs et sur les principales expositions et les concentrations les plus importantes de chacun des FIA qu'ils gèrent »¹⁵⁹.

Les autorités peuvent exiger des informations supplémentaires si cela est nécessaire pour la gestion du risque systémique¹⁶⁰.

2.4 La loi du 19 avril 2014

L'obligation de fournir un rapport annuel contenue dans la directive AIFM a également été transposée en droit belge. « *Pour tout OPCA de l'Union qu'il gère et pour tout OPCA qu'il commercialise dans l'Espace économique européen, un gestionnaire rend disponible un rapport annuel par exercice, au plus tard six mois après la fin de l'exercice financier. Ce rapport annuel est fourni aux participants sur demande. Le rapport annuel de l'OPCA est mis à la disposition de la FSMA et, le cas échéant, des autorités de l'État membre d'origine de l'OPCA »¹⁶¹.*

Le contenu du rapport est traité à l'article 61 de cette loi.

Les gestionnaires doivent également rendre des comptes à la FSMA : « *Tout gestionnaire rend régulièrement compte à la FSMA des principaux marchés et instruments sur lesquels il négocie pour le compte des OPCA qu'il gère. Il fournit des informations sur les principaux instruments qu'il négocie, sur les marchés dont il est membre ou sur lesquels il est actif et sur les principales expositions et les concentrations les plus importantes de chacun des OPCA qu'il gère »¹⁶².*

L'article 23 de la directive AIFM contenant les informations à transmettre aux investisseurs est repris à l'article 68 de la loi belge.

2.5 Le règlement sur les produits dérivés de gré à gré

Les contreparties ont des obligations de déclaration concernant les contrats dérivés conclus. En effet, « *les contreparties et les contreparties centrales s'assurent que les éléments de tout contrat dérivé qu'elles ont conclu, ainsi que de toute modification ou cessation du contrat, sont déclarés à un référentiel central »¹⁶³. Cette déclaration doit se faire, au plus tard, le jour qui suit la conclusion du contrat.*

¹⁵⁹ Art. 24 de la directive AIFM.

¹⁶⁰ Art. 24, §5, de la directive AIFM.

¹⁶¹ Art. 60 de la loi 19 avril 2014.

¹⁶² Art. 63 de la loi 19 avril 2014.

¹⁶³ Art. 9 du règlement EMIR.

2.6 La directive MiFID II

La directive MiFID II prévoit également que certaines informations doivent être communiquées aux clients.

« Les informations comprennent :

a) lorsque des conseils en investissement sont fournis, l'entreprise d'investissement doit indiquer au client, en temps utile avant la fourniture des conseils en investissement :

i) si les conseils sont fournis de manière indépendante ;

ii) s'ils reposent sur une analyse large ou plus restreinte de différents types d'instruments financiers et, en particulier, si l'éventail se limite aux instruments financiers émis ou proposés par des entités ayant des liens étroits avec l'entreprise d'investissement ou toute autre relation juridique ou économique, telle qu'une relation contractuelle, si étroite qu'elle présente le risque de nuire à l'indépendance du conseil fourni ;

iii) si l'entreprise d'investissement fournira au client une évaluation périodique du caractère approprié des instruments financiers qui lui sont recommandés ;

b) les informations sur les instruments financiers et les stratégies d'investissement proposées doivent inclure des orientations et des mises en garde appropriées sur les risques inhérents à l'investissement dans ces instruments ou à certaines stratégies d'investissement et en précisant si l'instrument financier est destiné à des clients de détail ou à des clients professionnels, compte tenu du marché cible défini conformément au paragraphe 2 ;

c) les informations sur tous les coûts et frais liés doivent inclure des informations relatives aux services d'investissement et aux services auxiliaires, y compris le coût des conseils, s'il y a lieu, le coût des instruments financiers recommandés au client ou commercialisés auprès du client et la manière dont le client peut s'en acquitter, ce qui comprend également tout paiement par des tiers.

Les informations relatives à l'ensemble des coûts et frais, y compris les coûts et frais liés au service d'investissement et à l'instrument financier, qui ne sont pas causés par la survenance d'un risque du marché sous-jacent, sont totalisées afin de permettre au client de saisir le coût total, ainsi que l'effet cumulé sur le retour sur investissement, et, si le client le demande une ventilation par poste est fournie. Le cas échéant, ces informations sont fournies au client régulièrement, au minimum chaque année, pendant la durée de vie de l'investissement »¹⁶⁴.

¹⁶⁴ Art. 24 de la directive MiFID II.

2.7 La directive prospectus

2.7.1 Obligation de publier un prospectus

Concernant la transparence, une autre directive présente un intérêt. La directive du Parlement européen et du Conseil du 4 novembre 2003 concernant le prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de valeurs mobilières à la négociation¹⁶⁵ (ci-après « directive prospectus »). Elle n'est en principe pas applicable aux hedge funds, dans leur forme traditionnelle. En effet, en tant qu'entités privées, les hedge funds ne sont généralement pas considérés comme émetteurs de valeurs mobilières qui proposent leurs parts ou leurs actions de manière similaire aux sociétés cotées en bourse.

Cependant, certaines activités menées par les hedge funds, comme l'émission de titres ou la négociation sur des marchés réglementés de l'UE, pourraient être considérées comme relevant du champ d'application de la directive prospectus, défini en son article premier.

En vertu de cette directive, aucune offre de valeurs mobilières au public n'est autorisée sans publier préalablement un prospectus. Il existe cependant certaines exemptions :

« L'obligation de publier un prospectus ne s'applique pas aux catégories d'offres suivantes :

- a) une offre de valeurs mobilières adressée uniquement aux investisseurs qualifiés ; et/ou*
- b) une offre de valeurs mobilières adressée à moins de 100 personnes physiques ou morales, autres que des investisseurs qualifiés, par État membre ; et/ou*
- c) une offre de valeurs mobilières adressée à des investisseurs qui acquièrent ces valeurs pour un prix total d'au moins 50 000 euros par investisseur et par offre distincte ; et/ou*
- d) une offre de valeurs mobilières dont la valeur nominale unitaire s'élève au moins à 50 000 euros ; et/ou*
- e) une offre de valeurs mobilières dont le montant total est inférieur à 100 000 euros. Cette limite est calculée sur une période de douze mois »¹⁶⁶.*

Les hedge funds peuvent entrer dans une de ces catégories d'exemptions mais ce n'est pas toujours le cas. Cela dépend de la structure spécifique du fonds, de ses stratégies d'investissement et de ses conditions d'offres. Ils peuvent donc être tenus de publier un prospectus.

¹⁶⁵ Directive (UE) 2003/71 du Parlement européen et du Conseil du 4 novembre 2003 concernant le prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de valeurs mobilières à la négociation, et modifiant la directive 2001/34/CE, *J.O.U.E.*, L 345, 31 décembre 2003.

¹⁶⁶ Art. 3.2 de la directive prospectus.

En vertu de l'article 5 de la Directive prospectus, « *le prospectus contient toutes les informations qui, compte tenu de la nature particulière de l'émetteur et des valeurs mobilières offertes au public ou admises à la négociation sur un marché réglementé, sont des informations nécessaires pour permettre aux investisseurs d'évaluer en connaissance de cause le patrimoine, la situation financière, les résultats et les perspectives de l'émetteur et des garants éventuels, ainsi que les droits attachés à ces valeurs mobilières. Ces informations sont présentées sous une forme facile à analyser et à comprendre* ».

L'émetteur (ou ses organes d'administration, de direction ou de surveillance) sont responsables des informations fournies dans le prospectus et les États membres s'assurent que les dispositions en matière de responsabilité civile s'appliquent à ces personnes¹⁶⁷.

Un prospectus est valide jusqu'à douze mois après sa publication¹⁶⁸.

Concernant l'autorité compétente, chaque État membre est chargé de désigner celle qui veillera au respect des obligations prévues par la directive¹⁶⁹. En cas de non-respect de ces obligations, des sanctions sont prévues par les États membres¹⁷⁰.

La directive prospectus a été transposée en droit belge par la loi du 16 juin 2006 relative aux offres publiques d'instruments de placement et aux admissions d'instruments de placement à la négociation sur des marchés réglementés¹⁷¹ (« loi prospectus »).

2.7.2 Révision de la directive prospectus

L'établissement d'un prospectus entraînait des contraintes et notamment des coûts significatifs ce qui était considéré comme une barrière importante au financement des PME¹⁷². En 2015, la Commission européenne a présenté un plan d'action qui avait notamment comme objectif prioritaire l'accès au financement des PME. Une révision de la directive prospectus a donc été envisagée et a donné lieu au règlement du 14 juin 2017 concernant le prospectus à

¹⁶⁷ Art. 6 de la directive prospectus.

¹⁶⁸ Art. 9 de la directive prospectus.

¹⁶⁹ Art. 21 de la directive prospectus.

¹⁷⁰ Art. 25 de la directive prospectus.

¹⁷¹ Loi du 16 juin 2006 relative aux offres publiques d'instruments de placement et aux admissions d'instruments de placement à la négociation sur des marchés réglementés, *M.B.*, 21 juin 2006.

¹⁷² V. DEMEUR, « Révision de la directive prospectus : État des lieux et grandes lignes des nouvelles mesures envisagées », *Droit bancaire et financier*, 2016, p.401.

publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de valeurs mobilières à la négociation sur un marché réglementé¹⁷³.

La démarche adoptée a impliqué une révision des règles en mettant l'accent sur la protection des investisseurs et la responsabilisation des émetteurs¹⁷⁴.

Le nouveau règlement a envisagé différentes modifications. Tout d'abord, la directive prospectus ne couvrait pas les offres publiques d'un montant inférieur à 5 millions d'euros¹⁷⁵ et aucun prospectus n'était exigé pour une offre d'un montant inférieur à 100.000 euros¹⁷⁶. Le règlement a modifié ces seuils pour les faire passer respectivement à 8 millions¹⁷⁷ et 1 million¹⁷⁸.

Le règlement a donc prévu que « l'obligation de prospectus s'appliquera aux offres publiques portant sur un montant supérieur à 1 million d'euros mais que les États membres pourront exempter les opérations jusqu'à un montant total de 8 millions d'euros »¹⁷⁹. Cependant, l'exemption accordée ne peut pas autoriser une offre transfrontalière qui contreviendrait aux critères en vigueur dans l'État membre d'accueil, même si l'État membre d'origine a prévu cette exemption¹⁸⁰.

Une possibilité d'opt-in est également prévue par le règlement. Cela signifie que, même si la loi nationale de l'État membre d'origine des émetteurs ne les oblige pas à suivre certaines règles du projet, ils peuvent choisir volontairement de le faire. Les émetteurs qui ont établi un prospectus pourront alors « bénéficier de la possibilité de "passeporter" ce prospectus dans les autres États membres dans lesquels leur offre serait étendue »¹⁸¹.

La loi prospectus prévoyait déjà cette possibilité d'opt-in dans son article 16, §2 mais l'article 4 du règlement l'étend à toutes les situations dans lesquelles l'émetteur choisit volontairement de rédiger un prospectus conformément aux dispositions du règlement.

Pour les PME, le régime a été simplifié. Le prospectus sera standardisé, il sera rédigé dans un langage simple pour éviter aux émetteurs de devoir recourir à un conseil externe¹⁸². Il faut

¹⁷³ Règlement (UE) 2017/1129 du Parlement européen et du Conseil du 14 juin 2017 concernant le prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de valeurs mobilières à la négociation sur un marché réglementé, et abrogeant la directive 2003/71/CE, *J.O.U.E.*, L 168, 30 juin 2017.

¹⁷⁴ V. DEMEUR, *op. cit.*, p.401.

¹⁷⁵ Art. 1.2, h) de la directive prospectus.

¹⁷⁶ Art. 3.2, e) de la directive prospectus.

¹⁷⁷ Art. 3.2, b) du règlement prospectus.

¹⁷⁸ Art. 1.3 du règlement prospectus.

¹⁷⁹ V. DEMEUR, *op. cit.*, p.403.

¹⁸⁰ V. DEMEUR, *ibidem*, p.403.

¹⁸¹ V. DEMEUR, *ibidem*, p.403.

¹⁸² Art. 15 du règlement prospectus.

cependant trouver un équilibre entre allègement des charges et protection des investisseurs. En effet, si le régime est trop simplifié, ça risquerait de conduire à un déficit d'information qui serait dès lors nuisible pour le succès des opérations des PME¹⁸³.

Les PME ne sont pas les seules à bénéficier d'un régime simplifié. Les offres secondaires pourront également bénéficier d'un tel régime¹⁸⁴. Les hedge funds qui réalisent des offres secondaires de leurs parts ou de leurs actions pourraient en bénéficier pour la publication de leur prospectus.

Le règlement prévoit le contenu du prospectus simplifié¹⁸⁵ qui contient notamment « des droits attachés aux titres offerts, des raisons de l'offre et de l'impact de l'offre pour l'émetteur notamment en ce qui concerne la structure de son capital ainsi que des changements significatifs intervenus aux activités et à la situation financière de l'émetteur depuis la fin de l'exercice »¹⁸⁶.

En cas de violation de la réglementation prospectus, les États membres sont autorisés à prévoir des sanctions pénales et administratives¹⁸⁷.

3. Exigences en matière de gestion des risques et prudence

3.1 La directive OPCVM IV

La directive OPCVM IV prévoit certaines exigences afin de gérer les risques associés aux sociétés d'investissement.

« Une société de gestion ou d'investissement emploie une méthode de gestion des risques qui lui permet de contrôler et de mesurer à tout moment le risque associé aux positions et la contribution de celles-ci au profil de risque général du portefeuille.

Elle communique régulièrement aux autorités compétentes de son État membre d'origine, pour chaque OPCVM qu'elle gère, les types d'instruments dérivés, les risques sous-jacents, les limites quantitatives ainsi que les méthodes choisies pour estimer les risques associés aux transactions sur instruments dérivés.

Un OPCVM veille à ce que son risque global lié aux instruments dérivés n'excède pas la valeur nette totale de son portefeuille.

¹⁸³ V. DEMEUR, *op. cit.*, p.406.

¹⁸⁴ V. DEMEUR, *ibidem*, p.407.

¹⁸⁵ Art. 14 du règlement prospectus.

¹⁸⁶ V. DEMEUR, *op. cit.*, p.407.

¹⁸⁷ Art. 38 du règlement prospectus.

Les risques sont calculés en tenant compte de la valeur courante des actifs sous-jacents, du risque de contrepartie, de l'évolution future des marchés et du temps disponible pour liquider les positions »¹⁸⁸.

Des limites aux investissements sont également prévues. « *Un OPCVM ne peut investir plus de :*

- a) 5% de ses actifs dans des valeurs mobilières ou des instruments du marché monétaire émis par la même entité ; ou*
- b) 20% de ses actifs dans des dépôts placés auprès de la même entité »¹⁸⁹.*

3.2 Le règlement sur les agences de notation de crédit

Les agences de notation de crédit prennent toutes les mesures nécessaires pour évaluer correctement la capacité de remboursement d'un emprunteur et ainsi permettre aux investisseurs d'avoir une réelle idée du risque associé à l'achat de titres de dette.

Pour cela, « les agences de notation de crédit adoptent, mettent en œuvre et appliquent les mesures nécessaires pour veiller à ce que les notations de crédit qu'elles émettent soient fondées sur une analyse approfondie de toutes les informations dont elles disposent et qui sont pertinentes pour leur analyse au regard de leurs méthodes de notation. Elles adoptent toutes les mesures nécessaires pour garantir que les informations qu'elles utilisent aux fins de l'attribution d'une notation de crédit soient de qualité suffisante et proviennent de sources fiables. Les agences de notation de crédit utilisent des méthodes de notation rigoureuses, systématiques, sans discontinuités et pouvant être validées sur la base de données historiques, y compris des contrôles a posteriori »¹⁹⁰.

3.3 La directive AIFM

La directive impose au gestionnaire différentes obligations concernant la gestion des risques. Elle comprend notamment l'obligation de séparer sur le plan fonctionnel et hiérarchique les fonctions de gestion des risques et les unités opérationnelles, la mise en œuvre de systèmes qui permettent de détecter, mesurer et gérer tous les risques relevant de chaque stratégie d'investissement des fonds¹⁹¹. Les gestionnaires doivent également fixer le niveau maximal de levier auquel ils peuvent recourir¹⁹².

¹⁸⁸ Art. 51 de la directive OPCVM IV.

¹⁸⁹ Art. 52 de la directive OPCVM IV.

¹⁹⁰ Art. 8 du règlement CRA.

¹⁹¹ Art. 15 de la directive AIFM.

¹⁹² Art. 15 de la directive AIFM.

Ils doivent en plus utiliser un système de gestion de la liquidité et font régulièrement des simulations de crise pour évaluer le risque de liquidité des fonds¹⁹³.

Une autre source d'inquiétude après la crise était l'utilisation excessive de l'effet de levier qui multiplie les risques. Cet effet a dès lors dû être limité et contrôlé. Le gestionnaire doit en effet prévoir des limites qui sont elles-mêmes vérifiées par l'autorité compétente. *« Le gestionnaire prouve que les limites à l'effet de levier fixées pour chaque FIA qu'il gère sont raisonnables et qu'il respecte à tout moment ces limites. Les autorités compétentes évaluent les risques que pourrait entraîner le recours à l'effet de levier par un gestionnaire en ce qui concerne les FIA qu'il gère et, lorsque cela est jugé nécessaire, pour assurer la stabilité et l'intégrité du système financier, les autorités compétentes de l'État membre d'origine du gestionnaire, après notification à l'AEMF, au CERS et aux autorités compétentes du FIA concerné, imposent des limites au niveau de levier auquel un gestionnaire est habilité à recourir ou d'autres restrictions à la gestion des FIA qu'il gère pour limiter la mesure dans laquelle le recours à l'effet de levier contribue à l'accroissement des risques systémiques dans le système financier ou aux risques de désorganisation des marchés »*¹⁹⁴.

Si l'autorité compétente constate, au vu des informations qui lui sont fournies, que l'effet de levier auquel a recours un gestionnaire représente un risque pour la stabilité du système financier, elle peut prendre des mesures correctives en fixant des limites à cet effet¹⁹⁵.

3.4 La loi du 19 avril 2014

La loi du 19 avril 2014 impose également des obligations concernant la gestion des risques.

« Le gestionnaire opère une distinction, sur le plan fonctionnel et hiérarchique, entre d'une part, les fonctions de gestion des risques et d'autre part, les unités opérationnelles, y compris les fonctions de gestion de portefeuille.

La séparation sur le plan fonctionnel et hiérarchique des fonctions de gestion des risques en vertu de l'alinéa premier, est examinée par la FSMA conformément au principe de proportionnalité.

Le gestionnaire est en tout état de cause en mesure de démontrer que des mesures de protection spécifiques contre les conflits d'intérêts permettent un exercice indépendant des activités de gestion des risques et que le processus de gestion des risques répond aux exigences du présent article avec une efficacité constante.

Le gestionnaire met en œuvre des systèmes appropriés de gestion des risques, afin de détecter, mesurer, gérer et suivre de manière appropriée tous les risques relevant de chaque stratégie

¹⁹³ Art. 16 de la directive AIFM.

¹⁹⁴ Art. 25 de la directive AIFM.

¹⁹⁵ Art. 25, §7, de la directive AIFM.

d'investissement des OPCA qu'il gère et auxquels chaque OPCA qu'il gère est exposé ou susceptible d'être exposé »¹⁹⁶.

« Le gestionnaire examine avec une fréquence appropriée, au moins une fois par an, les systèmes de gestion des risques et les adapte si nécessaire.

Le gestionnaire doit au moins :

1° mettre en œuvre une procédure de due diligence adaptée, documentée et régulièrement actualisée, lorsqu'il investit pour le compte d'un OPCA qu'il gère, conformément à la stratégie d'investissement, aux objectifs et au profil de risque de l'OPCA ;

2° s'assurer que les risques associés à chaque position d'investissement de l'OPCA et leur effet global sur le portefeuille de l'OPCA, peuvent être détectés, mesurés, gérés et suivis de manière appropriée à tout moment, notamment par des procédures de simulation de crise appropriées ;

3° s'assurer que le profil de risque de l'OPCA correspond à la taille, à la structure de portefeuille et aux stratégies et objectifs d'investissement de l'OPCA, tels qu'ils sont définis dans le règlement ou les statuts, les prospectus et les documents d'offre de l'OPCA »¹⁹⁷.

À l'instar de la directive AIFM, la loi belge prévoit que le gestionnaire doit limiter le niveau de levier auquel il peut recourir¹⁹⁸.

3.5 Le règlement sur les produits dérivés de gré à gré

Le règlement EMIR introduit une obligation de compensation¹⁹⁹ dans certaines conditions. En effet, certaines transactions de produits dérivés doivent être compensées par une contrepartie centrale (CCP) afin de réduire les risques systémiques.

Cette contrepartie centrale est définie comme « une personne morale qui s'interpose entre les contreparties à des contrats négociés sur un ou plusieurs marchés financiers, en devenant l'acheteur vis-à-vis de tout vendeur et le vendeur vis-à-vis de tout acheteur »²⁰⁰.

Pour les contrats qui ne sont pas compensés par une contrepartie centrale, une atténuation des risques est prévue par l'article 11 du règlement. En effet, « *les contreparties financières et les contreparties non financières qui concluent un contrat dérivé de gré à gré non compensé par une contrepartie centrale veillent avec toute la diligence requise à disposer de procédures*

¹⁹⁶ Art. 27 de la loi 19 avril 2014.

¹⁹⁷ Art. 47 de la loi 19 avril 2014.

¹⁹⁸ Art. 47, §3, de la loi 19 avril 2014.

¹⁹⁹ Art. 4 du règlement EMIR.

²⁰⁰ Art. 2 du règlement EMIR.

et de dispositifs permettant de mesurer, de surveiller et d'atténuer le risque opérationnel et le risque de crédit de la contrepartie »²⁰¹.

4. Normes de gouvernance et de supervision

4.1 La directive OPCVM IV

Chaque État membre établit des règles que les sociétés de gestion d'OPCVM doivent respecter à tout moment pendant leur activité. *« En particulier, les autorités compétentes de l'État membre d'origine d'une société de gestion, compte tenu aussi de la nature de l'OPCVM géré par ladite société de gestion, exigent que celle-ci :*

- a) ait une bonne organisation administrative et comptable, des dispositifs de contrôle et de sécurité dans le domaine informatique, ainsi que des mécanismes de contrôle interne adéquats*
- b) soit structurée et organisée de façon à réduire à un minimum le risque que des conflits d'intérêts entre la société et ses clients, entre deux clients, entre un de ses clients et un OPCVM ou entre deux OPCVM ne nuisent aux intérêts des OPCVM ou des clients »²⁰².*

Les États membres établissent également des règles de conduite obligeant les sociétés de gestion à respecter certains principes. Ces derniers incluent notamment l'obligation d'agir loyalement et équitablement, avec la compétence, le soin et la diligence qui s'imposent, à éviter les conflits d'intérêts et à se conformer à toutes les réglementations applicables²⁰³.

Ces principes s'appliquent mutatis mutandis aux sociétés d'investissement qui n'ont pas désigné une société de gestion agréée pour leurs activités²⁰⁴.

4.2 Le règlement sur les agences de notation de crédit

Toute agence de notation de crédit doit prendre les mesures nécessaires pour éviter tout conflit d'intérêts²⁰⁵. Les agences doivent également vérifier que toutes les personnes impliquées dans l'émission des notations de crédit disposent des connaissances et de l'expérience suffisantes²⁰⁶.

²⁰¹ Art. 11 du règlement EMIR.

²⁰² Art. 12 de la directive OPCVM IV.

²⁰³ Art. 14 de la directive OPCVM IV.

²⁰⁴ Art. 30 de la directive OPCVM IV.

²⁰⁵ Art. 6 du règlement CRA.

²⁰⁶ Art. 7 du règlement CRA.

4.3 La directive AIFM

Les conditions d'exercice pour les gestionnaires sont reprises au chapitre III de la directive AIFM. Les gestionnaires doivent, entre autres, agir honnêtement et loyalement, dans l'intérêt des fonds alternatifs qu'ils gèrent et des investisseurs de ces fonds, en se conformant à toutes les exigences réglementaires. En effet, les États membres vérifient que les gestionnaires :

- « a) agissent honnêtement et loyalement, avec la compétence, le soin et la diligence requis dans l'exercice de leurs activités ;*
- b) agissent au mieux des intérêts des FIA ou des investisseurs des FIA qu'ils gèrent, et de l'intégrité du marché ;*
- c) ont et utilisent avec efficacité les ressources et les procédures nécessaires pour mener à bonne fin leurs activités commerciales ;*
- d) prennent toute mesure raisonnable destinée à empêcher les conflits d'intérêts et, lorsqu'ils ne peuvent être évités, à identifier, gérer et suivre et, le cas échéant, révéler ces conflits d'intérêts afin d'éviter qu'ils portent atteinte aux intérêts des FIA et de leurs investisseurs et de veiller à ce que les FIA qu'ils gèrent soient traités équitablement ;*
- e) se conforment à toutes les exigences réglementaires applicables à l'exercice de leurs activités commerciales de manière à promouvoir au mieux les intérêts des FIA ou des investisseurs des FIA qu'ils gèrent et l'intégrité du marché ;*
- f) traitent tous les investisseurs des FIA équitablement »*²⁰⁷.

Les mêmes obligations liées à l'exercice de l'activité de gestionnaire sont applicables en droit belge grâce aux articles 37 et suivants de la loi du 19 avril 2014.

Les gestionnaires doivent prendre toutes les mesures nécessaires pour identifier et éviter les conflits d'intérêts²⁰⁸.

Des politiques de rémunération doivent également être mises en place par les gestionnaires²⁰⁹.

²⁰⁷ Art. 12 de la directive AIFM.

²⁰⁸ Art. 14 de la directive AIFM.

²⁰⁹ Art. 13 de la directive AIFM.

4.4 Le règlement sur les produits dérivés de gré à gré

« 1. Les contreparties centrales disposent de solides dispositifs de gouvernance, comprenant notamment une structure organisationnelle claire avec un partage des responsabilités bien défini, transparent et cohérent, des procédures efficaces de détection, de gestion, de contrôle et de déclaration des risques auxquels elles sont ou pourraient être exposées et des mécanismes adéquats de contrôle interne, y compris des procédures administratives et comptables saines.

2. Les contreparties centrales adoptent des politiques et des procédures suffisamment efficaces pour garantir le respect du présent règlement, y compris le respect, par leurs dirigeants et leur personnel, de toutes ses dispositions.

3. Les contreparties centrales maintiennent et exploitent une structure organisationnelle qui assure la continuité et le bon fonctionnement de la fourniture de leurs services et de l'exercice de leurs activités. Ils utilisent des systèmes, des ressources et des procédures appropriés et proportionnés.

4. Les contreparties centrales maintiennent une séparation nette entre l'organisation hiérarchique de la gestion des risques et les organisations hiérarchiques de leurs autres activités.

5. Les contreparties centrales adoptent, mettent en œuvre et maintiennent une politique de rémunération qui promeut une gestion des risques saine et efficace et ne crée pas d'incitations au relâchement des normes en matière de risque.

6. Les contreparties centrales maintiennent des systèmes informatiques appropriés pour gérer la complexité, la diversité et le type des services fournis et des activités exercées, de manière à garantir des normes de sécurité élevées et l'intégrité et la confidentialité des informations conservées.

7. Les contreparties centrales rendent publiquement accessibles, gratuitement, leur dispositif de gouvernance, les règles qui les régissent, ainsi que les critères d'admission pour devenir membre compensateur.

8. Les contreparties centrales font l'objet d'audits fréquents et indépendants. Les résultats de ces audits sont communiqués au conseil d'administration et sont mis à la disposition de l'autorité compétente »²¹⁰.

4.5 La directive MiFID II

L'article 16 de la directive prévoit les différentes exigences organisationnelles. Ces dernières comprennent notamment l'obligation de mettre en place des politiques qui garantissent le

²¹⁰ Art. 26 du règlement EMIR.

respect de la directive, de prendre les mesures nécessaires pour éviter les conflits d'intérêts et de garantir la continuité des services d'investissement²¹¹.

5. Sanctions

Tous ces règlements et directives prévoient bien entendu des sanctions en cas de non-respect des obligations prescrites.

Les sanctions prévues par ces dispositions européennes sont généralement des sanctions administratives, laissant aux États membres la discrétion de prévoir le régime de sanctions pénales²¹².

Concernant la directive OPCVM IV, elle a été transposée en droit belge par la loi du 3 août 2012. Cette loi prévoit des dispositions pénales aux articles 286 et suivants. Ces dispositions contiennent notamment les peines suivantes : les organismes de placement collectif qui offrent publiquement des titres alors qu'ils ne sont pas inscrits ou que leur agrément a été retiré sont punis d'un emprisonnement de huit jours à trois mois et d'une amende de 50 à 10.000 euros²¹³. Ceux qui donnent des documents faux, inexacts ou incomplets sont punis d'un emprisonnement d'un mois à un an et d'une amende de 75 à 15.000 euros²¹⁴.

La loi du 19 avril 2014 transposant la directive AIFM rend applicables les dispositions du livre premier du Code pénal belge aux infractions qu'elle punit²¹⁵. Elle prévoit des dispositions pénales aux articles 368 et suivants. Par exemple, ceux qui publient sciemment un prospectus ou un document contenant des informations clés pour l'investisseur qui contiennent des informations fausses sont punis d'un emprisonnement d'un mois à un an et d'une amende de 75 à 15.000 euros²¹⁶. Ceux qui ont utilisé la dénomination « OPCA » pour qualifier une entité qui n'est pas inscrite dans la liste seront punis d'un emprisonnement d'un mois à un an et d'une amende de 50 à 10.000 euros²¹⁷. Ceux qui exercent une activité de gestion sans avoir été agréés pour cela sont punis d'un emprisonnement de huit jours à trois mois et d'une amende de 50 à 10.000 euros²¹⁸.

²¹¹ Art. 16 de la directive MiFID II.

²¹² Art. 99 de la directive OPCVM IV ; art. 36 du règlement CRA ; art. 48 de la directive AIFM ; art. 12 du règlement EMIR ; art. 70 de la directive MiFID II.

²¹³ Art. 288 de la loi 3 août 2012.

²¹⁴ Art. 286 de la loi 3 août 2012.

²¹⁵ Art. 375 de la loi 19 avril 2014.

²¹⁶ Art. 369 de la loi 19 avril 2014.

²¹⁷ Art. 370 de la loi 19 avril 2014.

²¹⁸ Art. 371 de la loi 19 avril 2014.

En résumé, par toutes ces réglementations, les reproches principaux faits au secteur des hedge funds, et au secteur des fonds d'investissement dans son ensemble, reprenant surtout la gestion des risques, la nécessité de transparence et la protection des investisseurs sont donc désormais bien mieux encadrés et sanctionnés.

Sous-section 2 - Interdictions et réglementations pénales

À côté de toutes ces obligations, les hedge funds (et de manière plus générale les fonds d'investissement) font face à certaines interdictions qui, le cas échéant, peuvent entraîner des sanctions pénales.

Différentes infractions pénales peuvent être pertinentes dans le contexte des fonds d'investissement. Trois des infractions principales qui gravitent autour des marchés financiers seront abordées ci-dessous. Il y a tout d'abord celles qui concernent les abus de marché, dont les principales sont la manipulation des cours et le délit d'initié. Ensuite, le blanchiment d'argent sera également abordé.

1. La manipulation de marché

1.1 Définition

Également appelée manipulation des cours, elle se réfère à des pratiques délibérées et trompeuses visant à influencer les prix des actifs financiers sur les marchés. Cette manipulation peut avoir des conséquences néfastes en faussant la transparence et l'intégrité des marchés financiers.

Dans le contexte des hedge funds, la manipulation des cours peut être utilisée pour générer des profits illégitimes ou pour masquer des pertes. Le spoofing²¹⁹ est un des mécanismes courants de manipulation. Cette technique consiste à placer des ordres d'achat et de vente à des prix spécifiques sans réelle intention de les exécuter. Ces ordres créent une illusion de demande ou d'offre, influençant ainsi le prix de l'actif.

Il existe également le pump and dump²²⁰. Dans ce scénario, les manipulateurs achètent massivement un actif peu liquide, faisant ainsi monter son prix (pump). Ils créent ensuite une fausse impression d'une hausse continue et convainquent d'autres investisseurs à acheter. Une fois que le prix a atteint un niveau élevé, les manipulateurs vendent massivement (dump), entraînant une chute rapide des cours.

²¹⁹ ECM23, « Manipulations de marché : démystifier les pratiques opaques », disponible sur <https://www.ecm23.be>, consulté le 26 avril 2024.

²²⁰ R. DHIR, "Pump-and-Dump: Definition, How the Scheme is Illegal, and Types", disponible sur <https://www.investopedia.com>, 13 janvier 2022.

Une autre technique connue est le churning²²¹. Elle implique des transactions excessives de trading pour générer des commissions pour le courtier. Bien que cela ne soit pas spécifique aux hedge funds, certains gestionnaires peuvent être tentés de sur-trader pour augmenter leurs revenus aux dépens des investisseurs qui payent par commission.

La manipulation des cours peut encore intervenir par des déclarations trompeuses²²². On diffuse de fausses informations ou des rumeurs dans le but d'influencer le comportement des investisseurs. Cela peut inclure par exemple la présentation de rapports financiers falsifiés.

Ces divers mécanismes ne sont évidemment pas sans conséquence. Ils provoquent une distorsion des prix mais également une perte de confiance ce qui peut avoir des répercussions à long terme²²³. Les autorités de régulation financière peuvent ouvrir des enquêtes et imposer des sanctions sévères aux personnes ou institutions impliquées dans la manipulation des cours²²⁴.

1.2 Cadre légal

L'infraction de manipulation de marché est principalement régie par le règlement du Parlement européen et du Conseil du 16 avril 2014 sur les abus de marché²²⁵ (MAR). Ce règlement, faisant partie du droit de l'Union européenne, est directement applicable dans tous les États membres, y compris la Belgique.

L'interdiction de manipulation de marché est citée explicitement dans ce règlement : « *Une personne ne doit pas effectuer des manipulations de marché ni tenter d'effectuer des manipulations de marché* »²²⁶. Cependant, le MAR ne prévoit que des sanctions administratives²²⁷.

Une directive, adoptée le même jour, concerne les sanctions pénales applicables aux abus de marché. En vertu de l'article 7 de cette directive, « *les États membres prennent les mesures nécessaires pour faire en sorte que les infractions soient passibles de sanctions pénales effectives, proportionnées et dissuasives* ».

²²¹ A. HAYES, « Churning: Definition and Types in Finance », disponible sur <https://www.investopedia.com>, 30 janvier 2022.

²²² Art. 12, c) et d), du règlement MAR.

²²³ Voir le considérant 44 du règlement MAR.

²²⁴ Art. 23 du règlement MAR.

²²⁵ Règlement (UE) 596/2014 du Parlement européen et du Conseil du 16 avril 2014 sur les abus de marché et abrogeant la directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil et les directives 2003/124/CE, 2003/125/CE et 2004/72/CE de la Commission, *J.O.U.E.*, L 173, 12 juin 2014.

²²⁶ Art. 15 du règlement MAR.

²²⁷ Art. 30 du règlement MAR.

La directive sur les manipulations de marché du 28 janvier 2003 (MAD)²²⁸ donne également cette possibilité aux États membres²²⁹.

En Belgique, les sanctions pénales décidées sont celles prévues par la loi du 2 août 2002 relative à la surveillance du secteur financier et aux services financiers (Loi FSMA)²³⁰. Celle-ci prévoit une peine d'emprisonnement d'un mois à quatre ans et une amende de trois cents euros à dix mille euros²³¹.

1.3 Éléments constitutifs

Pour constituer l'infraction, plusieurs éléments sont nécessaires. Ceux-ci sont énoncés dans l'article 12 du règlement MAR.

1.3.1 Un comportement interdit

Selon le Règlement, « la notion de « manipulation de marché » couvre les activités suivantes :

a) effectuer une transaction, passer un ordre ou adopter tout autre comportement qui :

i) donne ou est susceptible de donner des indications fausses ou trompeuses en ce qui concerne l'offre, la demande ou le cours d'un instrument financier, d'un contrat au comptant sur matières premières qui lui est lié ou d'un produit mis aux enchères sur la base des quotas d'émission ; ou

ii) fixe ou est susceptible de fixer à un niveau anormal ou artificiel le cours d'un ou de plusieurs instruments financiers, d'un contrat au comptant sur matières premières qui leur est lié ou d'un produit mis aux enchères sur la base des quotas d'émission ;

à moins que la personne effectuant une transaction, passant un ordre ou adoptant tout autre comportement établisse qu'une telle transaction, un tel ordre ou un tel comportement a été réalisé pour des raisons légitimes et est conforme aux pratiques de marché admises telles qu'établies conformément à l'article 13 ;

b) effectuer une transaction, passer un ordre ou effectuer toute autre activité ou adopter tout autre comportement influençant ou étant susceptible d'influencer le cours d'un ou de plusieurs instruments financiers, d'un contrat au comptant sur matières premières qui leur est lié ou

²²⁸ Directive (UE) 2003/6 du Parlement européen et du Conseil du 28 janvier 2003 sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché, *J.O.U.E.*, L 96, 12 avril 2003.

²²⁹ Art. 14 de la directive MAD.

²³⁰ Loi du 2 août 2002 relative à la surveillance du secteur financier et aux services financiers, *M.B.*, 4 septembre 2002.

²³¹ Art. 39 de la loi FSMA.

d'un produit mis aux enchères sur la base des quotas d'émission en ayant recours à des procédés fictifs ou à toute autre forme de tromperie ou d'artifice ;

c) diffuser des informations, que ce soit par l'intermédiaire des médias, dont l'internet, ou par tout autre moyen, qui donnent ou sont susceptibles de donner des indications fausses ou trompeuses en ce qui concerne l'offre, la demande ou le cours d'un instrument financier, d'un contrat au comptant sur matières premières qui lui est lié ou d'un produit mis aux enchères sur la base des quotas d'émission, ou fixent ou sont susceptibles de fixer à un niveau anormal ou artificiel le cours d'un ou de plusieurs instruments financiers, d'un contrat au comptant sur matières premières qui leur est lié ou d'un produit mis aux enchères sur la base des quotas d'émission, y compris le fait de répandre des rumeurs, alors que la personne ayant procédé à une telle diffusion savait ou aurait dû savoir que ces informations étaient fausses ou trompeuses ;

d) transmettre des informations fausses ou trompeuses ou fournir des données fausses ou trompeuses sur un indice de référence lorsque la personne qui a transmis ces informations ou fourni ces données savait ou aurait dû savoir qu'elles étaient fausses ou trompeuses, ou tout autre comportement constituant une manipulation du calcul d'un indice de référence »²³².

Les stratégies de manipulation expliquées précédemment peuvent être rattachées à certains de ces actes interdits. En effet, que ce soit le spoofing, le pump and dump ou le churning, les trois conduisent à donner de fausses indications concernant l'offre, la demande, ou le cours d'un instrument financier, ce qui est interdit par cet article.

1.3.2 Impact sur le marché

Les comportements de manipulation doivent avoir un impact significatif sur le marché financier, modifiant de manière substantielle le cours de l'instrument financier concerné. En effet, pour chacun des comportements interdits décrits, le Règlement précise « *influençant ou étant susceptible d'influencer le cours d'un instrument financier* »²³³.

1.3.3 Usage de moyens trompeurs

Elle implique généralement l'utilisation de moyens trompeurs, tels que la diffusion d'informations fausses ou trompeuses, l'utilisation de comptes fictifs, ou d'autres pratiques visant à tromper les participants du marché.

²³² Art. 12 du règlement MAR.

²³³ Art. 12 du règlement MAR.

En effet, lors des stratégies expliquées précédemment, des moyens trompeurs sont utilisés. Elles créent des illusions de demande ou d'offre, une impression de hausse continue, des transactions excessives, des fausses informations, etc.

1.3.4 Absence de publicité de l'information

La manipulation de marché suppose généralement que les informations manipulées ne sont pas déjà disponibles au public.

Certaines pratiques de marché peuvent être admises sous certaines conditions, dont celle d'une forte transparence au regard du marché²³⁴. L'abus de marché est, lui, caractérisé par l'absence de publicité.

1.3.5 L'élément moral

Il doit être démontré que l'auteur de l'infraction avait une intention dolosive. Il devait avoir l'intention de tromper le marché ou d'influencer artificiellement les cours. En effet, l'article 39 de la loi FSMA précise que sont condamnés ceux qui ont agi intentionnellement.

Lorsque tous les éléments constitutifs sont réunis, l'infraction de manipulation de marché est constituée. L'auteur risque donc une peine d'emprisonnement d'un mois à quatre ans et une peine d'amende de trois cents à dix mille euros²³⁵.

1.4 Exemple concret

Sans surprise, c'est aux États-Unis que les plus gros scandales se sont déroulés. Un bon exemple serait celui de Bayou Fund, un hedge fund américain. Le fonds a été créé en 1996 et c'est en 2005 que les fraudes ont été découvertes. D'abord, le directeur général et le directeur financier ont menti sur les performances du fonds afin de dissimiler les pertes. Le fonds achetait et vendait énormément d'actions tous les jours et récoltait donc d'importantes commissions de la part des investisseurs. Le directeur financier a même créé une société fictive afin d'auditer les comptes lui-même pour cacher les manipulations. Bayou affichait des gains dans ses résultats afin de continuer à attirer des investisseurs. On leur promettait des rendements exceptionnels mais en réalité, ils ont perdu des millions de dollars. En 2005,

²³⁴ Art. 13 du règlement MAR.

²³⁵ Art. 39 de la loi FSMA.

Bayou a annoncé qu'il fermait ses portes et les fraudes ont alors été découvertes. Le directeur général (et fondateur) a été condamné à vingt ans de prison²³⁶.

2. Le délit d'initié

2.1 Définition

Le délit d'initié, appelé *insider trading* en anglais, se produit lorsqu'une personne utilise des informations privilégiées, c'est-à-dire non publiques et importantes pour une entreprise, pour effectuer des transactions sur les marchés financiers²³⁷. Ces transactions peuvent concerner des actions, des obligations, des contrats à terme ou d'autres instruments financiers. Le délit d'initié est considéré comme illégal car il donne à certaines personnes un avantage illégitime sur le marché, violant ainsi le principe d'équité et portant atteinte à la confiance des investisseurs dans l'intégrité des marchés financiers.

Le délit d'initié n'est pas une infraction spécifique aux hedge funds bien entendu, il peut se produire « n'importe où ». Mais les hedge funds peuvent y être rattachés car leurs gestionnaires peuvent accéder à des informations privilégiées. Par exemple, si, lors d'une réunion avec les dirigeants d'une entreprise dans laquelle ils investissent, ils apprennent que cette entreprise va faire une annonce majeure (comme des résultats financiers exceptionnels ou une fusion), ils pourraient acheter des actions en conséquence. En achetant, par exemple, des options d'achat avant une annonce positive, ils réaliseraient des gains substantiels lorsque le prix de l'action augmentera.

Plus largement, les membres du personnel pourraient également divulguer des informations confidentielles à d'autres parties pour qu'elles en profitent. Cela peut inclure les analystes financiers, les gestionnaires de portefeuille, ou des membres du conseil d'administration.

2.2 Cadre légal

Le délit d'initié a été introduit par la loi du 9 mars 1989 qui a ajouté un article 509 quater au Code pénal belge. Il a cependant été complètement revu lors de l'adoption de la loi du 4 décembre 1990 relative aux opérations financières et aux marchés financiers. La matière se trouvait en ses articles 181 à 193, pour être ensuite à nouveau modifiée par les lois du 6 avril 1995 et du 30 janvier 1996²³⁸. À la suite de ces diverses modifications législatives et d'une décision de la Cour de justice de l'Union européenne, le cadre législatif de cette incrimination

²³⁶ M. ZAKI, « Hedge funds : une série de scandales récents », disponible sur <https://www.letemps.ch>, 13 décembre 2008.

²³⁷ L. BOLUZE, « Délit d'initié : définition et peines », disponible sur <https://www.capital.fr>, 30 août 2019.

²³⁸ B. FERON & B. TAVERNIER, *Principes généraux du droit des marchés financiers*, Bruxelles, Larcier, 1997, p.222.

est finalement à présent établi par l'article 40 de la loi FSMA. Cet article a ensuite été peaufiné par la loi du 31 juillet 2017²³⁹.

2.3 Les éléments constitutifs

Pour incriminer le délit d'initié, la réunion de plusieurs éléments constitutifs est nécessaire. Ceux-ci sont cités dans l'article 40 de la loi FSMA.

2.3.1 L'auteur de l'infraction

Différentes personnes peuvent disposer d'une information privilégiée, soit :

« 1° en raison de leur qualité de membre d'un organe d'administration, de gestion ou de surveillance de l'émetteur de l'instrument financier en question ou du participant au marché des quotas d'émission ;

2° en raison de leur participation dans le capital de l'émetteur ou du participant au marché des quotas d'émission ;

3° en raison de leur accès à l'information du fait de leur travail, de leur profession ou de leurs fonctions ;

4° en raison de leur participation à des activités criminelles ;

5° dans des circonstances autres que celles visées aux 1°, 2°, 3° et 4°, lorsque ces personnes savent ou devraient savoir qu'il s'agit d'une information privilégiée »²⁴⁰.

Les points 1° à 4° concernent l'initié primaire, le dernier s'étend aux initiés secondaires.

Les initiés primaires peuvent être internes ou externes à la société²⁴¹. Dans les hedge funds, les internes sont les gestionnaires, les analystes financiers et les membres du conseil d'administration. Les initiés primaires externes sont, par exemple, les avocats, les courtiers en valeurs mobilières et les auditeurs. Ceux-ci sont liés professionnellement à la société bien qu'ils n'en fassent pas partie et pourraient avoir accès à des informations privilégiées.

Les initiés secondaires, en revanche, sont ceux qui, indépendamment de leur profession, ont obtenu une information privilégiée. « Cette formulation permet de désigner les relations privées (parents, conjoint, amis et connaissances de l'initié qui leur donne un tuyau), et les

²³⁹ Loi du 31 juillet 2017 modifiant la loi du 2 août 2002 relative à la surveillance du secteur financier et aux services financiers, en vue de mettre en œuvre le Règlement (UE) n° 596/2014 sur les abus de marché et de transposer la Directive 2014/54/UE relative aux sanctions pénales applicables aux abus de marché ainsi que la Directive d'exécution (UE) 2015/2392 concernant le signalement des violations, et portant des dispositions diverses, *M.B.*, 11 août 2017.

²⁴⁰ Art. 40, §1^{er}, de la loi FSMA modifiée par la loi du 31 juillet 2017.

²⁴¹ A. MASSET, « Initié (délict d'-) », *Postal Memorialis*, Waterloo, Kluwer, 2022, I 55/01-19, p.6 et 7.

personnes bénéficiant du hasard (le chauffeur de taxi, la femme de ménage ou le barman qui surprend une conversation confidentielle entre magnats de la haute finance) »²⁴².

2.3.2 Le fait de disposer d'une information privilégiée

Une information privilégiée est : « toute information au sens de l'article 7, paragraphes 1^{er} à 4, du règlement 596/2014 »²⁴³.

Ce dernier la définit comme suit : « une information à caractère précis qui n'a pas été rendue publique, qui concerne, directement ou indirectement, un ou plusieurs émetteurs, ou un ou plusieurs instruments financiers, et qui, si elle était rendue publique, serait susceptible d'influencer de façon sensible le cours des instruments financiers concernés ou le cours d'instruments financiers dérivés qui leur sont liés »²⁴⁴.

Cette définition contient plusieurs éléments.

Premièrement, l'information ne doit pas être publique, elle ne peut être connue du marché ou des autres opérateurs. La notion de « rendre publique » n'est pas définie par la loi, le juge l'apprécie en tenant compte surtout du laps de temps écoulé entre le moment où le prévenu a connaissance de l'information et celui où elle est diffusée au public²⁴⁵.

Cependant, selon le règlement MAR, « l'AEMF²⁴⁶ publie des lignes directrices afin d'établir une liste indicative non exhaustive des informations dont on attend raisonnablement qu'elles soient divulguées ou qui doivent obligatoirement être divulguées conformément aux dispositions législatives ou réglementaires du droit de l'Union ou du droit national, aux règles de marché, au contrat, à la pratique ou aux usages »²⁴⁷.

Deuxièmement, l'information doit avoir un caractère suffisamment précis. Le règlement précise qu'il s'agit de l'information qui « fait mention d'un ensemble de circonstances qui existe ou dont on peut raisonnablement penser qu'il existera ou d'un évènement qui s'est produit ou dont on peut raisonnablement penser qu'il se produira, si elle est suffisamment précise pour qu'on puisse en tirer une conclusion quant à l'effet possible de cet ensemble de

²⁴² A. MASSET, *op. cit.*, p.7.

²⁴³ Art. 2, 14°, de la loi FSMA modifiée par la loi du 31 juillet 2017.

²⁴⁴ Art. 7 du règlement MAR.

²⁴⁵ A. MASSET, *op. cit.*, p.8.

²⁴⁶ L'Autorité Européenne des Marchés Financiers (AEMF) est une agence de l'Union européenne chargée de réglementer et de superviser les marchés financiers de l'UE. Elle vise à garantir la stabilité et l'intégrité des marchés financiers européens, ainsi que la protection des investisseurs. L'AEMF élabore des normes et des lignes directrices, effectue des analyses des risques et fournit des conseils aux institutions financières et aux régulateurs nationaux. Elle joue un rôle essentiel dans l'harmonisation et la coordination des réglementations financières au sein de l'UE. Ses pouvoirs sont déterminés à l'article 47 de la directive AIFM.

²⁴⁷ A. MASSET, *op. cit.*, p.8.

circonstances ou de cet évènement sur le cours des instruments financiers ou des instruments financiers dérivés qui leur sont liés »²⁴⁸.

Le respect de ce caractère suffisamment précis est laissé à l'appréciation du juge, qui l'apprécie ex ante, c'est-à-dire en se référant aux informations disponibles avant l'opération litigieuse²⁴⁹.

Enfin, l'information doit être de nature à influencer de manière sensible le cours de l'instrument financier en question. À ce propos, le règlement MAR renvoie à « *une information qu'un investisseur raisonnable serait susceptible d'utiliser comme faisant partie des fondements de ses décisions d'investissement* »²⁵⁰.

2.3.3 Une opération portant sur des instruments financiers

Les articles 2, 1° et 40, §4, de la loi, définissent ces instruments : « actions, parts, obligations, bons de caisse, certificats immobiliers, parts de fonds communs de placement, droits de souscription, contrats d'option, quotas d'émission, opérations sur matières premières, etc., dans la mesure où ces titres sont, en Belgique, cotés à la Bourse ou, à l'étranger, négociés sur un marché réglementé ou sur des systèmes multilatéraux de négociation »²⁵¹.

2.3.4 Une opération prohibée

D'après la loi,

« Lorsque ces personnes savent ou devraient savoir qu'il s'agit d'une information privilégiée, il est interdit d'utiliser intentionnellement cette information en procédant, pour compte propre ou pour compte d'autrui, soit directement soit indirectement :

a) à l'acquisition ou à la cession d'instruments financiers auxquels se rapporte cette information ;

b) à l'annulation ou à la modification d'un ordre concernant l'instrument financier auquel se rapporte cette information, lorsque l'ordre avait été passé avant que la personne concernée ne détienne l'information en question »²⁵².

La loi interdit également à l'initié :

²⁴⁸ Art. 7, §2, du règlement MAR.

²⁴⁹ A. MASSET, *op. cit.*, p.9.

²⁵⁰ Art. 7, §4, du règlement MAR.

²⁵¹ A. MASSET, *op. cit.*, p.11.

²⁵² Art. 40, §1, 5°, de la loi FSMA modifiée par la loi du 31 juillet 2017.

« 1° de divulguer intentionnellement une information privilégiée à une autre personne, sauf lorsque cette divulgation s’effectue dans l’exercice normal de son travail, de sa profession ou de ses fonctions ;

2° de recommander intentionnellement, sur la base d’une information privilégiée, à une autre personne d’acquérir ou de céder les instruments financiers auxquels se rapporte cette information, ou l’inciter intentionnellement, sur la base d’une information privilégiée, à procéder à une telle acquisition ou cession, ou de recommander intentionnellement, sur la base d’une information privilégiée, à une autre personne d’annuler ou de modifier un ordre concernant un instrument financier auquel se rapporte cette information, ou l’inciter intentionnellement, sur la base d’une information privilégiée, à procéder à une telle annulation ou modification »²⁵³.

Et enfin,

« Il est interdit à toute personne d’utiliser intentionnellement une recommandation ou une incitation à acquérir ou céder des instruments financiers ou à annuler ou modifier un ordre concernant des instruments financiers, si elle sait ou devrait savoir que cette recommandation ou incitation est basée sur une information privilégiée.

Il est interdit à toute personne de divulguer intentionnellement à toute autre personne une recommandation ou incitation à acquérir ou céder des instruments financiers ou à annuler ou modifier un ordre concernant des instruments financiers, si elle sait ou devrait savoir que cette recommandation ou incitation est basée sur une information privilégiée »²⁵⁴.

La Cour de Justice de l’Union européenne, dans son arrêt *Spector*²⁵⁵, a établi une présomption (réfragable) d’utilisation de l’information privilégiée lorsqu’un initié primaire la détient et effectue une opération de marché sur les instruments financiers auxquels elle se rapporte.

Une précision concernant cette présomption a tout de même été traduite dans la loi. En effet, *« le simple fait qu’une personne détienne une information privilégiée ne suffit pas à présumer que cette personne a utilisé cette information et a ainsi adopté un comportement interdit par le présent article, si son comportement peut être considéré comme légitime au sens de l’article 9 du règlement 596/2014 »²⁵⁶.*

2.3.5 L’élément moral

Ce dernier élément constitutif du délit d’initié est double.

²⁵³ Art. 40, §2, de la loi FSMA modifiée par la loi du 31 juillet 2017.

²⁵⁴ Art. 40, §3, de la loi FSMA modifiée par la loi du 31 juillet 2017.

²⁵⁵ C.J., arrêt *Spector* c. CBFA, 23 décembre 2009, C-45/08, EU:C:2009:806.

²⁵⁶ Art. 40, §1, de la loi FSMA modifiée par la loi du 31 juillet 2017.

« D'une part, l'auteur sait ou ne peut raisonnablement ignorer le caractère privilégié de l'information qu'il va utiliser. Il y va de l'expression d'un dol général moderne tel que la loi le retient également dans les infractions de harcèlement ou de blanchiment. Le juge devra apprécier cette connaissance en tenant compte de l'ensemble des circonstances de fait, au moment où l'infraction a été commise (et non a posteriori).

D'autre part, l'opération sur instruments financiers prohibée doit avoir été réalisée « intentionnellement », à savoir de manière consciente et volontaire, ce qui exprime un dol général »²⁵⁷.

Lorsque tous ces éléments constitutifs sont remplis, l'infraction est consommée. Dans ce cas, des sanctions pénales sont prévues.

Le délit d'initié est punissable d'un emprisonnement de trois mois à quatre ans et d'une amende de cinquante à dix mille euros²⁵⁸. Les peines de surveillance électronique, de travail et de probation autonome sont envisageables, de même que la suspension du prononcé et le sursis. Une peine facultative peut également être ajoutée²⁵⁹. Enfin, à côté des peines principales, des peines accessoires peuvent être prononcées²⁶⁰.

Le délit d'initié peut également donner lieu à des sanctions administratives. La loi permet à la FSMA d'infliger des amendes administratives dont elle fixe le maximum²⁶¹.

Les sanctions administratives sont rendues publiques sur le site web de la FSMA²⁶². La publication peut cependant être modalisée ou différée si elle est jugée disproportionnée.

2.4 Exemples concrets

Dans le secteur des hedge funds, l'exemple de Galleon Group est particulièrement pertinent pour illustrer le délit d'initié en raison de sa notoriété et de l'ampleur des pratiques illégales découvertes.

Raj Rajaratnam, le fondateur de Galleon Group, un important gestionnaire de hedge funds avec un portefeuille de plus de sept milliards de dollars d'actifs sous gestion, a été arrêté pour fraude et délit d'initié en 2009. En 2011, il a été reconnu coupable et condamné à 11 ans de prison.

« Rajaratnam a été informé d'un investissement de Warren Buffet dans Goldman Sachs par Rajat Gupta, un ancien directeur de la société d'investissement. Rajaratnam a acheté des

²⁵⁷ A. MASSET, *op. cit.*, p.13 et 14.

²⁵⁸ Art. 40, §6, de la loi FSMA modifiée par la loi du 31 juillet 2017.

²⁵⁹ Art. 40, §2, de la loi FSMA modifiée par la loi du 31 juillet 2017.

²⁶⁰ A. MASSET, *op. cit.*, p.15 et 16.

²⁶¹ Art. 36, §2, de la loi FSMA.

²⁶² Art. 72 de la loi FSMA.

actions de Goldman avant la clôture du marché ce jour-là. L'opération a été annoncée le soir même. Rajaratnam a ensuite vendu les actions le lendemain matin, réalisant un bénéfice d'environ 900 000 dollars. Rajaratnam a procédé de la même manière pour d'autres actions avec un réseau d'initiés qui lui ont fourni des informations importantes dont il a pu tirer profit »²⁶³.

Une affaire de délit d'initié très récente en Belgique est l'affaire Mithra. François Fornieri, le fondateur de la société pharmaceutique belge Mithra Pharmaceuticals, a été accusé d'avoir transmis des informations privilégiées au fondateur de Protection Unit qui a par la suite acheté des actions dans l'entreprise Mithra²⁶⁴. Cette affaire ne concerne pas directement les hedge funds mais est quand même pertinente à aborder pour illustrer le délit d'initié. « Le parquet avait requis 18 mois de prison avec sursis, une amende de 60.000 euros, une confiscation de 233.106 euros, une condamnation à des frais de justice de 40.000 euros et une interdiction professionnelle de trois ans. Les avocats de l'accusé réclamaient l'acquittement et ils l'ont eu. Le juge a annoncé mardi matin qu'il n'y avait pas de preuve formelle d'un délit d'initié. Le Liégeois est donc acquitté au bénéfice du doute »²⁶⁵.

2.5 Modifications légales

La législation sur les abus de marché est en train de changer avec le Listing Act, contenant un règlement et deux directives²⁶⁶. En effet, avec le règlement MAR actuel, lorsqu'on obtient une information privilégiée, on doit immédiatement la rendre publique²⁶⁷. La publication tardive d'une information privilégiée est sanctionnable. Cependant avec le Listing Act, on veut changer cela. Cette réforme a pour but de faciliter l'accès au marché et va donc adoucir les abus de marché notamment en ce qui concerne cette publication tardive. Il prévoit que l'information doit être publiée plus tard.

Dans la même idée de faciliter l'accès au marché, le Listing Act veut également réviser le règlement prospectus en étendant les dispenses de publication d'un prospectus.

« Les principaux amendements visent à réduire les formalités administratives dans le processus de cotation : avant l'introduction en bourse, en facilitant le développement et la

²⁶³ J. EDWARDS, "The 9 Biggest Hedge Fund Failures", disponible sur <https://www.investopedia.com>, 29 mai 2023.

²⁶⁴ P. LAWSON, « Délit d'initié : le fondateur de Mithra, François Fornieri, a rendez-vous avec son avenir ce mardi 20 février », disponible sur <https://lpost.be>, 20 février 2024.

²⁶⁵ T. MICHIELS et D. WATHELET, « Poursuivi pour délit d'initié, l'ancien patron de Mithra, François Fornieri, est acquitté », disponible sur <https://www.rtbef.be>, 20 février 2024.

²⁶⁶ E. RAPONE et J. DESSARD JACQUES, « Publication d'information privilégiée : vers un changement de paradigme prévu par le Listing Act ? », disponible sur <https://www.village-justice.com>, 1 février 2024.

²⁶⁷ Art. 17 du règlement MAR.

fourniture de recherches sur les investissements tout en évitant les conflits d'intérêts inhérents à ces recherches ; lors de l'introduction en bourse, en facilitant l'établissement d'un prospectus et en le rendant moins coûteux pour les émetteurs ; et après l'introduction en bourse, en clarifiant ce qui constitue une information privilégiée »²⁶⁸.

3. Le blanchiment d'argent

3.1 Définition

Le blanchiment d'argent est le processus par lequel des fonds provenant d'activités criminelles sont rendus légitimes. Il peut être défini comme « toute opération qui a pour but de reconvertir, de gérer ou de cacher des profits illicites »²⁶⁹. Attention cependant que « le blanchiment est une infraction autonome par rapport à l'infraction primaire qui a généré les avantages patrimoniaux illicites »²⁷⁰.

Le processus du blanchiment d'argent se fait en trois étapes²⁷¹.

Premièrement, il y a le placement, c'est l'étape où l'argent est introduit dans le système financier²⁷². Cela peut se faire de différentes manières : dépôt de liquidités dans des institutions financières, achat de biens précieux, investissement dans des entreprises ou encore d'autres transactions financières.

Le placement de cet argent sale pourrait se faire dans des hedge funds. Ils peuvent être attrayants en raison de leur structure complexe et de leur accès à des marchés financiers mondiaux. Les hedge funds ne sont donc pas à l'origine de cet argent sale mais peuvent être un moyen de le blanchir pour les investisseurs.

Vient ensuite la phase de dispersion. Lors de cette étape, les criminels tentent de brouiller les pistes en effectuant plusieurs transactions complexes. Ça peut inclure des transferts de fonds entre comptes, des achats et ventes de biens, etc., souvent à travers des frontières et des

²⁶⁸ Briefing de la (i) Proposition de règlement modifiant les règlements (UE) 2017/1129, (UE) n° 596/2014 et (UE) n° 600/2014 afin de rendre les marchés publics de capitaux dans l'Union plus attractifs pour les entreprises et de faciliter l'accès au capital des petites et moyennes entreprises ; (II) Proposition de directive modifiant la directive 2014/65/UE visant à rendre les marchés publics de capitaux de l'Union plus attractifs pour les entreprises et à faciliter l'accès au capital des petites et moyennes entreprises et abrogeant la directive 2001/34/CE ; (III) Proposition de directive relative aux structures d'actions à vote multiple dans les sociétés qui sollicitent l'admission à la négociation de leurs actions sur un marché de croissance des PME.

²⁶⁹ A. MASSET, syllabus de droit pénal de l'entreprise, 13^{ème} éd., 2023-2024, p.183.

²⁷⁰ A. MASSET, *ibidem*, p.184.

²⁷¹ R. BODINIER, « Blanchiment d'argent : définition, dimension et principales techniques », disponible sur <https://blog-conformite.esbanque.fr>, 12 avril 2023.

²⁷² R. BODINIER, *ibidem*.

juridictions différentes. Les transferts internationaux compliquent le suivi des transactions et permettent d'éviter la détection.

Comme vu précédemment, les hedge funds peuvent investir l'argent des investisseurs dans différents types d'actifs. La cryptomonnaie (par exemple le bitcoin) en fait partie. Ce milieu est un peu le milieu « rêvé » pour blanchir de l'argent car les transactions de cryptomonnaie sont réalisées de manière anonyme, ce qui rend donc plus difficile de retracer l'origine des fonds. L'argent placé dans les hedge funds lors de l'étape précédente pourrait donc être réinvesti dans la cryptomonnaie, par exemple.

Enfin, le processus se clôture avec l'intégration. L'argent est réintroduit dans l'économie légitime et, de cette manière, il semble provenir d'activités légales. Lors de cette dernière étape, les hedge funds ayant investi l'argent sale dans la cryptomonnaie (ou ailleurs) vont distribuer les profits aux investisseurs sous forme de rendements sur leurs investissements.

Pour masquer la véritable propriété des actifs et dissimuler l'identité des personnes impliquées, des sociétés-écrans peuvent être créées. Ces sociétés sont souvent établies dans des juridictions offrant un haut degré de confidentialité et des lois peu contraignantes en matière de divulgation (c'est-à-dire des juridictions offshores)²⁷³. Des personnes intermédiaires, souvent appelées "prête-noms" ou "nominees", sont utilisées pour enregistrer la société écran au nom de ces tiers, masquant ainsi l'identité réelle du bénéficiaire effectif. Dans l'exemple où les hedge funds réinvestiraient l'argent sale dans la cryptomonnaie, ces sociétés et personnes intermédiaires pourraient également intervenir. Ce serait alors ces intermédiaires qui investiraient dans le fonds pour ainsi masquer l'identité des véritables investisseurs.

3.2 Cadre légal

La première loi anti-blanchiment date de 1993. Elle est intitulée « loi du 11 janvier 1993 relative à la prévention de l'utilisation du système financier aux fins du blanchiment de capitaux et du financement du terrorisme ». Lorsqu'elle a été introduite, elle s'appliquait uniquement aux personnes titulaires d'une profession financière. Au fil des années, son champ d'application s'est étendu (aux agents immobiliers, aux syndics, etc.). Elle a ensuite été remplacée par la loi LBC/FT du 18 septembre 2017²⁷⁴. Le champ d'application de cette loi s'étend également aux gestionnaires de fonds d'investissements tels que les hedge funds²⁷⁵. Cette loi prévoit des obligations de contrôles internes pour prévenir et détecter le

²⁷³ L. BOLUZE, « Société-écran : définition et fonctionnement », disponible sur <https://www.capital.fr>, 1 octobre 2020.

²⁷⁴ Loi du 18 septembre 2017 relative à la prévention du blanchiment de capitaux et du financement du terrorisme et à la limitation de l'utilisation des espèces, *M.B.*, 6 octobre 2017.

²⁷⁵ Art. 5 de la loi du 18 septembre 2017.

blanchiment d'argent²⁷⁶ et des obligations générales de vigilance²⁷⁷. Elle prévoit également des sanctions en cas de non-respect de ces obligations.

Les sanctions pénales relatives à l'infraction de blanchiment d'argent elle-même sont prévues par le Code pénal belge. Celui-ci prévoit en effet que les coupables « *seront punis d'un emprisonnement de quinze jours à cinq ans et d'une amende de vingt-six [euros] à cent mille [euros] ou d'une de ces peines seulement* »²⁷⁸.

3.3 Les éléments constitutifs

À l'instar des autres infractions, la réunion de certains éléments constitutifs est essentielle pour que le blanchiment d'argent soit constitué.

3.3.1 L'origine criminelle des fonds

Il doit être démontré que les fonds ou les biens concernés proviennent d'une activité criminelle préalable. Cela peut inclure des activités telles que le trafic de drogue, la corruption, la fraude, ou d'autres infractions graves.

3.3.2 Actes de blanchiment

L'auteur présumé doit avoir accompli des actes spécifiques visant à dissimuler l'origine illégale des fonds ou à les rendre légitimes.

Selon la loi, « *sont considérés comme "blanchiment de capitaux" :*

1° la conversion ou le transfert de capitaux ou d'autres biens, dont celui qui s'y livre sait qu'ils proviennent d'une activité criminelle ou d'une participation à une telle activité, dans le but de dissimuler ou de déguiser l'origine illicite de ces capitaux ou biens ou d'aider toute personne impliquée dans une telle activité à échapper aux conséquences juridiques des actes qu'elle a commis ;

2° le fait de dissimuler ou de déguiser la nature, l'origine, l'emplacement, la disposition, le mouvement ou la propriété réels des capitaux ou des biens ou des droits qui y sont liés, dont celui qui s'y livre sait qu'ils proviennent d'une activité criminelle ou d'une participation à une telle activité ;

²⁷⁶ Art. 8 de la loi du 18 septembre 2017.

²⁷⁷ Art. 19 de la loi du 18 septembre 2017.

²⁷⁸ C. pén., art. 505.

3° l'acquisition, la détention ou l'utilisation de capitaux ou de biens, dont celui qui s'y livre sait, au moment où il les réceptionne, qu'ils proviennent d'une activité criminelle ou d'une participation à une telle activité »²⁷⁹.

3.3.3 Lien avec une infraction sous-jacente

La loi belge stipule que le blanchiment d'argent doit être lié à une infraction sous-jacente. Autrement dit, il doit y avoir un lien entre les fonds blanchis et l'infraction criminelle qui les a générés.

3.3.4 L'élément moral

« L'élément moral de l'infraction varie selon l'acte envisagé :

- En ce qui concerne les opérations prévues à l'article 505, alinéa 1er, 2° et 4° du Code pénal :

La connaissance de l'origine illicite des profits au début des opérations incriminées est nécessaire et suffisante pour justifier une condamnation du chef de blanchiment. En fait, l'élément moral du blanchiment est libellé de manière identique à celui du recel. L'article 505, alinéa 1er, 2° et 4° du Code pénal exige donc que l'auteur du comportement connaissait ou devait connaître l'origine des choses visées à l'article 42, 3° du Code pénal au début des opérations.

La notion « devait en connaître l'origine » doit être comprise comme suit : en retenant ces termes, le législateur n'a pas entendu introduire une présomption légale mais il appartient au ministère public d'apporter la preuve que l'agent connaissait l'origine délictueuse des fonds.

À défaut, la preuve de ce que celui-ci devait en connaître l'origine illicite devra être rapportée. Le juge devra apprécier cette connaissance en tenant compte de l'ensemble des circonstances de fait, au moment où l'infraction a été commise (et non a posteriori) et en tenant compte du profil de l'auteur et des éléments qui étaient susceptibles d'éveiller ses soupçons.

- En ce qui concerne les actes prévus à l'article 505, alinéa 1er, 3° du Code pénal, les choses se présentent de manière un peu différente :

a) d'une part, l'incrimination ne fait pas référence à la distinction « connaissait ou devait en connaître » l'origine illicite. Dès lors, la connaissance de l'origine illicite des biens devra être établie ;

b) d'autre part, il est exigé de manière complémentaire que la conversion ou le transfert des choses illicites ait été réalisé dans le but de dissimuler ou de déguiser leur origine illicite ou d'aider toute personne qui est impliquée dans la réalisation de l'infraction d'où proviennent

²⁷⁹ Art. 2 de la loi du 18 septembre 2017.

ces choses, à échapper aux conséquences juridiques de ses actes ; il est donc ici question de faire obstacle à la traçabilité des avantages patrimoniaux illicites »²⁸⁰.

Pour être tenus responsables de l'infraction de blanchiment d'argent, les gestionnaires des hedge funds doivent avoir connaissance de l'origine illicite de l'argent investi dans leur fonds, ou devaient raisonnablement en avoir connaissance.

Les gestionnaires ont différentes obligations de vigilance à respecter pour justement être capables de détecter des activités suspectes. Ils doivent identifier et vérifier l'identité des clients avec lesquels ils nouent des relations d'affaires²⁸¹.

Ils doivent également mettre en place des procédures afin de vérifier l'origine des fonds de leurs investisseurs. En effet, « *Les entités assujetties prennent, à l'égard de leur clientèle, des mesures de vigilance qui consistent à :*

1° identifier et vérifier l'identité des personnes visées à la section 2, conformément aux dispositions de ladite section ;

2° évaluer les caractéristiques du client et l'objet et la nature envisagée de la relation d'affaires ou de l'opération occasionnelle et, le cas échéant, obtenir à cet effet des informations complémentaires, conformément aux dispositions prévues à la section 3 ; et

3° exercer une vigilance continue à l'égard des relations d'affaires et des opérations, conformément aux dispositions prévues à la section 4 »²⁸².

En cas de non-respect de ces obligations, des sanctions pénales sont également prévues par la loi de 2017 aux articles 136 et suivants.

3.4 La CTIF

Pour lutter contre le blanchiment d'argent, il existe en Belgique la Cellule de traitement des informations financières (CTIF). Ses fonctions sont prévues par la loi :

« § 1er. Il est institué, sous la dénomination de "Cellule de traitement des informations financières", dénommée ci-après "CTIF" - une autorité administrative dotée de la personnalité juridique, chargée du traitement et de la transmission d'informations en vue de la lutte contre le BC/FT, ainsi que le financement de la prolifération des armes de destruction massive, lorsque cette dernière compétence lui est accordée en vertu des règlements européens. Le ministre des Finances communique par écrit le nom et l'adresse de la CTIF à la Commission européenne.

§ 2. La CTIF est indépendante et autonome sur le plan opérationnel, ce qui signifie qu'elle a l'autorité et la capacité nécessaire pour exercer librement ses fonctions, y compris celle de

²⁸⁰ A. MASSET, *op. cit.*, p.189 et 190.

²⁸¹ Art. 21 de la loi du 18 septembre 2017.

²⁸² Art. 19 de la loi du 18 septembre 2017.

décider d'une manière autonome d'analyser, de demander et de transmettre les informations spécifiques qui lui sont communiquées en vertu de la présente loi. Elle est placée sous le contrôle administratif du ministre de la Justice et du ministre des Finances.

§ 3. La fonction d'analyse de la CTIF revêt deux aspects :

1° l'analyse opérationnelle, centrée sur l'analyse des cas individuels afin d'identifier des cibles spécifiques, de suivre la trace d'activités ou d'opérations particulières et d'établir les liens entre ces cibles et un possible produit du crime, le blanchiment de capitaux, les activités criminelles sous-jacentes, le financement du terrorisme ou de prolifération ; et

2° l'analyse typologique et stratégique, portant sur la recherche proactive des tendances de BC/FTP et destinée à compléter et à renforcer l'analyse opérationnelle »²⁸³.

La composition de cette Cellule est également réglée par la loi, elle est en effet composée d'experts en matière financière et d'un officier supérieur et un magistrat est également placé à sa direction ²⁸⁴.

Pour être membre de la CTIF, certaines conditions doivent être remplies, au moment de la nomination²⁸⁵.

La Cellule dresse un rapport, au moins une fois par an, à l'attention des ministres de la Justice et des Finances. Il contient généralement des statistiques sur le nombre de déclarations reçues, les analyses effectuées, etc.

En 2022, elle a rendu un rapport concernant l'année précédente et a dévoilé qu'il y avait un essor assez important du blanchiment d'argent en Belgique. 81% des déclarations que la CTIF a reçues proviennent des organismes bancaires et financiers, et 35.605 dossiers ont été ouverts au cours de l'année. Elle n'avait jamais reçu autant de dénonciations²⁸⁶.

3.5 Modifications légales

La volonté de renforcer la lutte contre le blanchiment de capitaux a conduit la Commission européenne à présenter différentes propositions législatives en juillet 2021²⁸⁷.

Un accord entre le Conseil et le Parlement a été trouvé en janvier 2024. « Le nouveau règlement relatif à la lutte contre le blanchiment de capitaux et le financement du

²⁸³ Art. 76 de la Loi du 18 septembre 2017.

²⁸⁴ Art. 77, §1, de la Loi du 18 septembre 2017.

²⁸⁵ Art. 77, §2, de la Loi du 18 septembre 2017.

²⁸⁶ X, « L'essor du blanchiment d'argent se confirme en Belgique », disponible sur <https://www.lecho.be>, consulté le 15 novembre 2023.

²⁸⁷ X, « Lutte contre le blanchiment de capitaux et le financement du terrorisme dans l'UE », disponible sur <https://www.consilium.europa.eu/fr/>, 21 mars 2024.

terrorisme harmonise et clarifie les règles en vigueur dans l'ensemble de l'UE et vise à faire en sorte que les règles s'appliquent de manière plus cohérente et soient mieux respectées. Par exemple, il contient des dispositions plus détaillées concernant la vigilance à l'égard de la clientèle et la propriété effective ainsi que les pouvoirs des autorités nationales de surveillance et des cellules de renseignement financier »²⁸⁸.

Ce nouveau règlement de l'UE instaure « un cadre réglementaire directement applicable prévoyant des exigences pour les entités assujetties, principalement des établissements financiers et de crédit et des entreprises et professions non financières désignées »²⁸⁹.

Le principal secteur concerné par ces nouveautés est celui des cryptoactifs. « Tous les prestataires de services sur cryptoactifs seront tenus d'exercer un devoir de vigilance à l'égard de leur clientèle. Cela signifie qu'ils devront vérifier les faits concernant leurs clients et signaler toute activité suspecte »²⁹⁰.

Sous-section 3 – Efficacité des réglementations

La mise en place de nouvelles obligations post-crise pour les hedge funds, telles que la transparence accrue, la gestion des risques renforcée et les normes de gouvernance plus strictes, reflète la volonté des régulateurs de prévenir les pratiques frauduleuses et de renforcer la confiance des investisseurs. Parallèlement, l'identification et la répression des infractions pénales telles que la manipulation des cours, le délit d'initié et le blanchiment d'argent soulignent l'importance de la conformité réglementaire et de l'application des lois pour maintenir l'intégrité et la transparence des marchés financiers. Ces mesures visent à protéger les investisseurs et à promouvoir un environnement financier plus équitable et sûr. Mais y sont-elles réellement parvenues ? Étudier l'efficacité des réglementations des hedge funds n'est pas un exercice facile.

Bien que des réglementations plus strictes aient été mises en place, leur respect peut varier d'un acteur à l'autre. Certains hedge funds pourraient mettre en œuvre les exigences réglementaires de manière rigoureuse, tandis que d'autres pourraient chercher des moyens de contourner les règles ou de les interpréter de manière à minimiser leur impact.

Des exigences accrues de gestion des risques ont été adoptées. Cependant, les stratégies des hedge funds demeurent assez risquées afin d'atteindre des rendements toujours plus élevés, ce qui soulève des préoccupations persistantes quant à la stabilité financière et à la gestion

²⁸⁸ X, « Lutte contre le blanchiment de capitaux et le financement du terrorisme dans l'UE », *op.cit.*

²⁸⁹ X, *ibidem.*

²⁹⁰ X, *ibidem.*

des risques systémiques. En effet, « les observateurs s'interrogent quant à savoir avec certitude si ce type de fonds d'investissement souvent pointé du doigt par le passé lors des différentes crises financières systémiques ne présente plus aucun danger. Au sein de l'Union européenne, l'entrée en vigueur de la directive AIFM joue un rôle prépondérant dans la maîtrise du risque spéculatif. Malgré cela, les interrogations persistent »²⁹¹.

Les hedge funds ont été rattachés à plusieurs crises depuis leur création et ont été au cœur de plusieurs scandales, notamment lors de la crise des subprimes. Comme précédemment évoqué, « leur rôle a été mis en cause pour avoir contribué à alimenter la bulle spéculative des crédits immobiliers américains à l'origine du dérèglement des marchés financiers internationaux »²⁹². Les législateurs ont donc décidé d'agir mais, les hedge funds demeurent sujets à la méfiance et ne sont pas à l'abri des scandales.

« Cependant, certains observateurs reconnaissent également leur vertu économique. Selon eux, les hedge funds permettent d'améliorer la liquidité des marchés financiers en investissant dans certaines classes d'actifs dans lesquels aucun autre fonds ne souhaite se risquer. Mais en tout état de cause, jamais de tels véhicules d'investissement n'ont autant déchainé les passions »²⁹³.

En résumé, bien que ces réglementations aient eu un impact sur l'industrie, leur véritable efficacité et leurs conséquences à long terme sont encore sujettes à débat et à évaluation continue.

²⁹¹ R. FEYDEL, « Fonds d'investissement : les 'hedge funds' à la lumière de la directive AIFM, une réelle absence de risque systémique ? », disponible sur <https://www.village-justice.com>, 26 avril 2024.

²⁹² R. FEYDEL, *ibidem*.

²⁹³ R. FEYDEL, *ibidem*.

Partie 3 - Analyse d'un cas : l'Irlande

Section 1 – Les hedge funds en Irlande

Comme dit précédemment, la Belgique n'est pas très active dans le secteur des hedge funds. En revanche, d'autres pays européens le sont, comme l'Irlande et le Luxembourg par exemple.

L'Irlande est un des leaders européens en matière de fonds privés²⁹⁴. C'est pourquoi il est intéressant d'analyser brièvement le marché des hedge funds irlandais afin de voir comment ce pays a mis en place les réglementations après la crise. En juin 2023, on compte 8.700 fonds domiciliés en Irlande, gérant plus de 3,7 billions d'euros d'actifs²⁹⁵.

Sous-section 1 - Introduction

En Irlande, l'autorité de régulation est la FSRA (Financial Services Regulatory Authority)²⁹⁶.

Les hedge funds peuvent prendre trois formes différentes : les fonds d'investisseurs qualifiés (QIF), les fonds d'investisseurs professionnels (PIF) et les fonds de détail des hedge funds²⁹⁷. Les QIF sont les plus fréquents pour deux raisons principales : la première est que le processus d'autorisation de ces fonds peut se faire en 24 heures et la seconde est que leurs stratégies d'investissement ne sont pas limitées²⁹⁸. Quelques stratégies seront d'ailleurs explicitées ultérieurement.

La procédure standard d'autorisation des fonds irlandais se fait en deux étapes : d'abord l'autorisation du fonds lui-même et ensuite l'autorisation du promoteur et des prestataires de services²⁹⁹. Certains éléments doivent être soumis à un examen préalable³⁰⁰ ce qui rend la procédure relativement longue et c'est pour cela que les QIF sont attrayants. Leur autorisation est en effet plus rapide : aucun dépôt préalable n'est nécessaire, ces fonds adoptent un régime d'auto-certification donnée par leur conseil d'administration et par des conseillers juridiques³⁰¹. « Une fois que ces certifications peuvent être données, la documentation du fonds est simplement négociée entre le promoteur, les conseillers juridiques et les autres prestataires de services, puis exécutée et déposée auprès de la Banque centrale. Une fois la

²⁹⁴ D.CAPOCCI, *op. cit.*, p.508.

²⁹⁵ C. DURKIN, « Ireland: The Continuing Evolution Of Hedge Funds », disponible sur <https://www.ifcreview.com>, 7 novembre 2023.

²⁹⁶ D.CAPOCCI, *op. cit.*, p.508.

²⁹⁷ D.CAPOCCI, *ibidem*, p.508.

²⁹⁸ D.CAPOCCI, *ibidem*, p.508.

²⁹⁹ DILLON EUSTACE, "A guide to Hedge Funds in Ireland", disponible sur <https://www.dilloneustace.com>, octobre 2010, p.24.

³⁰⁰ DILLON EUSTACE, *ibidem*, p.24.

³⁰¹ DILLON EUSTACE, *ibidem*, p.24.

documentation déposée avant 15 heures le jour précédant la date pour laquelle l'autorisation est demandée, le fonds sera autorisé à la date demandée sans examen préalable. Un contrôle ponctuel après l'autorisation peut alors avoir lieu »³⁰².

Sous-section 2 – Les différentes obligations des QIF

« Les fonds d'investisseurs qualifiés sont soumis à une exigence de souscription minimale de 100 000 euros par investisseur. Les investisseurs dans les QIF doivent satisfaire à des tests d'expertise/compréhension appropriés, ils doivent être :

(a) un investisseur qui est un client professionnel au sens de l'annexe II de la directive 2004/39/CE (directive sur les marchés d'instruments financiers) ; ou

(b) un investisseur qui reçoit une évaluation d'un établissement de crédit de l'UE, d'une entreprise MiFID ou d'une société de gestion d'OPCVM selon laquelle l'investisseur possède l'expertise, l'expérience et les connaissances appropriées pour comprendre de manière adéquate l'investissement dans le fonds d'investissement quantitatif ; ou

(c) un investisseur qui certifie qu'il est un investisseur informé en fournissant les éléments suivants :

- la confirmation (par écrit) que l'investisseur possède une connaissance et une expérience des questions financières et commerciales qui lui permettraient d'évaluer correctement les mérites et les risques de l'investissement envisagé ; ou

- la confirmation (par écrit) que l'activité de l'investisseur implique, que ce soit pour son propre compte ou pour le compte d'autrui, la gestion, l'acquisition ou l'aliénation de biens de même nature que les biens du QIF »³⁰³.

À côté de cette exigence de souscription minimale lors de leur création, les QIF sont également soumis à certaines restrictions d'investissement. En effet :

« - Les QIF ne sont pas autorisés à acquérir des actions assorties de droits de vote qui leur permettraient d'exercer une influence significative sur la gestion des organismes émetteurs ;

- Les QIF structurés comme des sociétés d'investissement doivent se conformer au principe de "répartition du risque d'investissement" ;

- Les QIF peuvent investir jusqu'à 100 % de leurs actifs dans des fonds sous-jacents réglementés ou non réglementés, mais pas plus de 50 % de leurs actifs nets dans un seul fonds sous-jacent réglementé ou non réglementé »³⁰⁴.

³⁰² DILLON EUSTACE, *op. cit.*, p.24 (citation traduite librement de l'anglais).

³⁰³ DILLON EUSTACE, *ibidem*, p.4 (citation traduite librement de l'anglais).

³⁰⁴ DILLON EUSTACE, *ibidem*, p.10 (citation traduite librement de l'anglais).

Dans les réglementations européennes post-crise, la transparence a été mise en avant. Cela se traduit également en Irlande dans les QIF. En effet, ces fonds doivent publier un prospectus contenant différents éléments dont l'objectif du fonds et sa politique d'investissement³⁰⁵. Ce prospectus doit être accessible, gratuitement, aux investisseurs. Ceux-ci doivent être suffisamment informés pour prendre une décision éclairée concernant leurs investissements. Le prospectus comprend « des informations complètes sur les investissements proposés, une indication de l'endroit où ils sont négociés et le but de l'investissement »³⁰⁶. Il doit contenir des informations quantitatives sur l'effet de levier également, bien que celui-ci ne soit pas limité dans les QIF.

Les hedge funds (irlandais) adoptent des stratégies plus diversifiées et plus prudentes afin de se conformer aux réglementations et de mieux gérer les risques. Cinq de leurs principales stratégies sont brièvement étudiées ci-après.

³⁰⁵ D.CAPOCCI, *op. cit.*, p.509.

³⁰⁶ DILLON EUSTACE, *op. cit.*, p.27 (citation traduite librement de l'anglais).

Section 2 – Les stratégies d’investissement

Sous-section 1 – Long/short equity

La long/short equity est l’une des stratégies les plus couramment utilisées par les hedge funds et les QIF en Irlande. Elle implique simultanément l’achat (position longue) et la vente à découvert (position courte) d’actions (ou d’autres instruments financiers)³⁰⁷.

En adoptant cette stratégie, les gestionnaires des fonds tentent d’identifier les titres qu’ils estiment sous-évalués et susceptibles de générer des rendements positifs à long terme ainsi que d’identifier ceux qui, au contraire, sont surévalués et risquent de connaître une baisse de valeur à court terme³⁰⁸. Pour prendre ces décisions d’investissement, « les spécialistes de cette stratégie analysent un grand nombre d’entreprises, généralement sur la base d’une analyse fondamentale et de ratios, ainsi que sur la base des perspectives des entreprises concernées. Les gestionnaires d’actifs ont recours à diverses méthodes d’évaluation et comparent les prix des actions par rapport à leurs valeurs historiques et au marché dans son ensemble »³⁰⁹.

L’objectif de cette stratégie est de générer des rendements absolus en exploitant les inefficiences du marché et les divergences des prix entre les différents titres. En adoptant à la fois des positions longues et courtes, les gestionnaires visent à réduire l’exposition aux risques du marché, tout en tirant parti des opportunités de rendement. Pour multiplier ces rendements, certains gestionnaires font appel à l’effet de levier. Aucune règle n’est établie concernant ce dernier mais, en général, l’exposition brute et l’exposition au marché sont respectivement maintenues en dessous de 200% et entre 40 et 60%³¹⁰.

En résumé, la stratégie long/short equity offre aux gestionnaires de fonds une approche flexible et dynamique pour rechercher des rendements absolus tout en atténuant les risques liés aux mouvements généraux du marché.

Sous-section 2 – Event-Driven

Cette approche se concentre sur l’exploitation des opportunités d’investissement résultant d’évènements spécifiques ou extraordinaires dans le monde des affaires³¹¹. Ces évènements

³⁰⁷ D. CAPOCCI, *op. cit.*, p.272.

³⁰⁸ D. CAPOCCI, *ibidem*, p.273.

³⁰⁹ D. CAPOCCI, *ibidem*, p.272 (citation traduite librement de l’anglais).

³¹⁰ D. CAPOCCI, *ibidem*, p.273.

³¹¹ D. CAPOCCI, *ibidem*, p.194.

peuvent inclure les fusions-acquisitions, les scissions, les offres publiques d'achat (OPA), les restructurations d'entreprises, les situations de faillite ou de recapitalisation, etc³¹².

Les gestionnaires n'essayent pas d'anticiper ces événements mais plutôt d'en anticiper le résultat³¹³. « L'équipe analyse l'événement au niveau fondamental en combinant les implications stratégiques, financières et opérationnelles ; elle doit également intégrer les implications légales et réglementaires de l'annonce. L'idée est de déterminer ce qui va se passer et de prendre position en conséquence. L'objectif est généralement d'investir dans un événement qui devrait avoir une issue favorable et de gagner de l'argent, mais des positions inverses, pariant sur la non-réalisation de l'événement, peuvent également être prises »³¹⁴.

Contrairement aux autres stratégies, ils n'utilisent pas que des actions et des obligations mais tout titre dont ils estiment que le prix est erroné³¹⁵. « Ils analysent le prix de chacun des titres considérés et leur évolution relative dans le temps ; en même temps, ils analysent les risques potentiels, en termes de volatilité, de liquidité, de risque de marché et de risque sectoriel. Enfin, ils doivent déterminer comment clôturer la position et la probabilité de chacun des résultats possibles. Si, sur cette base, l'équipe estime que l'événement offre un couple rendement-risque attractif et qu'il contribuera à diversifier le portefeuille avec une probabilité suffisamment élevée, les positions seront prises »³¹⁶.

Dans le cas d'une fusion-acquisition, par exemple, un fonds event-driven peut prendre des positions longues dans les actions de la société cible, anticipant une augmentation de leur valeur une fois l'acquisition finalisée. De même, il peut prendre des positions courtes dans les actions de la société acquérante si le marché surestime les synergies ou sous-estime les risques associés à l'opération.

Cette stratégie nécessite souvent une réactivité rapide et une gestion active des positions pour tirer pleinement parti des opportunités offertes par les événements. Les gestionnaires doivent être en mesure d'évaluer rapidement l'impact potentiel d'un événement sur la valeur des actifs sous-jacents et d'ajuster leurs positions en conséquence.

³¹² D. CAPOCCI, *op. cit.*, p.194.

³¹³ D. CAPOCCI, *ibidem*, p.195.

³¹⁴ D. CAPOCCI, *ibidem*, p.195 (citation traduite librement de l'anglais).

³¹⁵ D. CAPOCCI, *ibidem*, p.194.

³¹⁶ D. CAPOCCI, *ibidem*, p.195 (citation traduite librement de l'anglais).

Sous-section 3 – Global macro

La stratégie global macro repose sur l'analyse des tendances macroéconomiques mondiales, des politiques gouvernementales, des conditions du marché financier et des événements géopolitiques pour identifier des opportunités d'investissement.

Les gestionnaires des fonds adoptant cette stratégie ont une perspective globale et cherchent à tirer profit des changements dans les grandes tendances économiques et politiques³¹⁷. Ils peuvent investir dans une large gamme d'actifs, y compris les devises, les obligations, les actions, les matières premières et les produits dérivés.

Cette approche se distingue par sa flexibilité et sa capacité à s'adapter à différentes conditions de marché.

Parmi les facteurs macroéconomiques pris en compte, on trouve les taux d'intérêt, l'inflation, la croissance économique, les politiques monétaires et budgétaires, ainsi que les événements géopolitiques majeurs tels que les conflits internationaux ou les crises financières³¹⁸.

« Les macro-gestionnaires analysent les tendances macroéconomiques liées aux politiques gouvernementales ou monétaires, aux cycles économiques, aux nouvelles technologies, etc. Afin d'identifier les écarts de prix entre les variables, ils appliquent une stratégie descendante qui vise à se concentrer sur l'estimation de l'impact que ces événements auront sur le prix des instruments financiers. Ces gestionnaires peuvent généralement investir dans un grand nombre de marchés et appliquer une politique d'investissement déterminée au cas par cas. En fonction des opportunités, ils s'exposent à un ou plusieurs secteurs ou marchés par le biais d'instruments financiers diversifiés qu'ils sélectionnent en fonction de leurs objectifs. Ils réalisent des gains en anticipant correctement les mouvements de prix sur les marchés mondiaux et en gardant la flexibilité nécessaire pour utiliser tout type d'approche qui leur permettra de profiter de la distorsion des prix »³¹⁹.

L'avantage principal de cette stratégie est qu'elle offre une grande liberté aux gestionnaires. Ils peuvent saisir de nombreuses opportunités d'investissement en fonction des tendances car cette stratégie n'est pas concentrée uniquement sur un seul marché³²⁰. « Cependant, les fonds macros sont généralement considérés comme particulièrement risqués car il est difficile pour les investisseurs de connaître le moment opportun pour investir »³²¹.

³¹⁷ D. CAPOCCI, *op. cit.*, p.320.

³¹⁸ D. CAPOCCI, *ibidem*, p.320.

³¹⁹ D. CAPOCCI, *ibidem*, p.321 (citation traduite librement de l'anglais).

³²⁰ D. CAPOCCI, *ibidem*, p.326.

³²¹ D. CAPOCCI, *ibidem*, p.327 (citation traduite librement de l'anglais).

Sous-section 4 – Relative Value

« La relative value n'est pas une stratégie à proprement parler, mais une combinaison de plusieurs stratégies d'investissement. L'objectif principal est de profiter des disparités de prix pour des titres dont les prix ont été historiquement liés »³²².

Elle se concentre sur l'identification et l'exploitation des inefficiences de marché qui peuvent se produire entre différents actifs financiers ou entre différentes parties d'un même marché.

« Les gestionnaires prennent des positions longues et courtes sur des titres qui ont été historiquement ou mathématiquement liés lorsque les relations de prix sortent de manière inattendue de leur fourchette historique. Le gestionnaire réalisera alors un profit si la relation de prix revient à ses niveaux historiques, ou du moins si elle s'en rapproche »³²³.

Dans la stratégie de relative value, une des techniques d'investissement les plus connues est le pair trading : « il s'agit de combiner des positions longues et courtes sur une paire de titres (généralement des actions). La particularité de cette technique réside dans le fait qu'elle porte sur deux titres du même secteur. La position est neutre par rapport au marché et l'idée est de tirer profit de la relation de prix entre les deux titres ; la position n'est pas prise du côté long parce que le gestionnaire s'attend à ce que l'action augmente et du côté court parce qu'il s'attend à ce que le prix diminue - elle doit plutôt être considérée comme une position combinée où l'évolution du prix relatif est l'élément le plus important. C'est le prix de la position longue qui augmente plus que le prix de la position courte, ou qui baisse moins que ce dernier, qui permet de réaliser des bénéfices »³²⁴.

Par exemple, un gestionnaire peut identifier des écarts de rendement entre des obligations similaires émises par le même émetteur, ou entre des obligations de sociétés comparables. En prenant des positions longues sur les obligations sous-évaluées et des positions courtes sur les obligations surévaluées, le gestionnaire de fonds peut chercher à réaliser un profit lorsque les écarts de rendement se resserrent.

Cette stratégie est assez intéressante car elle devrait permettre aux gestionnaires de gagner de l'argent peu importe les conditions de marché étant donné qu'elle est neutre par rapport à celui-ci³²⁵.

³²² D. CAPOCCI, *op. cit.*, p.156 (citation traduite librement de l'anglais).

³²³ D. CAPOCCI, *ibidem*, p.156 (citation traduite librement de l'anglais).

³²⁴ D. CAPOCCI, *ibidem*, p.157 (citation traduite librement de l'anglais).

³²⁵ D. CAPOCCI, *ibidem*, p.167.

Sous-section 5 – Managed Futures

La stratégie managed futures, également connue sous le nom de trading systématique ou de trading de tendance, est une approche d'investissement largement utilisée par les hedge funds et les fonds QIF en Irlande. Cette stratégie repose sur l'utilisation d'algorithmes informatiques sophistiqués pour analyser les données de marché et identifier des tendances à court, moyen ou long terme dans une variété de classes d'actifs³²⁶. Les opérations résultant de cette stratégie ont lieu sur les marchés à terme et les marchés de produits dérivés.

L'un des principaux avantages de la stratégie managed futures est sa capacité à tirer parti des tendances directionnelles des marchés financiers, qu'ils soient à la hausse ou à la baisse. Les gestionnaires de fonds peuvent prendre des positions longues sur les actifs qu'ils estiment être en hausse et des positions courtes sur les actifs qu'ils estiment être en baisse³²⁷.

Cette stratégie peut être mise en œuvre à l'aide de contrats à terme, d'options, d'indices boursiers et d'autres instruments dérivés qui permettent aux gestionnaires de fonds de bénéficier de l'exposition aux marchés financiers sans avoir à détenir physiquement les actifs sous-jacents³²⁸.

Les gestionnaires de fonds managed futures recherchent souvent des modèles de comportement récurrents dans les marchés financiers et utilisent des techniques de gestion des risques pour limiter les pertes en cas de retournement de tendance ou de mouvement de marché inattendu.

Cette approche peut être particulièrement attrayante dans les environnements de marché volatils ou incertains, où les tendances peuvent être plus prononcées et les opportunités de profit plus fréquentes.

En conclusion, ces différentes stratégies offrent aux hedge funds (et en Irlande, aux QIF) une flexibilité et une diversification essentielles pour répondre aux besoins des investisseurs institutionnels et qualifiés. En choisissant judicieusement parmi ces différentes approches, les gestionnaires peuvent créer des portefeuilles robustes et résilients dans un environnement financier en constante évolution.

³²⁶ X, « Les principales stratégies des hedge funds », disponible sur <https://www.abcbourse.com>, consulté le 5 mai 2024.

³²⁷ J. CHEN, “Managed Futures: Meaning, Overview, How They Trade”, disponible sur <https://www.investopedia.com>, 29 août 2022.

³²⁸ D. FRICHE, « Placements alternatifs. CTA, une stratégie souvent mal aimée. À tort ! », disponible sur <https://www.letemps.ch>, 14 janvier 2016.

Conclusion

La crise financière de 2007 a été un tournant majeur dans l'histoire des hedge funds, mettant en lumière les lacunes du cadre réglementaire existant et la nécessité d'une surveillance accrue de ces acteurs financiers. Depuis leurs débuts, les hedge funds ont bénéficié d'une certaine liberté et d'une réglementation moins contraignante par rapport à d'autres institutions financières, ce qui leur a permis d'adopter des stratégies plus risquées et moins transparentes. Cependant, la crise a révélé les conséquences potentiellement dévastatrices de ces pratiques pour les marchés financiers mondiaux.

Aux États-Unis, l'adoption de la loi Dodd-Frank a marqué un changement significatif dans la réglementation des hedge funds en supprimant les exemptions dont ils bénéficiaient auparavant. En Europe, plusieurs directives et règlements ont été introduits pour imposer de nouvelles obligations aux hedge funds, notamment en matière d'agrément, de transparence, de gestion des risques et de gouvernance. Ces nouvelles réglementations visent à renforcer la transparence et la responsabilité des hedge funds, tout en réduisant les risques pour les investisseurs et les marchés.

Le droit pénal joue également un rôle important dans ces réglementations, en donnant aux États membres la possibilité d'imposer des sanctions pénales en cas de violation des règles. En Belgique, par exemple, les lois du 19 avril 2014 et du 3 août 2012 prévoient des peines applicables en cas de non-respect des nouvelles réglementations.

Bien que la Belgique ne soit pas très active dans le secteur des hedge funds au sens strict, les organismes de placement collectif (OPC) réglementés, tels que les OPCVM et les SICAV, représentent une part importante du marché financier. L'autorité de régulation en Belgique, la FSMA, joue un rôle crucial dans la supervision de ces entités et dans l'application des réglementations en vigueur.

Enfin, il est essentiel de souligner les infractions pénales pertinentes dans le contexte des hedge funds, telles que le délit d'initié, la manipulation de marché et le blanchiment d'argent. Ces infractions peuvent avoir des conséquences graves sur l'intégrité des marchés financiers et nécessitent une surveillance étroite et une application rigoureuse des lois.

En conclusion, la crise financière de 2007 a été un catalyseur pour des réformes réglementaires importantes dans le secteur des hedge funds, visant à renforcer la transparence, la responsabilité et la stabilité des marchés financiers. Malgré toutes ces nouvelles réglementations, doit-on réellement penser que les risques associés aux hedge funds sont suffisamment connus et gérés pour éviter une nouvelle crise ?

Bibliographie

Législation

Réglementations européennes

Directive (UE) 85/611 du Conseil du 20 décembre 1985 portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières, *J.O.U.E.*, L 375, 31 décembre 1985.

Directive (UE) 93/22 du Conseil du 10 mai 1993 concernant les services d'investissement dans le domaine des valeurs mobilières, *J.O.U.E.*, L 141, 11 juin 1993.

Directive (UE) 2001/108 du Parlement européen et du Conseil du 21 janvier 2002 modifiant la directive 85/611 du Conseil portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM), en ce qui concerne le placement des OPCVM, *J.O.U.E.*, L 041, 13 février 2002.

Directive (UE) 2003/6 du Parlement européen et du Conseil du 28 janvier 2003 sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché, *J.O.U.E.*, L 96, 12 avril 2003.

Directive (UE) 2003/71 du Parlement européen et du Conseil du 4 novembre 2003 concernant le prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de valeurs mobilières à la négociation, et modifiant la directive 2001/34/CE, *J.O.U.E.*, L 345, 31 décembre 2003.

Directive (UE) 2009/65 du Parlement européen et du Conseil du 13 juillet 2009 portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM) (refonte), *J.O.U.E.*, L 302, 17 novembre 2009.

Règlement (UE) 1060/2009 du Parlement européen et du Conseil du 16 septembre 2009 sur les agences de notation de crédit, *J.O.U.E.*, L 302, 17 novembre 2009.

Directive (UE) 2011/61 du Parlement européen et du Conseil du 8 juin 2011 sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs et modifiant les directives 2003/41/CE et 2009/65/CE ainsi que les règlements 1060/2009 et 1095/2010, *J.O.U.E.*, L 174, 1 juillet 2011.

Règlement (UE) 648/2012 du Parlement européen et du Conseil du 4 juillet 2012 sur les produits dérivés de gré à gré, les contreparties centrales et les référentiels centraux, *J.O.U.E.*, L 201, 27 juillet 2012.

Règlement (UE) 596/2014 du Parlement européen et du Conseil du 16 avril 2014 sur les abus de marché et abrogeant la directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil et les directives 2003/124/CE, 2003/125/CE et 2004/72/CE de la Commission, *J.O.U.E.*, L 173, 12 juin 2014.

Directive (UE) 2014/65 du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers et modifiant la directive 2002/92/CE et la directive 2011/61/UE (refonte), *J.O.U.E.*, L 173, 12 juin 2014.

Règlement (UE) 2017/1129 du Parlement européen et du Conseil du 14 juin 2017 concernant le prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de valeurs mobilières à la négociation sur un marché réglementé, et abrogeant la directive 2003/71/CE, *J.O.U.E.*, L 168, 30 juin 2017.

Briefing de la (i) Proposition de règlement modifiant les règlements (UE) 2017/1129, (UE) n° 596/2014 et (UE) n° 600/2014 afin de rendre les marchés publics de capitaux dans l'Union plus attractifs pour les entreprises et de faciliter l'accès au capital des petites et moyennes entreprises ; (II) Proposition de directive modifiant la directive 2014/65/UE visant à rendre les marchés publics de capitaux de l'Union plus attractifs pour les entreprises et à faciliter l'accès au capital des petites et moyennes entreprises et abrogeant la directive 2001/34/CE ; (III) Proposition de directive relative aux structures d'actions à vote multiple dans les sociétés qui sollicitent l'admission à la négociation de leurs actions sur un marché de croissance des PME.

Réglementations belges

C. pén., art. 505.

Loi du 2 août 2002 relative à la surveillance du secteur financier et aux services financiers, *M.B.*, 4 septembre 2002.

Loi du 16 juin 2006 relative aux offres publiques d'instruments de placement et aux admissions d'instruments de placement à la négociation sur des marchés réglementés, *M.B.*, 21 juin 2006.

Loi du 3 août 2012 relative aux organismes de placement collectif qui répondent aux conditions de la Directive 2009/65/CE et aux organismes de placement en créances, *M.B.*, 19 octobre 2012.

Loi du 19 avril 2014 relative aux organismes de placement collectif alternatifs et à leurs gestionnaires, *M.B.*, 17 juin 2014.

Loi du 31 juillet 2017 modifiant la loi du 2 août 2002 relative à la surveillance du secteur financier et aux services financiers, en vue de mettre en œuvre le Règlement (UE) n° 596/2014 sur les abus de marché et de transposer la Directive 2014/54/UE relative aux sanctions pénales applicables aux abus de marché ainsi que la Directive d'exécution (UE) 2015/2392 concernant le signalement des violations, et portant des dispositions diverses, *M.B.*, 11 août 2017.

Loi du 18 septembre 2017 relative à la prévention du blanchiment de capitaux et du financement du terrorisme et à la limitation de l'utilisation des espèces, *M.B.*, 6 octobre 2017.

Jurisprudence

C.J., arrêt Spector c. CBFA, 23 décembre 2009, C-45/08, EU:C:2009:806.

Doctrine

Ouvrages :

CAPOCCI, D., *The complete guide to hedge funds & hedge fund strategies*, Basingstoke, Palgrave Macmillan, 2013, p.1-509.

FERON, B. & TAVERNIER, B., *Principes généraux du droit des marchés financiers*, Bruxelles, Larcier, 1997, p.222.

MASSET, A., syllabus de droit pénal de l'entreprise, 13^{ème} éd., 2023-2024, p.183-190.

Articles de revue :

CHAMPARNAUD, F., « La régulation des 'hedge funds' », *Revue d'économie financière*, n°60, 2000, p. 199-201.

DEMEUR, V., « Révision de la directive prospectus : État des lieux et grandes lignes des nouvelles mesures envisagées », *Droit bancaire et financier*, 2016, p.401.

MASSET, A., « Initié (délict d'-) », *Postal Memorialis*, Waterloo, Kluwer, 2022, I 55/01-19, p.6-16.

Pages internet :

BLOOMENTHAL, A., "What Is Arbitrage? Definition, Example, and Costs", disponible sur <https://www.investopedia.com>, 2 novembre 2023.

BODINIER, R., « Blanchiment d'argent : définition, dimension et principales techniques », disponible sur <https://blog-conformite.esbanque.fr>, 12 avril 2023.

BOLUZE, L., « Produits dérivés : définition et utilisation », disponible sur <https://www.capital.fr>, 1 février 2021.

BOLUZE, L., « Délict d'initié : définition et peines », disponible sur <https://www.capital.fr>, 30 août 2019.

BOLUZE, L., « Société-écran : définition et fonctionnement », disponible sur <https://www.capital.fr>, 1 octobre 2020.

CHEN, J., “Managed Futures: Meaning, Overview, How They Trade”, disponible sur <https://www.investopedia.com>, 29 août 2022.

DILLON EUSTACE, “A guide to hedge funds in Ireland”, disponible sur <https://www.dilloneustace.com>, octobre 2010.

DHIR, R., “Pump-and-Dump: Definition, How the Scheme is Illegal, and Types”, disponible sur <https://www.investopedia.com>, 13 janvier 2022.

DURKIN, C., « Ireland: The Continuing Evolution Of Hedge Funds », disponible sur <https://www.ifcreview.com>, 7 novembre 2023.

ECM23, « Manipulations de marché : démystifier les pratiques opaques », disponible sur <https://www.ecm23.be>, consulté le 26 avril 2024.

EDWARDS, J., “The 9 Biggest Hedge Fund Failures”, disponible sur <https://www.investopedia.com>, 29 mai 2023.

FEYDEL, R., « Fonds d’investissement : les ‘hedge funds’ à la lumière de la directive AIFM, une réelle absence de risque systémique ? », disponible sur <https://www.village-justice.com>, 26 avril 2024.

FRICHE, D., « Placements alternatifs. CTA, une stratégie souvent mal aimée. À tort ! », disponible sur <https://www.letemps.ch>, 14 janvier 2016.

HAYES, A., « Churning: Definition and Types in Finance », disponible sur <https://www.investopedia.com>, 30 janvier 2022.

LAWSON, P., « Délit d’initié : le fondateur de Mithra, François Fornieri, a rendez-vous avec son avenir ce mardi 20 février », disponible sur <https://lpost.be>, 20 février 2024.

MICHIELS, T. et WATHELET, D., « Poursuivi pour délit d’initié, l’ancien patron de Mithra, François Fornieri, est acquitté », disponible sur <https://www.rtbef.be>, 20 février 2024.

RAPONE, E. et DESSARD JACQUES, J., « Publication d’information privilégiée : vers un changement de paradigme prévu par le Listing Act ? », disponible sur <https://www.village-justice.com>, 1 février 2024.

ROMANTEAU, K., « L’histoire des Hedges Funds », disponible sur <https://fr.advfn.com/journal/>, 13 octobre 2014.

ZAKI, M., « Hedge funds : une série de scandales récents », disponible sur <https://www.letemps.ch>, 13 décembre 2008.

X, « L’essor du blanchiment d’argent se confirme en Belgique », disponible sur <https://www.lecho.be>, consulté le 15 novembre 2023.

X, « Lutte contre le blanchiment de capitaux et le financement du terrorisme dans l’UE », disponible sur <https://www.consilium.europa.eu/fr/>, 21 mars 2024.

X, « Les principales stratégies des hedge funds », disponible sur <https://www.abcbourse.com>, consulté le 5 mai 2024.