

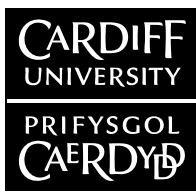
Fonds Speculatifs:

L'approche Des Syndicats

UNI Global Union Rapport

www.uniglobalunion.org/privateequity
private.equity@uniglobalunion.org

Août 2008



Auteur: Steve Davies
Senior Research Fellow
Cardiff School of Social Sciences

Avant-propos

Nous traversons la pire crise financière que le monde ait jamais connue depuis la grande dépression des années 1920. Nous nous trouvons face à des marchés financiers dotés de systèmes de surveillance et de régulation totalement inefficients. Dans certains cas, même les plus hautes instances de direction des établissements financiers n'avaient aucune idée des conséquences de leurs politiques d'investissement dans les entreprises qu'elles étaient censées administrer. L'ignorance régnait, alors que les primes et les bénéfices explosaient. Les hauts responsables politiques du monde reconnaissent que les marchés financiers d'aujourd'hui sont comme un trou noir, du fait d'un mélange toxique d'instruments nouveaux avec des méthodes et des réglementations obsolètes. La dure réalité a voulu que les marchés financiers reviennent sur terre par un atterrissage sur le ventre.

Il est important que les syndicats connaissent les nouveaux instruments financiers et la puissance de leur impact sur les marchés financiers. C'est pourquoi UNI Syndicat mondial publie le présent rapport sur les fonds spéculatifs – les "hedge funds" – comme suite à d'autres rapports d'UNI sur les investissements des fonds privés et des fonds de pension dans les classes d'actifs alternatifs.

Les activités des fonds spéculatifs sont à présent au cœur d'un débat mondial sur la fiscalité, la régulation et la transparence des classes d'actifs alternatifs. Ces fonds disposent d'une masse colossale de capitaux qu'ils utilisent pour démultiplier les gains au profit d'une clientèle déjà dotée de fortunes fabuleuses. Leur impact pèse lourd sur le comportement des marchés et les décisions des entreprises. Mais tout déraillement du système peut avoir des conséquences dramatiques.

Les affiliés d'UNI ont expliqué comment les fonds spéculatifs influencent les activités des entreprises au quotidien. Ils deviennent des "fonds militants" et sont en contact permanent avec la presse, qu'ils utilisent pour faire courir des rumeurs concernant certaines entreprises, dans l'espoir de rafler d'énormes retours sur investissements, provoquant en aval une manipulation des conditions de travail et des niveaux d'emploi. Ayant promis des rendements extrêmes à leurs investisseurs et soucieux d'atteindre leurs objectifs, ces fonds ne tiennent pas compte des conséquences sociales de leurs agissements. Alors que beaucoup d'entreprises s'efforcent d'appliquer de meilleures normes au titre de la RSE, cette notion fait largement défaut dans le monde des "hedge funds". Et pourtant, leurs décisions influent sur le sort de millions de travailleurs partout dans le monde.

UNI Syndicat mondial a mandaté le présent rapport sur les fonds spéculatifs pour nous aider à prendre la mesure de leur influence sur nos adhérents et porter à l'attention des responsables syndicaux leurs aspects les plus préoccupants.

Philip Jennings

Secrétaire général d'UNI Syndicat Mondial

Fonds spéculatifs: l'approche des syndicats

Introduction	3
Aperçu général	3
Qu'est-ce qu'un fonds spéculatif ("hedge fund") ?	4
Les attraits des fonds spéculatifs	7
Catégories de fonds spéculatifs	7
Différences entre fonds spéculatifs et fonds de capital-investissement	9
Différences au regard des fonds communs de placement	10
Structure et relations avec les grands établissements de courtage ("Prime brokers").....	10
L'expansion des fonds spéculatifs.....	12
Les principaux acteurs	14
Domiciliation des fonds spéculatifs	15
Les investisseurs dans les fonds spéculatifs.....	17
Particuliers	18
Fonds de pension	18
Dotations et fondations	18
Fonds de fonds	18
Entreprises et institutions.....	18
Les aspects préoccupants des fonds spéculatifs.....	18
Les hedge funds "activistes" et le rôle des gestionnaires de fonds	19
L'impact de l'orientation grand public	20
Intégrité du marché	21
Effondrement ou contagion du système.....	21
Les inquiétudes des syndicats	24
L'économie au sens large	24
Les fonds de pension	25
La fiscalité	25
Objectifs des syndicats	26
Transparence et gouvernance d'entreprise.....	26
Réglementation fiscale.....	27
Fonds de pension.....	28
Les droits des travailleurs.....	29
Le dialogue, les campagnes et les initiatives d'ouverture de négociations..	32
Bibliographie	34

Introduction

En avril 2005, Franz Müntefering, alors chef du SPD allemand, avait décrit de manière inoubliable les fonds spéculatifs ("hedge funds") comme des "prédateurs qui profitent du malheur des autres" et qui "s'abattent tels un nuage de criquets sur nos entreprises, dévorent tout sur leur passage et s'envolent vers la suivante" (Evans-Pritchard, 2005)

Le présent rapport rassemble des informations sur les fonds spéculatifs, explique leurs caractéristiques et définit à la fois les sujets de préoccupation et les problèmes qu'ils soulèvent pour les syndicats. Le rapport s'inscrit dans le cadre des actions du mouvement syndical international pour faire sortir de l'ombre les fonds spéculatifs.

Aperçu général

La "financiarisation" de l'économie mondiale est l'une des principales caractéristiques des trois dernières décennies. La définition qu'en donne Dore (2007: 116-117) est souvent citée:

la domination grandissante de la finance dans la somme totale de l'activité économique – celle des contrôleurs financiers dans la gestion des entreprises, des avoirs financiers dans l'ensemble des patrimoines, des titres sur les marchés boursiers - des actions en particulier – entre autres actifs financiers, de la bourse en tant que marché pour la prise de contrôle d'entreprises lors de la définition des stratégies d'entreprise, et des fluctuations des marchés boursiers en tant que déterminants des cycles économiques.

Ces liens tissés entre les pays par des sociétés internationales de participation financière (FMI, 2007a: 4) ont été facilités par l'envolée du marché des capitaux vers le milieu des années 1980 liée à l'effondrement du Système de Bretton Woods. Les gouvernements de toute la zone de l'OCDE et au-delà ont supprimé le contrôle des changes, levé les obstacles interdisant l'accès des étrangers au secteur bancaire et à la bourse, et ont ainsi autorisé les transactions avec de nouveaux instruments financiers (Lutz, 2005: 144; Glyn, 2006: 65).

Les auteurs d'un rapport mandaté par le Groupe socialiste du Parlement européen (PSE, 2007: 31) avancent que le capitalisme est passé par une série de phases ou étapes générales qui se résument ainsi:

- le capitalisme familial
- le capitalisme des gestionnaires
- le capitalisme basé sur la valeur-actionnaire, puis
- le capitalisme des fonds (ou capitalisme des marchés financiers)

Selon ce modèle, nous sommes entrés dans cette dernière phase de développement du capitalisme "dans lequel l'économie réelle est de plus en plus dominée par les principes de fonctionnement des marchés financiers" (PSE, 2007: 32). La Commission syndicale consultative auprès de l'OCDE (CSC) (2007: 3) explique qu'en tout juste cinq ans, la définition de la financiarisation de Dore a été dépassée par les événements – en particulier le rôle de plus en plus important des instruments de placement "alternatifs" tels que le capital-investissement et les fonds spéculatifs.

Qu'est-ce qu'un fonds spéculatif ("hedge fund") ?

Ainsi que le note un commentateur "les fonds spéculatifs ne sont pas nouveaux – ce qui est nouveau c'est qu'ils sont maintenant connus du public" (Bush, 2006). C'est Alfred W. Jones, ancien journaliste financier, qui est considéré comme l'inventeur des fonds spéculatifs en 1949 (Farrell et al, 2007: 97). Mais ce n'est que dans les années 1980 que ces fonds ont été dévoilés au public, avec l'apparition de personnages tels que George Soros, qui s'est rendu célèbre lorsque son fonds Quantum avait parié sur la baisse de la livre sterling en 1992 et avait gagné.

Il n'existe pas de définition unique du fond spéculatif¹. Ainsi que l'explique la commission britannique de surveillance des fonds spéculatifs, récemment créée (HFSB) 2008, le terme "a été initialement utilisé pour désigner une catégorie de fonds d'investissement privés qui prélèvent une commission liée au résultat pour rémunérer leurs services, ont recours à l'emprunt pour accroître leurs rendements et à la vente à découvert pour limiter les risques du marché". On entend par là un fonds d'investissement qui emprunte pour élargir ses réserves d'investissement dans l'espoir d'accroître les rendements pour les investisseurs, et investit en sens contraire de la tendance générale du marché pour sécuriser ses paris. La vente à découvert consiste à faire des bénéfices en pariant sur la baisse de valeur d'un titre donné². Toutefois, la commission HFSB note aussi que même si cette description s'applique à la plupart des fonds spéculatifs, elle ne s'applique pas à tous. La Confédération syndicale internationale (CSI) (2007: 14) a levé une partie des malentendus en décrivant les fonds spéculatifs comme "des investisseurs qui tentent de gagner de l'argent rapidement en spéculant sur tout ce qui bouge".

La Banque centrale européenne (BCE) (2005: 8) convient qu'il n'existe pas de définition commune mais observe que le terme :

¹ La Commission fédérale de contrôle des opérations de bourse des Etats-Unis donne plusieurs définitions légèrement différentes sur son site Internet: <http://www.sec.gov/spotlight/hedgefunds/hedge-vaughn.htm>

² Voici un exemple très simplifié du processus de "vente à découvert": une Personne A (le fonds spéculatif) reçoit en prêt une table de la part d'une personne B (un courtier). La personne A vend la table pour 100€ . Lorsque vient la date à laquelle la Personne A doit rendre la table, le prix des tables est tombé à 50€, de sorte que le prix payé pour remplacer la table est de 50% inférieur à son prix au moment du prêt – il en résulte donc un bénéfice considérable. Bien entendu, dans cet exemple, il faut que la Personne A ait prévu avec précision que le prix des tables allait baisser. Si en revanche le prix avait augmenté à plus de 100€, la Personne A aurait subi une perte et aurait dû rendre à la Personne B une table à un prix plus onéreux.

désigne un fonds dont les dirigeants reçoivent des commissions liées à leurs résultats et qui ont toute latitude de recourir à diverses stratégies actives d'investissement pour obtenir des rendements absolus en combinant l'emprunt, les produits dérivés, les positions longues et courtes sur les titres et tous autres actifs sur de multiples marchés

Le fonds spéculatif le plus courant est un partenariat sous forme de société en commandite qui investit pour le compte de particuliers fortunés et d'investisseurs institutionnels. Le fonds prélève 2% par an de la valeur des actifs dont il assure la gestion, plus 20% de tous les rendements – à la différence d'un fonds commun de placement au Royaume-Uni, qui perçoit environ 1,5% de la valeur des actifs gérés sur un an (Warwick-Ching, 2006).

L'Institut des services financiers de Londres (IFSL, 2007a) affirme que certains fonds spéculatifs présentent différentes caractéristiques, et notamment: celles-ci : ils sont exemptés d'une grande partie des dispositions sur la protection des investissements et l'obligation d'information, car la plupart de ces fonds sont domiciliés à l'étranger ou sont sujets à une réglementation "allégée" de la part des régulateurs étrangers; ils disposent d'une extrême flexibilité dans leurs choix d'investissement; ils ont pour mission d'obtenir des rendements absolus c'est-à-dire quelle que soit la situation du marché, et les commissions versées aux gestionnaires de fonds sont proportionnelles aux performances, sachant que ces gestionnaires investissent leurs capitaux personnels dans un tel fonds. Ces gestionnaires de fonds peuvent gagner des sommes astronomiques. Selon l'AFL-CIO, les 25 plus grands gestionnaires de fonds ont encaissé 14 milliards \$ en 2006 (AFL-CIO, 2007). Précisons encore que pour investir dans un fonds spéculatif, il faut apporter une très forte participation au capital – en 2007 aux Etats-Unis, le montant a été augmenté de 1 million \$ à 2,5 millions \$, ce qui interdit l'accès à de tels fonds pour les ménages et les entreprises (CSI, 2007: 14), autrement dit, la grande majorité de la population – sauf les particuliers dotés de fonds propres nets élevés (les plus fortunés).

La Banque centrale européenne souligne qu'à la différence d'autres instruments collectifs de placement, les fonds spéculatifs recourent largement à la vente à découvert, aux emprunts et aux produits dérivés, mais ces caractéristiques ne sont pas l'apanage exclusif de ces fonds. Selon la BCE, l'élément décisif qui fait la différence (2005: 7) est que "les fonds spéculatifs ne connaissent aucune restriction quant au type d'instrument et aux stratégies à utiliser étant donné qu'ils ne sont pas ou peu réglementés. La BCE donne un résumé des principales caractéristiques des fonds spéculatifs (Tableau 1).

Tableau 1: Caractéristiques des fonds spéculatifs

Objectifs de rendement	Rendement absolu positif dans toutes les situations de marché. Généralement, les gestionnaires engagent également leurs propres fonds, d'où l'importance de la préservation du capital.
Stratégies d'investissement	Prise de positions sur une large gamme de marchés. Liberté de choisir différents instruments et techniques d'investissement, dont la vente à découvert, l'effet de levier et les instruments dérivés.
Structure incitative	Généralement 1-2% de commission de gestion et 1-25% de commission de performance. Système de plus haute valeur historique ("high watermark") (c-à-d. que les commissions ne sont prélevées que pour une performance absolue effective) et un certain taux butoir doit être dépassé pour que les gestionnaires perçoivent des commissions de performance.
Souscription/remboursement	Calendrier pré-défini avec des souscriptions et remboursements mensuels ou trimestriels. Périodes d'immobilisation pouvant aller jusqu'à un an, avant le premier remboursement. Certains fonds spéculatifs conservent le droit de suspendre les remboursements dans des conditions exceptionnelles.
Domiciliation	Centres financiers extraterritoriaux avec une faible fiscalité et un régime réglementaire allégé ainsi que certains centres financiers territoriaux.
Structure juridique	Partenariat d'investissement privé avec un système de taxation au niveau de ses membres ou société d'investissement extraterritoriale. Structure de fonds nourricier pouvant être utilisée par les investisseurs ayant des statuts fiscaux différents, dans laquelle les investisseurs choisissent les fonds nourriciers appropriés, à l'étranger ou dans le pays, regroupés dans un fonds maître.
Gestionnaires	Ne sont pas nécessairement enregistrés ou réglementés par des contrôleurs financiers. Les gestionnaires constituent des partenaires généraux dans les accords de partenariat privé.
Base d'investisseurs	Particuliers fortunés et investisseurs institutionnels. Niveau minimum d'investissement élevé. Pas largement accessible au public. Les titres émis prennent la forme de placements privés.
Réglementation	Surveillance réglementaire généralement minimale ou inexistante, en raison de leur domiciliation dans des centres extraterritoriaux ou approche allégée par les régulateurs nationaux; exemption de nombreuses prescriptions en matière de protection des investisseurs et de publication d'informations.
Information	Exigences en matière d'information sur la base du volontariat ou très limitées, comparées aux fonds d'investissement enregistrés.

Source: BCE (2005: 7)

Les attraits des fonds spéculatifs

La caractéristique des fonds spéculatifs la plus prisée des investisseurs est que leurs méthodes leur permettent de procurer aux investisseurs des rendements allant à l'encontre du fonctionnement général du marché. On considère que les fonds spéculatifs fournissent aux investisseurs l'accès à un large éventail de stratégies de diversification de leurs portefeuilles et de nouvelles possibilités d'investissement. (McVea, 2007: 737). Ils ont aussi la réputation de fournir des rendements très supérieurs et à moindre risque que les actions (actions ou parts traditionnelles). (Ferguson et Laster, 2007: 47). Toutefois, les indicateurs des fonds spéculatifs surestiment considérablement leurs rendements et sous-estiment les risques encourus par ces fonds (Ferguson and Laster, 2007: 48). Il se pose aussi un problème quant à l'accès à des données fiables sur la performance des fonds spéculatifs. C'est pourquoi Christian Noyer (2007: 106), Gouverneur de la Banque de France, fait observer que:

Les nombreux avantages théoriques supposés des hedge funds ... ne se concrétisent pas toujours. De nombreux travaux ont été consacrés à l'évaluation des performances des hedge funds. Leurs résultats ne sont pas tous concluants, en raison notamment de difficultés en termes de disponibilité et de fiabilité des données.

Les partisans de ces fonds considèrent qu'au-delà des avantages procurés aux investisseurs individuels, les activités des fonds spéculatifs génèrent d'autres gains à caractère plus général. Ferguson et Laster (2007: 45, 48) affirment que les fonds spéculatifs "confortent la solidité des marchés de diverses façons" en offrant d'autres possibilités intéressantes d'investissement et en améliorant la répartition des risques. Ils assument aussi des risques que les autres acteurs du marché n'assument pas, fournissent des liquidités et contribuent à la correction des actifs mal évalués. On dit que les fonds spéculatifs, en tant que source supplémentaire de liquidités pour les marchés financiers, offrent "la perspective d'une accélération de la croissance et d'une amélioration de la solidité du marché" (McVea, 2007: 715). Etant prêts à assumer les risques et faire baisser les coûts de transaction, ils favorisent le processus d'accumulation de capital en facilitant l'obtention de financements à moindre coût (McVea, 2007: 715). L'ex Président de la Réserve fédérale des Etats-Unis, Alan Greenspan, a approuvé le développement des fonds spéculatifs, en soulignant que leur activité d'arbitrage (en misant sur les décalages de prix sur différents marchés) rend ces derniers plus efficaces et maintient la fluidité et la flexibilité du système financier (Plender, 2005).

Catégories de fonds spéculatifs

Les fonds spéculatifs peuvent être classés en fonction de leur stratégie d'investissement (BCE, 2005: 8-10) :

- les fonds directionnels (qui essayent d'anticiper les mouvements du marché)
- les fonds non directionnels (dits fonds d'arbitrage ou de valeur relative)

- les fonds "guidés par les événements" (circonstanciels)
- les fonds de hedge funds (FOHF, programmes multi-gestionnaires)

Les fonds spéculatifs pratiquant une stratégie directionnelle s'efforcent d'anticiper les mouvements du marché. En compensation des risques élevés et de l'endettement inhérent à cette stratégie, ils offrent de hauts rendements. Les fonds dits "macro" en sont un exemple: ils suivent une approche macroéconomique ("*top-down*") et tentent de tirer parti des grandes tendances ou événements économiques. Les fonds opérant sur les marchés émergents et autres fonds spéculatifs directionnels à orientation régionale favorisent une approche microéconomique ("*bottom-up*"), c'est-à-dire qu'ils tendent à sélectionner des actifs sur certains marchés et recherchent des inefficiences sur les marchés en développement.

Les fonds spéculatifs non directionnels ("market neutral hedge funds), dit fonds d'arbitrage ou fonds de valeur relative recherchent les arbitrages ou les opportunités de valeur relative afin d'exploiter les décalages de prix, et s'efforcent d'éviter l'exposition aux mouvements des marchés.

Les fonds dits circonstanciels ("event driven") recherchent les opportunités que peuvent offrir les événements spéciaux qui interviennent dans la vie d'une entreprise – fusions et acquisitions, réorganisations ou faillites. L'arbitrage des fusions consiste généralement à acquérir des actions de l'entreprise acquise et vendre les actions de l'entreprise prédatrice. Ces fonds dits "activistes" préoccupent tout particulièrement les travailleurs et leurs syndicats.

Les fonds de fonds spéculatifs (FOHF) se distinguent des fonds spéculatifs individuels en ce sens qu'ils investissent dans une série de fonds spéculatifs différents. Ils offrent ainsi une plus grande diversification et un moindre risque. Les investisseurs qui ne satisfont pas aux critères des fonds spéculatifs simples peuvent avoir recours à ce modèle. Autrement dit, ils sont ouverts aux investissements des particuliers et non pas seulement aux grandes fortunes. Ils prélèvent généralement des commissions moins élevées que les fonds spéculatifs uniques et offrent des possibilités de remboursement mensuelles ou trimestrielles qui conviennent aux investisseurs particuliers ou institutionnels (ECB, 2005: 8). Il existe encore un troisième étage de ce type de fonds : les fonds de Hedge Funds ou fonds multigestionnaires (F3), qui comportent moins de risques que les fonds de fonds spéculatifs (F2) ou les fonds spéculatifs uniques (F1).

Les fonds spéculatifs se différencient des deux autres instruments de placement que sont:

- Les fonds de capital-investissement
- Les fonds communs de placement

Différences entre fonds spéculatifs et fonds de capital-investissement

Bien que les fonds spéculatifs soient fréquemment associés aux fonds de capital-investissement, il existe entre eux des différences importantes, du point de vue du terme, du type d'investissement, des liquidités de l'investisseur, des participations au capital, des commissions de gestion et des primes basées sur la performance (voir Tableau 2).

Les auteurs du rapport du groupe socialiste au PE (2007: 34) indiquent que si les fonds spéculatifs investissent généralement à court terme, comparés aux fonds de capital-investissement qui tendent souvent à exercer leurs pouvoirs de propriétaires, la situation a changé ces dernières années, si bien que ces deux types d'investissement alternatif sont désormais plus proches.

Tableau 2: Fonds spéculatifs et fonds de capital-investissement

	Fonds spéculatifs	Fonds de capital-investissement
<i>Terme</i>	Illimité	Généralement 10-12 ans
<i>Type d'investissement</i>	Assez liquides	Actifs immobilisés
<i>Liquidité des investisseurs</i>	Fonds de type ouvert, retraits périodiques possibles	Fonds de type fermé
<i>Apport en capital</i>	100% de l'apport à la date de souscription	Basé sur un engagement d'apport de capital
<i>Commissions de gestion</i>	Basée sur la valeur nette des actifs	basé sur un engagement d'apport de capital
<i>Prime de performance</i>	Prime incitative prélevée chaque année sur les gains réalisés et non réalisés	Intéressement différé ("carried interest") sur les investissements réalisés

Source: IFSL (2007a)

En dépit de leurs différences, les fonds de capital-investissement et les fonds spéculatifs sont inextricablement liés (CSI, 2007: 11). Les fonds spéculatifs apportent souvent (sous forme d'obligations de sociétés privées) les capitaux que les sociétés de capital-investissement utilisent pour acquérir des entreprises. Ils investissent aussi dans le marché du crédit, étant toujours en quête de rendements élevés, et favorisent ainsi indirectement les rachats d'entreprises par les sociétés de capital-investissement.

Différences au regard des fonds communs de placement

Les fonds communs de placement sont eux aussi des fonds d'investissement au niveau collectif. Ils regroupent les capitaux des (souvent) petits investisseurs afin de constituer un portefeuille diversifié de fonds d'investissement, d'obligations et autres titres. Chaque investisseur est un actionnaire du fonds et participe aux gains et aux pertes de ce fonds. Les actions peuvent être remboursées le cas échéant. Ils se distinguent des fonds spéculatifs (beaucoup plus nettement que des fonds de capital-investissement). Le rapport publié par le Groupe socialiste du Parlement européen (PSE, 2007: 36) établit cinq distinctions spécifiques entre les fonds communs de placement et les fonds spéculatifs.

- Les fonds communs de placement sont fortement réglementés et soumis à des restrictions sur diverses options d'investissement
- Les fonds communs de placement sont mesurés d'après leur performance relative par rapport à un critère tel que l'indice du marché boursier (à l'instar du FTSE 100) ou par rapport à d'autres fonds communs de placement. Les fonds spéculatifs sont censés obtenir des rendements absolus (autrement dit, ils doivent rapporter aux investisseurs quel que soit le comportement des marchés).
- En règle générale, les fonds communs de placement rémunèrent leurs gestionnaires sur la base d'un pourcentage des actifs qui leur sont confiés. Les fonds spéculatifs rémunèrent les gestionnaires sous forme de primes très élevées en fonction de leurs résultats.
- Les fonds spéculatifs fixent l'accès à l'investissement à un niveau beaucoup plus élevé que les fonds communs de placement (en moyenne 1 million \$). En principe, il est très rare que les gestionnaires de fonds de placement collectif investissent leurs propres capitaux.
- Tandis que les fonds communs de placement sont ouverts au grand public, les fonds spéculatifs sont soumis à de nombreuses restrictions sur la vente de leurs produits.

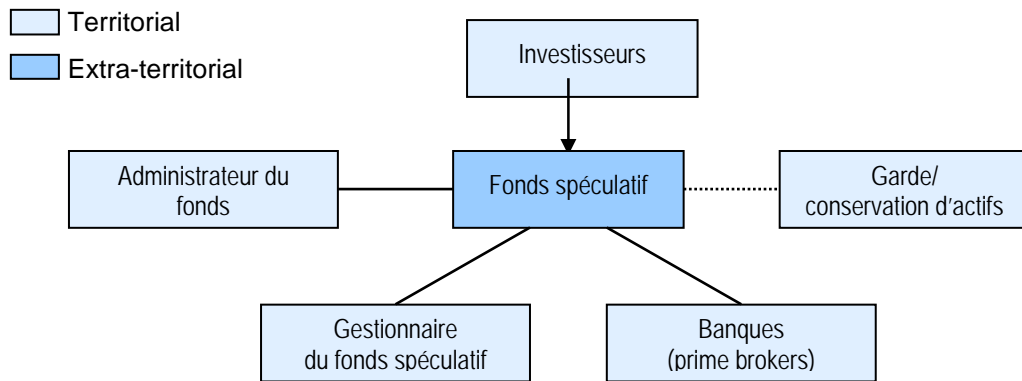
De plus, les fonds réglementés sont tenus d'informer l'investisseur lors de tout changement de politique, d'être dotés d'un conseil d'administration, d'un mandataire, d'un réviseur ou d'un administrateur externe chargés de surveiller le fonds et ses gestionnaires, et de présenter des comptes révisés en temps utile.

Structure et relations avec les grands établissements de courtage ("Prime brokers")

En règle générale, les fonds spéculatifs sont structurés selon le schéma présenté à la figure 1 ci-dessous. À l'exception de quelques très grands fonds, les fonds spéculatifs sont pour la plupart de taille relativement modérée, gèrent un capital inférieur à 100 millions \$ (BCE, 2005: 20) et fonctionnent avec un personnel limité. Le fonds spéculatif assume la prise de décision, le recours aux instruments financiers et la gestion des risques, tandis que les fonctions

opérationnelles sont généralement sous-traitées à des fournisseurs de services externes ("prime brokers" - grands opérateurs de courtage) – qui sont généralement des banques d'investissement) (PSE, 2007: 36). Ils comptent un nombre limité de (très grands) investisseurs.

Figure 1: Structure d'un fonds spéculatif typique



Note: la ligne en pointillés indique les possibilités de relations
 Source: PSE (2007: 37)

Les grands opérateurs financiers (prime brokers) offrent une série de services divers, par exemple: prêt de titres, crédit, exécution et règlement-livraison des transactions, administration du fonds, services de dépositaire, services de gestion des risques, recherche de capital et lignes de crédit (IFSL, 2007b). Les grandes banques souhaitent vivement fournir des services de courtage aux fonds spéculatifs en raison du rétrécissement des marges dans leurs activités traditionnelles. Plender (2005) argue que la concurrence "a conduit à une érosion des normes de crédit" et cite une personne qui, lors d'un sondage, a décrit l'activité des "prime brokers" comme "la cocaïne/le crack du système financier". On estime que 25% des revenus des banques d'investissement proviennent des fonds spéculatifs (Crédit Suisse First Boston, 2005: 11). La "relation symbiotique" que décrivent Chan et al (2005: 1) entre les fonds spéculatifs et les banques est telle que celles-ci peuvent être directement affectées par les aléas des fonds spéculatifs.

Tableau 3: Les principaux opérateurs financiers mondiaux (prime brokers)

2006	Actifs totaux des clients (%)
Morgan Stanley	22
Bear Stearns	19
Goldman Sachs	17
UBS	7
Crédit Suisse	5
Citigroup	4
Merrill Lynch	3
Deutsche Bank	3
Lehman Brothers	2
JP Morgan	2

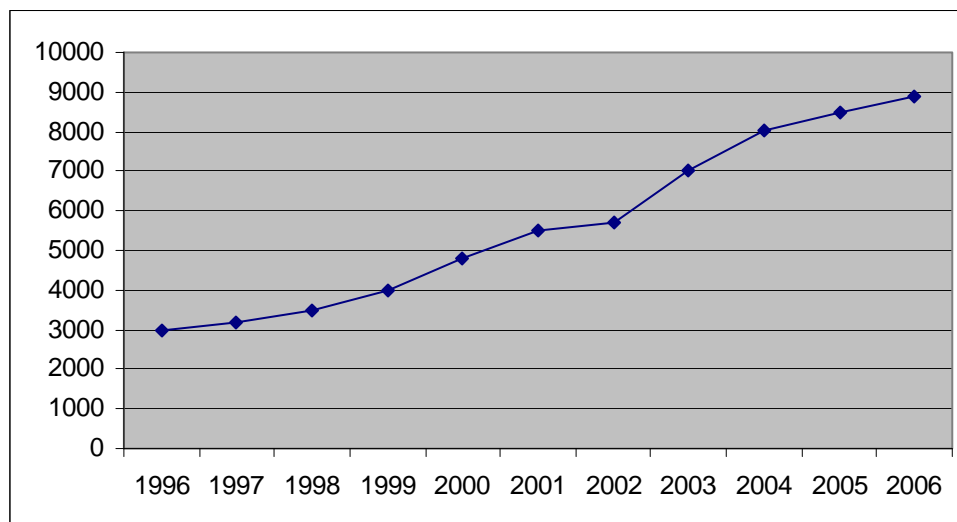
Source: Institutional Investor, cited in IFSL (2007b)

L'expansion des fonds spéculatifs

Selon le commentaire de McVea (2007: 737): "activité marginale au début des années 1990, qui visait principalement des investisseurs fortunés disposant de fonds propres de haute valeur nette, les fonds spéculatifs ont connu une croissance spectaculaire ces dernières années, au point qu'ils sont à présent considérés comme incontournables pour les fonds de pension et autres investisseurs institutionnels qui souhaitent vivement y investir leurs capitaux. En 1990, le total des capitaux investis dans les fonds spéculatifs était d'environ 50 milliards \$. En 2004 le montant approchait 1 billion [1000 milliards] \$ (Malkiel et Saha, 2005: 80). Il faut cependant relativiser cette ascension spectaculaire : le secteur mondial des fonds communs de placement gère au total 18 billions \$ (OCDE, 2007: 21).

Le nombre de fonds spéculatifs a triplé durant la dernière décennie et le montant total de leurs actifs a été multiplié par 11 (voir figures 2 et 3). La croissance des fonds spéculatifs (comme celle des fonds de capital-investissement) s'explique par un "appétit mondial démesuré pour l'argent" (RENGO; 2007) – la disponibilité de crédits avantageux résultant de plusieurs facteurs: les effets de la hausse des prix du pétrole; la multiplication des réserves monétaires dans les économies émergentes et l'évolution des établissements financiers et des fonds de pension vers des instruments d'investissement tels que les fonds spéculatifs, qui étaient traditionnellement l'apanage de particuliers très fortunés.

Figure 2: Nombre de fonds spéculatifs mondiaux, 1996-2006

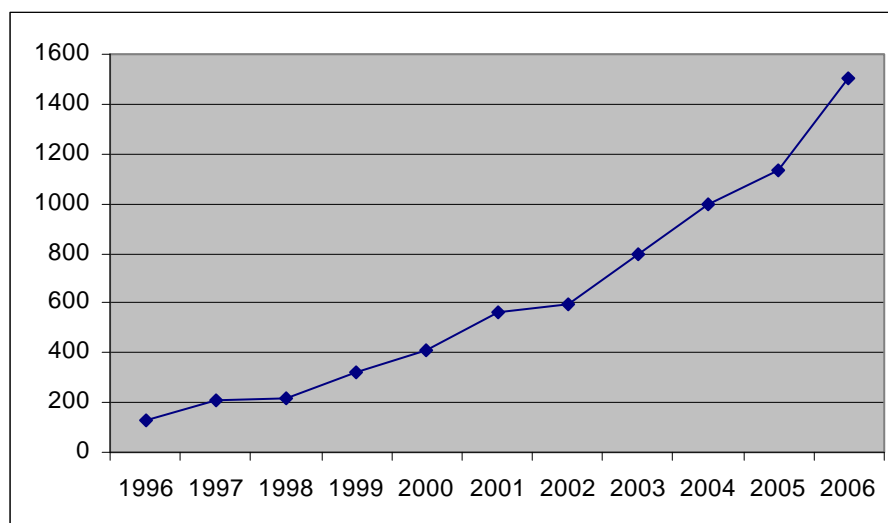


Source: Hennessee Group LLC; estimations de l'IFSL pour 2005, citées in IFSL (2007b)

Bien que les fonds spéculatifs aient connu une croissance impressionnante ces dernières années, l'influence qu'ils exercent sur les marchés est bien plus importante qu'on ne l'imagine. Tout d'abord, leur impact est d'autant plus fort qu'ils recourent largement à "l'effet de levier" (endettement) et aux produits dérivés – décrits par l'investisseur américain Warren Buffet comme "des armes financières de destruction massive, porteuses de dangers qui, s'ils sont actuellement latents, pourraient avoir des effets mortifères à l'avenir" (Berkshire Hathaway, 2003: 15).

Avec un coefficient d'endettement général situé entre 4 et 5, les fonds peuvent emprunter des capitaux pour un montant 4 à 5 fois supérieur à la valeur de leurs fonds propres. Deuxièmement, ils renouvellent leurs portefeuilles plus souvent que les fonds d'investissement courants et affichent ainsi des volumes négociés supérieurs aux actifs qu'ils gèrent. Aux Etats-Unis et au Royaume-Uni, l'activité des fonds spéculatifs représente entre 40% et 70% des valeurs négociées chaque jour sur les marchés d'actions (Woolley, 2004). Troisièmement, le type d'activité est aussi important que l'échelle. Les investisseurs attendent des résultats rapides, d'où la pratique de stratégies agressives d'investissement assorties d'une plus grande prise de risques dans l'espoir de rendements supérieurs.

Figure 3: Les fonds spéculatifs mondiaux : Total des actifs 1996-2006 (milliards de US\$)



Source: Hennessee Group LLC; estimations de l'IFSL pour 2005, citées dans IFSL (2007b)

Les principaux acteurs

Tableau 4: Les plus grands fonds spéculatifs et fonds de hedge funds

Les plus grands fonds spéculatifs (fin 2006)

	Mias \$
1. JPMorgan Asset Management	34.0
2. Goldman Sachs Asset Management	32.5
3. Bridgewater Associates	30.2
4. D.E. Shaw Group	26.3
5. Farallon Capital Management	26.2
6. Renaissance Technologies Corp.	24.0
7. Och-Ziff Capital Management	21.0
8. Cerberus Capital Management	19.2
9. Barclays Global Investors	18.9
10. Man Investments Limited	18.8

Les plus grands fonds mondiaux de hedge funds (fin 2005)

1. UBS Global Asset Management	45.0
2. Man Investments	35.6
3. Oaktree Capital Management	35.6
4. Union Bancaire Privée	20.8
5. HSBC Private Bank	20.2

Source: HedgeFund Intelligence, Investisseur institutionnel, cité in IFSL (2007b)

Domiciliation des fonds spéculatifs

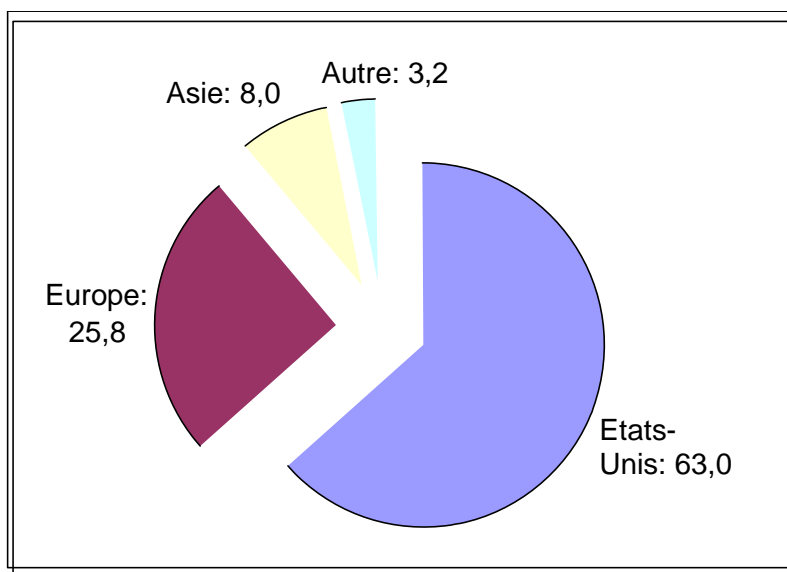
Le secteur des fonds spéculatifs est dominé par des gestionnaires/partenaires basés principalement aux Etats-Unis, au Royaume-Uni et dans une moindre mesure, en France.

New York et Londres sont les deux principales places financières où se trouvent les gestionnaires de fonds spéculatifs. Les fonds eux-mêmes sont souvent domiciliés à l'étranger pour des raisons fiscales, notamment aux Îles Caïman, Îles Vierges britanniques, Bermudes et Bahamas. Lorsqu'ils sont "territoriaux", ils sont sujets à des réglementations très allégées.

Si dans un premier temps les fonds spéculatifs ont surtout prospéré aux Etats-Unis et au Royaume-Uni, ils étendent à présent leur champ d'activité au monde entier, et comme le note la CSI (2007: 11):

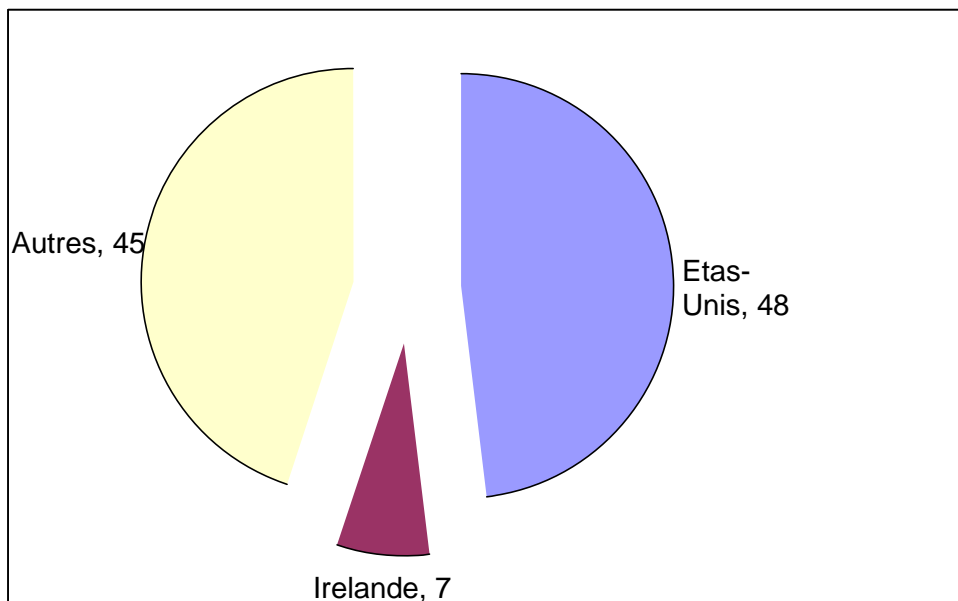
Si l'on se fie à l'évolution historique du capitalisme, la financiarisation devrait bientôt s'imposer dans la majorité des pays émergents et en développement, si ce n'est déjà fait.

Figure 4: Répartition régionale des actifs des fonds spéculatifs dans le monde 2006 (%)



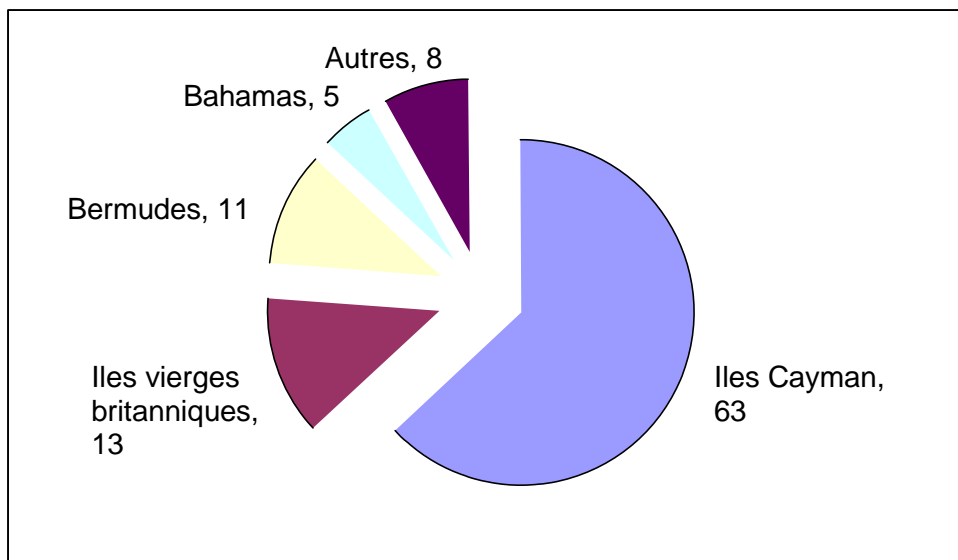
Source: estimations de l'IFSL (2007b) basées sur diverses sources

Figure 5: Fonds spéculatifs "territoriaux" (onshore) dans le monde, par domiciliation (% part, janvier 2006)



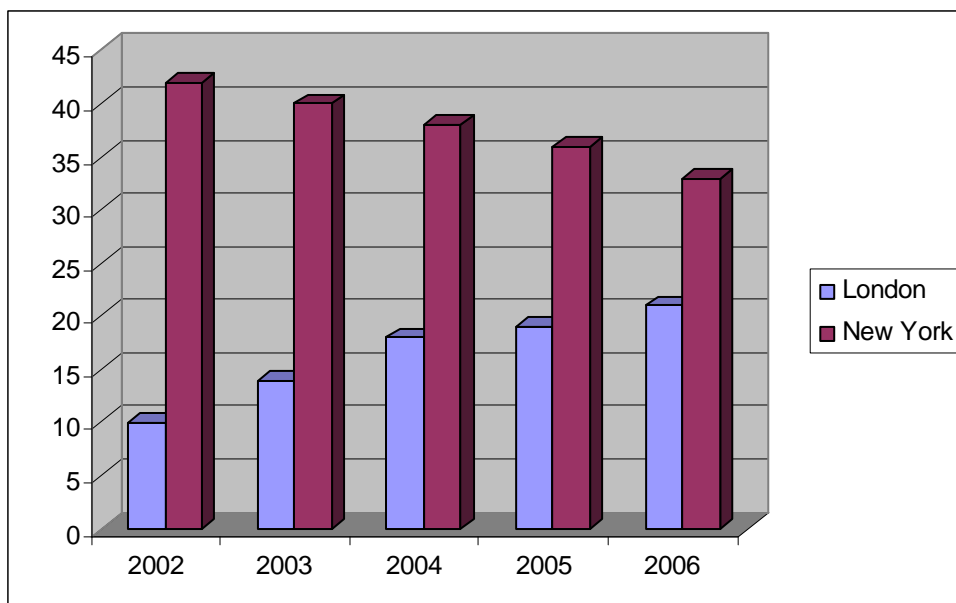
Sources: Alternative Asset Center, cité in IFSL (2007b)

Figure 6: Fonds spéculatifs "extraterritoriaux" (offshore) par domiciliation (% part, janvier 2006)



Sources: Alternative Asset Center, cité in IFSL (2007b)

Figure 7: Part du secteur des fonds spéculatifs à Londres et à New York (part des actifs des fonds spéculatifs en % par lieu d'établissement du gestionnaire)

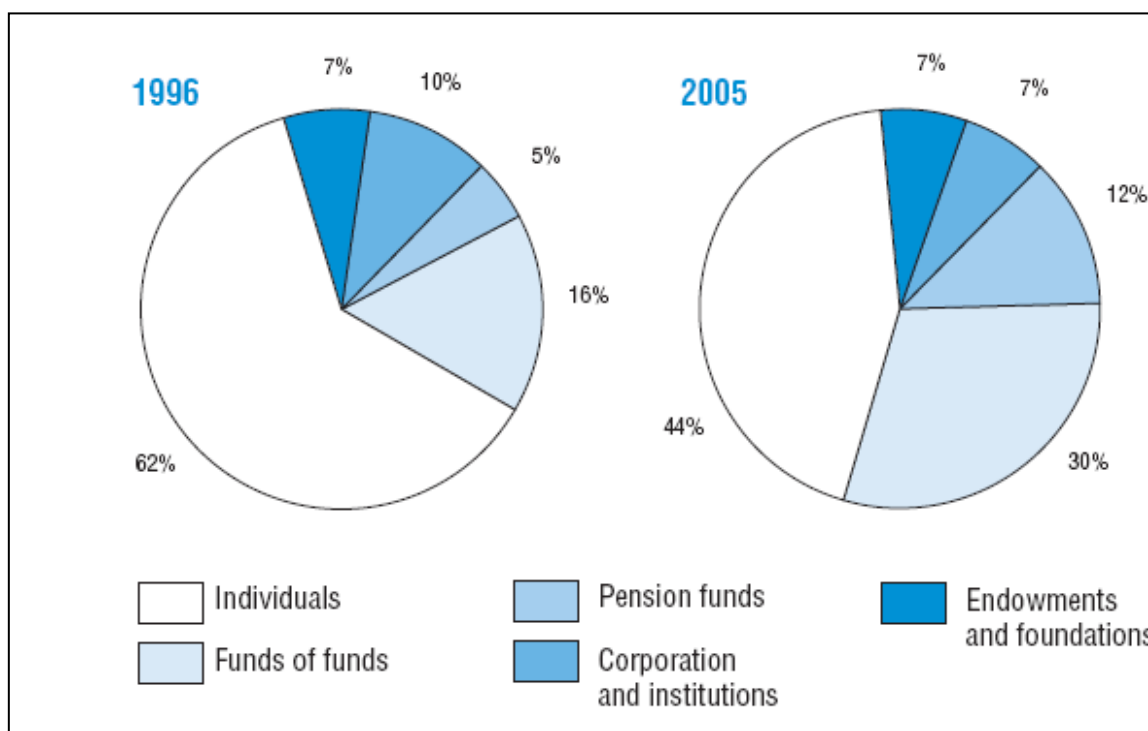


Source: estimations de l'IFSL (2007b) basées sur diverses sources

Les investisseurs dans les fonds spéculatifs

En 2005, les particuliers fortunés ont fourni 44% des actifs totaux des fonds spéculatifs (contre 62% en 1996). L'apport des investisseurs institutionnels tels que les fonds de pension, les compagnies d'assurances, les fonds de dotations et les fondations constitue 26% des actifs des fonds spéculatifs (contre 22% auparavant) et les fonds de hedge funds – qui attirent aussi les investisseurs institutionnels autant que les particuliers – et contribuent à hauteur de 30% (contre 16% auparavant). Cette tendance à la diminution du nombre de particuliers dotés de fonds propres nets élevés signale une réorientation grand public de l'investissement, par des investisseurs "ordinaires" qui placent leurs capitaux dans les fonds spéculatifs soit par le biais de fonds de hedge funds, soit d'autres investisseurs institutionnels. Un autre élément de changement tient au fait que les travailleurs sont de plus en plus impliqués (involontairement) dans les actions de leurs fonds de pension qui investissent dans les fonds spéculatifs.

Figure 8: Fonds spéculatifs mondiaux par sources de capitaux



- *Particuliers*
- *Fonds de pension*
- *Dotations et fondations*
- *Fonds de fonds*
- *Entreprises et institutions*

Source: Hennessee Group LLC, estimations de l'IFSL, citées in PSE (2007: 41)

Les aspects préoccupants des fonds spéculatifs

On craint de manière générale que les activités des fonds spéculatifs (comme des fonds de capital-investissement) ne soient contraires aux intérêts de la société dans la mesure où "ils se contentent d'extraire de la valeur au lieu d'en créer au sein des entreprises dans lesquelles ils investissent"(PSE, 2007: 33). Certains soulignent que ces modèles spéculatifs (CSI, 2007: 5) sont tellement axés sur les gains à court terme qu'ils compromettent la viabilité et la compétitivité à long terme des entreprises, et même des économies au sens large. Ils suscitent également toute une série de préoccupations plus précises :

- Les fonds spéculatifs "activistes" et le rôle des gestionnaires de fonds spéculatifs
- L'impact de l'orientation grand public
- L'intégrité du marché
- Les risques systémiques

Les hedge funds "activistes" et le rôle des gestionnaires de fonds

L'OCDE (2007: 18) définit les "fonds d'arbitrage activistes" comme "des structures de placement qui s'efforcent, souvent en exerçant des droits de vote ou en menaçant de les exercer, d'influencer des entreprises cotées en bourse pour qu'elles prennent des mesures qui, à leur avis, auront pour effet d'en accroître la valeur". Mais les fonds spéculatifs ne sont pas tous des "fonds activistes". L'OCDE estime (OCDE, 2007: 6) qu'ils ne sont probablement que 100 à 120 dans l'économie mondiale et les capitaux qu'ils gèrent représentent environ de 50 milliards USD. Si l'on inclut dans ce décompte les fonds guidés par les événements ("circonstanciels) on arrive à un montant d'environ 200 milliards USD de capitaux gérés. Mais même un montant de cette ampleur paraît dérisoire comparé aux 18 milliards USD gérés par le secteur des fonds communs de placement (ibid).

Ils recourent à toute une gamme de stratégies, consistant généralement à acquérir une participation relativement modeste mais qui pèse lourd sur l'entreprise lorsqu'ils exercent leur droit de vote. Ils en font – ou menacent d'en faire usage (en menant parfois des campagnes publiques en faveur du changement). Ils recourent aux produits dérivés et autres techniques financières telles que les prêts d'actions pour renforcer leur pouvoir de vote à moindres frais et tentent de s'assurer le soutien d'autres investisseurs, comme les fonds d'investissement ou les investisseurs institutionnels classiques (OCDE, 2007). C'est ainsi qu'ils font naître ces "nuages de sauterelles" autour de certaines entreprises. Toutes ces tactiques ont pour but d'exiger par exemple des rachats d'actions, une augmentation des dividendes, le changement du PDG ou de tel ou tel membre du conseil d'administration, empêcher une fusion ou appuyer un rachat, ou encore éliminer les activités dites "non essentielles".

Ces stratégies activistes sont impulsées par les gestionnaires de fonds qui touchent d'importantes commissions de performance. Ces juteuses commissions ont non seulement pour effet d'attirer des personnels des banques et fonds traditionnels (BCE, 2005:24) – et par là, de compliquer sans aucun doute l'adaptation du personnel restant au changement rapide (BCE, 2005: 24) – mais sont aussi de nature à produire des effets considérables sur le comportement des gestionnaires de fonds spéculatifs.

Folkman et al (2006: 7) arguent que les gestionnaires de fonds spéculatifs (parmi bien d'autres acteurs rémunérés à la commission sur les marchés financiers) sont "les soldats de groupes d'intermédiation qui vivent de transactions et d'innovation". Ces personnes sont parties prenantes d'une économie de restructuration permanente faite de projets concrets dans lesquels les transactions (fusions ou acquisitions, nouvelles émissions ou rachats, titrisation ou "regroupement" des risques) sont la source de commissions (Folkman et al, 2006: 10). Le problème, c'est que si les restructurations et transformations constantes sont une bonne chose parce qu'elles font gagner de l'argent aux gestionnaires de fonds, elles ne sont pas bonnes pour les entreprises ni pour l'économie en général.

L'OCDE (2007: 60) note qu'il est souvent reproché aux fonds spéculatifs de faire pression sur les entreprises pour obtenir des concessions qui ne produisent que des gains à court terme pour les actionnaires, au détriment d'investissements à long terme indispensables dont profiteraient aussi les autres parties prenantes. L'OCDE avance que ce reproche est difficile à vérifier mais reconnaît que le comportement "activiste" des fonds peut aboutir à de mauvaises pratiques de gouvernement d'entreprise : distorsions des droits des actionnaires, délits d'initiés, abus de marché, négligence des intérêts des parties prenantes et entrave au bon exercice des devoirs fiduciaires des membres du conseil d'administration.

Les exemples ne manquent pas pour illustrer l'impact des stratégies "activistes" dans les secteurs d'UNI. Le fonds spéculatif londonien TCI (The Children's Investment Fund) actionnaire de deux entreprises importantes (ABN Amro et J-Power) s'est comporté d'une façon jugée hostile.

En mars 2007, en tant qu'actionnaire principal de J-Power (le premier producteur d'énergie électrique du Japon) TCI a adressé un courrier à la direction, l'invitant à présenter une proposition à l'assemblée générale des actionnaires en vue de tripler ses dividendes - TCI détenait près de 10% du capital de J-Power, qui a répondu: "notre politique des dividendes vise avant tout à verser des dividendes stables car notre entreprise travaille sur le long terme". (Nakamoto, 2007). La bataille a fait rage durant plus d'une année et finalement, J-Power a récemment rejeté cinq propositions de TCI – dont celle d'une restriction des acquisitions et actionnariats croisés, la nomination de trois directeurs venus de l'extérieur et un rachat de 70 milliards de Yens d'actions de la société. J-Power a tout de même fait une concession et offert une modeste augmentation du dividende (Nakamoto, 2008).

L'intervention de TCI au sein de J-Power a commencé à la suite d'une autre campagne du même style visant à forcer ABM Amro, la banque néerlandaise, à entreprendre des changements. Alors qu'il ne possédait que 1 pour cent des actions de la banque, TCI a adressé une lettre au Président du conseil de surveillance incitant ABM Amro à vendre une partie de ses filiales et empêcher toute nouvelle acquisition. En peu de temps, ABN Amro a été rachetée par un consortium qui l'a ensuite démantelée.

L'impact de l'orientation grand public

Le changement survenu dans la répartition des investisseurs dans les fonds spéculatifs, où l'on voit que les particuliers dotés de fonds propres nets élevés ont cédé le pas à des investisseurs institutionnels et des fonds de hedge funds, a "considérablement abaissé le montant à déboursier pour une exposition indirecte aux hedge funds" (Noyer, 2007: 107). Cette orientation "grand public", autrement dit une participation accrue des investisseurs "ordinaires" dans les fonds spéculatifs – bien qu'indirectement – et des fonds de pension, suscite une multiplication des appels à la réglementation.

Intégrité du marché

L'intégrité du marché est exposée aux "abus de marché" et aux délits d'initiés. C. Noyer (2007: 107) affirme que si ces phénomènes ne se limitent pas aux fonds spéculatifs, ceux-ci sont tout de même plus exposés aux risques étant donné qu'il peut y avoir une mauvaise gestion de l'information et des conflits d'intérêt lorsqu'un fonds spéculatif opère sur les marchés internationaux – il peut être tenté d'utiliser les informations obtenues dans un pays pour les exploiter dans un autre. Noyer (ibid) cite à cet égard l'exemple des hedge funds qui opèrent dans le capital-investissement et pourraient utiliser leurs informations pour négocier sur les marchés du crédit. Qui plus est, les fonds spéculatifs dominent certains marchés tels que le crédit structuré pourraient être à même de manipuler les prix.

Selon l'Autorité des services financiers (FSA, 2005:53) au Royaume-Uni, certains fonds spéculatifs "s'emploient à tester les limites des pratiques acceptables dans certains domaines, notamment les délits d'initiés et la manipulation du marché. La FSA (2005: 53) indique que les gestionnaires de fonds importants pourraient être tentés "d'utiliser leur taille, ou déclencher des rumeurs pour influencer délibérément sur les marchés afin de bénéficier de prix avantageux". Un autre danger est que "étant donné les commissions importantes qu'ils perçoivent et leurs étroites relations avec leurs contreparties, les fonds spéculatifs incitent d'autres opérateurs à commettre des abus de marché" (FSA, 2005: 55).

La BCE (2005: 43) note que plusieurs organisations internationales ont signalé "des soupçons à l'égard des fonds spéculatifs, qui auraient compromis l'intégrité du marché par des manipulations, collusions et autres pratiques éventuellement délictueuses, tout en soulignant qu'il est difficile de le prouver".

Effondrement ou contagion du système

Mais l'aspect le plus inquiétant des fonds spéculatifs est le risque d'effondrement du système et de contagion à l'ensemble du système financier. Il est à craindre que la débâcle d'un (ou plusieurs) fonds spéculatifs dévoile les failles du système financier "provoquant un choc dans un secteur entraînant une perte de confiance qui va à son tour se propager à d'autres secteurs du système financier voire à l'ensemble des secteurs de la finance" (McVea, 2007: 720). Étant donnée l'expansion croissante de ces fonds, toute crise peut s'étendre par contagion aux fonds de pension et aux banques.

Ces craintes ont été renforcées lors de la déroute catastrophique du fonds spéculatif Long-Term Capital Management (LTCM) en 1998 qui a provoqué un véritable électrochoc dans le monde financier. Un an avant, l'économiste américain et Prix Nobel Merton Miller notait que :

Ma participation à la création de LTCM fut un moment délicieux, intense et passionnant ...[Cela] était l'essence même de l'interaction productive entre la théorie et la pratique de la finance (cité in Glyn, 2006: 50).

Cette "interaction productive de la théorie et de la pratique financière" révèle en fait que "le système bancaire peut être mis en péril par une prise de risque inopportune de la part d'un seul fonds spéculatif" (Plender, 2005). En juillet 1998, LTCM détenait 125 milliards \$ d'actifs, dont la plus grande partie obtenue par emprunt adossé à ses fonds propres de 4,1 milliards \$. Ses 50.000 contrats à terme portaient sur un total notionnel de plus de 1000 milliards \$ (1 billion) (Glyn, 2006: 71). Son pari sur le rendement disproportionné de certaines obligations par rapport aux taux d'intérêts à court terme a volé en éclats avec le défaut de paiement du gouvernement russe. Glyn (2006: 71) fait ressortir un autre facteur aggravant – celui du comportement grégaire des acteurs du marché, en ce sens que "d'autres établissements financiers ont entrepris de copier les transactions qui s'étaient avérées très lucratives pour LTCM. La Banque centrale européenne a d'ailleurs décrit ce "suivisme" ou cet "effet d'attraction" parmi les fonds spéculatifs comme "un autre risque majeur pour la stabilité financière" (BCE, 2006: 12) susceptible de conduire à des retraits en chaîne dans une grande partie de l'industrie des fonds spéculatifs (BCE, 2006: 135).

L'un des points forts des fonds spéculatifs résiderait dit-on dans leur capacité de répartir les risques vers ceux qui sont les mieux équipés pour les assumer. Pourtant, comme le fait observer Plender (2005) :

la quasi débâcle du fonds spéculatif Long-Term Capital Management donne à penser que le risque a été transféré là où il était le moins visible et le moins contrôlé, plutôt qu'à l'endroit où il aurait dû raisonnablement se trouver.

Et Glyn (2006: 72) ajoute que l'épisode LTCM révèle "la fragilité potentielle du système financier dans ce qu'il a de plus sophistiqué". Depuis la déroute de LTCM il y a dix ans, les marchés ont beaucoup évolué. La BCE affirme que les pratiques de gestion des risques se sont améliorées depuis (2005: 37) et que plusieurs initiatives ont été lancées afin de régler certains des problèmes posés par les fonds spéculatifs (2005: 49). De plus, il semblerait que trois autres éléments viennent quelque peu atténuer les risques: à présent, les banques utilisent des techniques plus perfectionnées pour gérer leur exposition aux fonds spéculatifs; et comme les acteurs sont plus nombreux à accéder au marché, les positions sont moins concentrées qu'auparavant ; de plus, les fonds spéculatifs ont réduit les volumes de leurs emprunts (ECB, 2005: 56). De tels changements encouragent les tenants des fonds spéculatifs à clamer haut et fort que les risques systémiques sont désormais "improbables" chez eux (Ferguson and Laster, 2007: 45).

Mais tout le monde n'est pas aussi optimiste. Glyn (2006: 72) souligne que certains problèmes "semblent exister à l'état endémique compte tenu de la recherche insatiable de méthodes toujours plus originales pour battre le marché"

et McVea (2007: 723) note que si des mesures ont bel et bien été prises pour tenter de combattre les tensions qui prévalent dans le secteur des fonds spéculatifs, "une grande partie des initiatives ne sont rien de plus que du papier peint posé sur des fissures".

L'habitude de recourir à des produits financiers complexes, ajoutée aux pratiques d'endettement de grande ampleur pour accroître la rentabilité favorise le risque de contagion des marchés. L'OCDE (Wright et al, 2007; 38) note que l'intégration de la dette dans des instruments financiers notamment sous la forme de CDO (obligations structurées adossées à des prêts bancaires) et de CLO (obligations structurées adossées à des emprunts) est préoccupante en ce sens que l'on ne sait pas qui détient réellement la masse considérable d'emprunts à effet de levier dans l'ensemble ainsi créé (OCDE 2007: Les conséquences des structures de placement alternatives pour le gouvernement d'entreprise). Lorsque les hedge funds recourent à l'endettement pour acquérir ces produits financiers complexes (comme les CDO), les risques hors bilan peuvent encore être imputés aux banques, comme c'est le cas dans la crise actuelle.

Il existe encore d'autres problèmes potentiels, résidant par exemple dans le rôle accru des fonds de hedge funds) – un élément qui pourrait avoir renforcé les risques systémiques. Ainsi que le concède la FSA (2005: 22) :

Un nouveau risque de contagion réside dans les emprunts complémentaires contractés par certains fonds de fonds. La faillite d'un fonds spéculatif peut inciter un fonds de fonds à rompre ses accords avec les banques et retirer les capitaux des fonds sous-jacents, au risque de provoquer leur effondrement. Les liquidités accrues parfois accordées par les fonds spéculatifs aux investisseurs de fonds de fonds pourraient favoriser l'évolution rapide d'une telle situation. Si ces échecs devaient conduire d'autres fonds de fonds détenant des capitaux empruntés à rompre leurs conventions avec les banques, il pourrait s'ensuivre un effet domino par lequel plusieurs fonds – et fonds de fonds – s'effondreraient tous en même temps.

Le FMI a formulé une observation analogue dans son rapport d'avril 2007 sur la stabilité financière mondiale, disant que tout en exerçant généralement une influence constructive sur l'efficacité et la stabilité des marchés (IMF, 2007b: 57) les fonds spéculatifs pourraient également avoir pour effet de transmettre ou amplifier des chocs déclenchés ailleurs (IMF, 2007b: 58).

Les avis divergent donc sur la probabilité d'une nouvelle débâcle et ses conséquences potentielles. Chan et al. (2005: 97) affirment que les données requises pour effectuer une évaluation concluante des risques systémiques causés par les fonds spéculatifs ne sont tout simplement pas disponibles" et "qu'il est peu probable qu'elles le soient prochainement". En revanche, ils lancent un appel à la prudence (Chan et al 2005: 6):

Nos conclusions indicatives donnent à penser que l'industrie des fonds spéculatifs pourrait rencontrer des difficultés dans un proche avenir et voir ses rendements baisser, et que les risques systémiques augmentent régulièrement depuis ces derniers temps.

Les inquiétudes des syndicats

Alors que le secteur des fonds spéculatifs était une modeste activité marginale comparable à un grand jeu de roulette pour les plus fortunés, la plupart des syndicalistes ne s'intéressait guère à ce sujet (hormis ceux qui travaillaient pour des entreprises qui ont été rachetées et vendues par des fonds d'investissement). Mais aujourd'hui, la situation a bien changé. Les fonds spéculatifs connaissent une croissance explosive et exercent une influence considérable sur les marchés. Ils ont (ou pourraient avoir) de plus en plus d'impact sur la vie des travailleurs, qu'ils soient ou non employés par une entreprise ciblée par des fonds d'investissement. Il existe plusieurs éléments expliquant le redoublement d'intérêt des syndicats pour les activités des fonds spéculatifs :

- L'influence croissante que ces fonds exercent sur l'économie au sens large
- La participation accrue des fonds de pension
- L'impact des fonds spéculatifs sur les recettes fiscales

L'économie au sens large

Paul Woolley (2004), gestionnaire d'investissement qui n'est pas un fanatique des fonds spéculatifs, note que "l'instabilité des marchés offre aux fonds spéculatifs des conditions idéales pour eux", mais que l'instabilité des marchés conduit aussi à une mauvaise répartition des capitaux, entrave la croissance économique et peut causer des turbulences dans les secteurs financiers. Il aurait pu ajouter que l'instabilité économique peut aussi offrir des débouchés aux gestionnaires de fonds spéculatifs mais que pour les travailleurs et leurs familles, elle n'apporte que la misère et la pauvreté. L'exigence agressive de rendement à court terme qui caractérise les fonds spéculatifs est une menace pour la stabilité économique et ainsi que l'a noté la Confédération européenne des syndicats (CES) (2007), les syndicats ont lancé des avertissements depuis un certain temps quand aux "risques causés par les opérations des fonds spéculatifs, et personne ne sait exactement qui est responsable de quoi, ni à qui revient le passif exact dans cette économie de casino qui prévaut aujourd'hui". La crise des crédits hypothécaires douteux (subprimes) aux Etats-Unis a mis en lumière les dangers de ces fonds et la facilité avec laquelle le problème s'est propagé aux autres pays (au point d'amener le gouvernement britannique, bien contre son gré, à nationaliser la banque Northern Rock).

Au niveau des entreprises, les stratégies dites de "récupération des plus-values" appliquées par les fonds spéculatifs aboutissent souvent à des suppressions d'emplois, des délocalisations d'entreprises et des atteintes aux salaires et aux conditions d'emploi afin de faire baisser les coûts et d'extraire de la valeur ajoutée. Ainsi que le souligne le Secrétaire général de la CES, John Monks (2006) :

Les dommages que peuvent causer les fonds spéculatifs ne se limitent pas au seul rachat d'entreprises; l'urgente nécessité d'éviter les OPA hostiles oblige les chefs d'entreprise à prendre des mesures pour réhausser le cours de l'action au plus vite (par exemple en différant les investissements et en licenciant les travailleurs) – mesures qui sont autant d'effets nuisibles sur les résultats à long terme de l'entreprise.

Les fonds de pension

Il est alarmant de constater que les fonds de pension s'impliquent de plus en plus dans les fonds spéculatifs, alors qu'ils savent que les capitaux ainsi menacés sont les futurs moyens d'existence des travailleurs qui prendront leur retraite. Lorsque qu'un fonds de pension investit dans un fonds spéculatif, il ne fait que transférer le risque sur les travailleurs. Ces placements sont non seulement risqués mais également douteux sur le plan éthique lorsqu'on sait que de nombreux fonds spéculatifs recherchent les rendements à court terme au détriment des travailleurs, de sorte que les investissements des fonds de pension dans de telles entités reviennent à avantager un groupe de travailleurs au détriment d'un autre groupe. Cette simple réalité devrait être suffisante pour inciter les fonds de pension à bien réfléchir avant de procéder à de tels investissements. Toutefois, un troisième élément vient s'ajouter à cette argumentation, à savoir, que les fonds spéculatifs adoptent très souvent la posture "d'investisseur activiste/militant", dans le but d'obtenir un siège au conseil d'administration de l'entreprise dans laquelle ils investissent, de façon à influencer sur les politiques de l'entreprise et détourner le fonds de pension de la recherche d'investissements neutres.

La fiscalité

Les fonds spéculatifs (comme les fonds de capital-investissement) sont très portés vers les régimes fiscaux favorables et c'est pourquoi ils sont souvent domiciliés à l'étranger. Lorsque les fonds d'acquisition rachètent une entreprise sur la base d'un emprunt (LBO) l'entreprise va payer moins d'impôts étant donné que ceux-ci sont déductibles de la dette qui est devenue la sienne et qui a servi à son acquisition – processus dénommé "optimisation de la déductibilité fiscale". Les contribuables ordinaires doivent par conséquent payer le manque à gagner, et en fin de compte, subventionnent par le biais de l'impôt les fonds et leurs gestionnaires déjà royalement rémunérés. Les hedge funds commencent à adopter des tactiques comparables. L'érosion de l'assiette fiscale d'un pays se

traduit par des coupes sombres dans les services publics ou une augmentation des charges fiscales pour tous les contribuables. La rémunération des gestionnaires de fonds spéculatifs est traitée sur le plan fiscal comme un revenu du capital et non comme un bénéfice, sachant que le taux d'imposition des revenus du capital est très inférieur à celui des bénéfices, ce qui équivaut, là encore, à un cadeau fiscal.

Objectifs des syndicats

Les syndicats ont défini des objectifs politiques très affûtés sur les aspects essentiels des fonds spéculatifs qui les intéressent tout particulièrement :

- Transparence et gouvernance d'entreprise
- Réglementation fiscale
- Fonds de pension
- Droits des travailleurs

Transparence et gouvernance d'entreprise

Les fonds spéculatifs sont opaques et quasiment non réglementés ou du moins très faiblement. Le manque de transparence et la nature asymétrique des informations disponibles constituent une source potentielle d'instabilité pour le système financier. Les auteurs du rapport PSE (2007: 19) indiquent que la structure et l'opacité des fonds spéculatifs ne sont pas le fruit du hasard:

Des structures complexes de société holding, inutiles et coûteuses ont été créées, au point qu'il est impossible de lever le voile de mystère qui entoure l'entreprise, au détriment de toutes les parties qui ont un intérêt dans celle-ci – régulateurs, autorités fiscales, syndicats et autres.

Lors d'un récent discours à Londres, Charlie McCreevy, Commissaire européen en charge du marché intérieur et des services, a éconduit avec dédain tous ceux qui appelaient à une meilleure régulation des fonds de capital investissement et des fonds spéculatifs, en les traitant de lobbyistes fanatiques de la réglementation (McCreevy, 2008). Il a en revanche évoqué l'étude du Parlement européen sur les investissements des fonds de placement privés et des fonds spéculatifs, et le code de conduite volontaire établi par l'industrie britannique des fonds spéculatifs. McCreevy a oublié de dire que s'il n'y avait pas eu ces "lobbyistes fanatiques de réglementation" il n'y aurait pas d'étude du Parlement européen ni de code de conduite — (ce qui est toujours mieux que rien bien que ces instruments soient inadéquats.

Si le secteur des fonds spéculatifs a récupéré politiquement les hauts dirigeants de la bureaucratie de Bruxelles, les questions de réglementation et de gouvernance d'entreprise n'en sont pas écartées pour autant. Bien au contraire,

elles vont devenir de plus en plus urgentes à mesure que le secteur des fonds spéculatifs se développe. Ainsi que le souligne McVea (2007: 739) c'est un secteur d'activité qui s'est cru trop longtemps au-dessus des lois, et la nécessité d'un contrôle réglementaire accru s'impose de manière impérative car il est irresponsable de plaider pour le maintien du statut quo (McVea, 2007: 723).

McCreevy ne semble pas en avoir conscience, mais il pourrait avoir la surprise de constater que parmi ces "fanatiques de la réglementation" se trouvent le Fonds monétaire international et la Banque centrale européenne. En avril 2007, le FMI (2007b: 60) a fait observer que les demandes de divulgation d'informations adressées aux fonds d'investissement s'étaient heurtées à une vive résistance:

"Dans une perspective de stabilité financière, les efforts visant à l'établissement de mesures standardisées relatives à l'endettement et à la liquidité pour la communication des fonds spéculatifs (aux investisseurs et contreparties) pourraient s'avérer utiles".

Les Syndicats mondiaux (2007) ont fait observer que "les cadres nationaux relatifs à la gouvernance d'entreprise ciblent principalement les entreprises cotées en bourse et leurs prescriptions sont beaucoup plus souples lorsqu'il s'agit d'entreprises non cotées" - et que des mesures doivent être prises pour défendre les intérêts à long terme des entreprises, qu'il y ait ou non des fonds spéculatifs dans leur capital.

La transparence et la gouvernance d'entreprise sont deux notions interdépendantes. Les fonds dits "alternatifs" comme les fonds spéculatifs doivent être placés sur un pied d'égalité avec les instruments traditionnels d'investissement collectif quant aux exigences de transparence et d'obligation d'information, de gestion des risques et de structures de rémunération des gestionnaires. Les politiques d'investissement des fonds spéculatifs doivent être soumises à des règles prudentielles "qui visent à la fois la stabilité des marchés financiers et la valorisation des actifs sur le long terme" (Syndicats mondiaux, 2007). Les syndicats ont pris la tête d'un mouvement exigeant davantage de transparence dans les fonds de capital-investissement et les fonds spéculatifs. Certains progrès ont déjà été accomplis, par exemple au Royaume-Uni, où les "hedge funds" ont maintenant adopté un code de conduite sur la base du volontariat. Ce n'est pas suffisant mais c'est tout de même un début. Au niveau international, les Fédérations syndicales internationales (FSI) et la Confédération syndicale internationale (CSI) pourraient très bien avancer un cahier de revendications dans le cadre du mouvement général exigeant davantage d'ouverture de la part de ces fonds.

Réglementation fiscale

La réglementation fiscale, en particulier dans les principales régions d'activité des fonds spéculatifs (Europe et Etats-Unis), doit être révisée de façon à

s'appliquer aux fonds spéculatifs, afin que les régimes fiscaux cessent de favoriser le court terme dans les opérations des investisseurs. Le Danemark a augmenté ses taux d'imposition sur les investissements à court terme afin de freiner les "coups rapides" (Monks, 2008). L'expansion des fonds spéculatifs ne doit pas mettre en péril les recettes fiscales provenant de l'impôt sur les entreprises. Il est nécessaire d'établir une distinction entre la taxation des fonds spéculatifs, celle des gestionnaires de fonds et celle des entreprises appartenant à ces fonds.

Les syndicats d'Europe pourraient commencer par conduire une campagne en faveur d'un taux d'imposition uniforme et progressif des revenus du capital, applicable dans tous les Etats membres. Le taux devrait être élevé pour les transactions d'arbitrage à court terme, afin de freiner les acquisitions et ventes sur le marché de la prise de contrôle d'entreprises. L'impôt devrait être payé dans le pays où se trouve l'objet de la transaction (PSE, 2007: 26).

Fonds de pension

Ainsi que le demande instamment la Confédération syndicale internationale (2007: 9), les administrateurs des fonds de pension

doivent agir avec beaucoup de prudence à l'heure d'envisager tout placement dans des fonds à capital-risque et dans des fonds spéculatifs. Une attention toute particulière devra être accordée aux rapports de rentabilité réelle de tels placements, aux risques qui y sont associés, aux nombreuses externalités qu'ils engendrent, ainsi qu'à l'impact direct ou indirect qu'ils sont susceptibles d'avoir sur les lieux de travail de ceux à qui sont destinés ces fonds de pension.

La Fédération des syndicats japonais, RENGO (2007: 8), souhaite que les fonds de pension pratiquent des "investissements socialement responsables, de façon que les fonds versés par les syndicats et les travailleurs ne causent pas de préjudice à l'emploi et aux conditions d'emploi des travailleurs du fait des activités des fonds d'investissement".

La Fédération des syndicats néerlandais, FNV, prescrit instamment d'approcher les fonds spéculatifs avec la plus extrême prudence, en précisant qu'ils comportent des risques graves pour les fonds de pension soucieux du maintien d'une bonne politique sociale. Le FNV (2007: 8) déclare que ces fonds spéculatifs, qui tentent de décrocher un siège au conseil d'administration des entreprises "placent les organes exécutifs des fonds de pension dans une situation intenable, dans la mesure où tout fond de pension qui investit dans un fonds spéculatif devient indirectement responsable de la politique de l'entreprise – un rôle qu'en leur qualité d'investisseurs, les fonds de pension devraient éviter.

Les droits des travailleurs

Les fonds spéculatifs doivent reconnaître que les droits des travailleurs à la négociation collective, à l'information, à la consultation et à la représentation sur les lieux de travail sont des mécanismes essentiels pour la défense des intérêts à long terme des entreprises contrôlées par des fonds d'investissement. Les fonds spéculatifs qui envisagent un investissement devraient entamer le dialogue non seulement avec la direction mais aussi avec les syndicats et le comité d'entreprise (FNV, 2007: 9), et s'engager à respecter les droits des travailleurs avant d'acquérir des participations importantes.

Plus précisément, cela signifie que les fonds spéculatifs doivent s'engager à respecter au moins les normes fondamentales du travail de l'OIT, en particulier les conventions 87, 98 et 135, la Déclaration tripartite de l'OIT sur les entreprises multinationales et les Principes directeurs de l'OCDE. Les représentants syndicaux devraient être informés bien à l'avance, puis pendant et après le rachat de leur entreprise par un fonds spéculatif. La provenance de l'investissement et l'identité du propriétaire final devraient leur être communiquées, et ils devraient être associés à l'élaboration des futurs plans stratégiques de l'entreprise.

Les investissements des fonds spéculatifs masquent souvent l'identité du véritable employeur ou plutôt de celui qui détient réellement le pouvoir. Dès lors que les fonds spéculatifs détiennent une participation importante dans une entreprise, il se peut que la direction initiale perde ses prérogatives et que ce soit le fonds spéculatif qui exerce réellement le contrôle. Or, s'agissant des négociations ou consultations, les fonds spéculatifs se déchargent de leur responsabilité en déclarant qu'ils ne sont que de simples investisseurs. Ainsi que le note John Monks (2006) "les gestionnaires des fonds qui contrôlent ces entreprises ne se considèrent pas comme des employeurs – ils ne sont pas définis comme tels par la législation et n'ont aucune de leurs obligations".

Sachant que les fonds spéculatifs commencent à se comporter comme des fonds de capital-investissement en prenant des participations majoritaires voire en acquérant des entreprises entières, les syndicats d'Europe devraient envisager de demander que la législation européenne sur le travail et le dialogue social, - par exemple, la directive sur les comités d'entreprise européens - soit aussi applicable à ces entités. Les syndicats pourraient également réclamer des amendements à la Directive européenne sur les droits acquis (qui garantit les droits acquis des salariés déplacés lors de transferts d'entreprises) afin qu'elle englobe les acquisitions réalisées par transferts d'actions. Une fois amendée et transposée dans les législations des États membres, la directive contraindrait les employeurs à informer et consulter les représentants des salariés avant le transfert et imposerait des règles protégeant les salariés contre les licenciements ou le changement des conditions d'emploi résultant de ce transfert.

En l'absence d'un tel amendement, les syndicats doivent négocier avec les employeurs des clauses dites "de succession" applicables aux acquisitions et

garantissant la continuité de l'emploi, les salaires et conditions de travail, la reconnaissance syndicale et la sécurité des pensions, et ceci tant au sein de l'Union européenne que dans le reste du monde. Les syndicats doivent aussi faire pression sur les gouvernements nationaux afin qu'ils promulguent des lois conférant à ces dispositions "de succession" un caractère légalement obligatoire. Les FSI et la CSI doivent approcher directement les fonds spéculatifs afin d'obtenir des engagements en matière de garantie des droits, des emplois, des salaires, des pensions et des conditions de travail lors de futures acquisitions.

L'action des syndicats

Face à l'expansion des activités des organismes de placement alternatifs tels que les fonds spéculatifs, les syndicats du monde entier sont passés à l'action aux niveaux national et international. L'activité des syndicats a porté sur trois axes principaux:

- La recherche et l'éducation
- Le dialogue, les campagnes et les initiatives de négociation
- La législation – droits et réglementation

Recherche et éducation

Le présent document s'inscrit dans les activités continues d'UNI en matière de recherche sur les instruments de placement alternatifs. Des travaux ont déjà été menés sur les fonds souverains et les fonds de pension. D'autres affiliés, des centrales nationales, la CSI et d'autres FSI ont également mandaté et publié des recherches en ce domaine. Les affiliés ont recours à cette masse d'ouvrages pour habiliter les responsables et militants syndicaux à analyser l'impact des fonds spéculatifs et autres instruments de placement alternatifs (par exemple l'AFL-CIO, 2007; le FNV, 2007; la CSI, 2007; l'UITA, 2007; RENGO, 2007; SEIU, 2008; et TUC, 2003, 2007). Au niveau international, UNI a créé un groupe de travail chargé de coordonner les activités des affiliés, tandis qu'au-delà d'UNI s'installe une étroite coopération entre les syndicats nationaux et les Fédérations syndicales internationales (FSI) (par exemple avec le séminaire commun UNI-FIOM-UITA sur les fonds d'investissement privés, tenu à Nyon en novembre 2007) ou entre la Commission syndicale consultative auprès de l'OCDE (CSC) et la CSI.

Il est prévu d'effectuer de nouvelles recherches sur l'état de la fiscalité en France, dans les pays nordiques et aux Pays-Bas ainsi qu'une étude de cas visant le fonds souverain de l'Etat norvégien. Suite aux discussions entamées lors du Forum économique mondial à Davos, le Secrétaire général a participé à un comité consultatif de recherche sur "la mondialisation des investissements alternatifs". Le premier document était intitulé : *Rapport 2008 sur l'impact économique mondial des fonds d'investissement*, mais d'autres recherches auxquelles participera également le Secrétaire général seront prochainement

mises en œuvre. UNI s'est aussi engagé à participer à une étude de cas sur KKR, coordonnée par l'affilié américain SEIU. Un questionnaire d'enquête sur KKR été adressé aux affiliés dans le cadre de cette recherche. Le SEIU a publié un rapport sur les activités de KKR en février 2008 (*Winners and losers: Fallout from KKR's Race for Profit*).

La législation – droits et réglementation

Les syndicats s'engagent à différents niveaux pour obtenir un renforcement de la législation sur les organismes de placement alternatifs et leur transparence. Au niveau international, la CSC (2008: 2) a protesté et fait pression auprès de l'OCDE pour une meilleure transparence et l'a invitée à s'intéresser un peu plus aux groupes de population touchés par les fonds d'investissement et un peu moins aux fonds d'investissement eux-mêmes. La CSC explique qu'il s'agit là d'une approche privilégiant "l'utilisateur final".

Dans certains pays, les syndicats ont eu recours à la législation pour défendre leurs adhérents et ont en même temps exercé des pressions pour que celle-ci soit renforcée. Au Danemark, Dansk Metal a tenu tête à la Nordic Telephone Company -conglomérat de fonds d'investissement - et a intenté une action en justice contre l'un de ceux-ci, TDC, du fait des pressions exercées sur les actionnaires minoritaires pour les forcer à vendre leurs actions et ainsi retirer l'entreprise de la cote. TDC, société de capital-investissement, a perdu le procès, a fait appel de la décision et a de nouveau été déboutée. Dansk Metal a coopéré avec les actionnaires minoritaires, notamment le fonds de pension, pour avoir gain de cause et maintenir le statut public de TDC en tant que société cotée en bourse.

Aux Pays-Bas, le FNV-KIEM a soutenu ses adhérents employés par une société néerlandaise de publicité, PCM, lorsque celle-ci a été rachetée par le fonds de capital-investissement APAX partners, qui l'a dépouillée de ses actifs et l'a retirée de la cote. Le syndicat a intenté une action en justice contre PCM devant les tribunaux néerlandais pour contester sa stratégie opérationnelle, créant ainsi un précédent qui sera très utile aux syndicats pour protester contre de telles pratiques à l'avenir.

Aux Etats-Unis, le SEIU a résolument défié les alliances de fonds de capital-investissement et de fonds souverains, et a participé à la promulgation de la Loi sur l'investissement responsable s'appliquant aux fonds de placement de Californie en février de cette année. Cette loi interdit au CalPERS (le fonds de pension des employés de Californie) et au CalSTRS (fonds de pension des fonctionnaires de l'enseignement public) de procéder à de nouveaux investissements ou de renouveler leurs investissements dans des groupes de fonds incluant des fonds souverains de pays qui bafouent les droits de l'homme. Au Royaume-Uni, il existe quelques dispositions limitées pour protéger les salaires et conditions d'emploi des travailleurs lorsque leur entreprise est rachetée par une autre société. Cette disposition se fonde sur l'interprétation

britannique de la directive européenne relative aux droits acquis. Mais cette protection ne s'applique pas aux travailleurs d'entreprises rachetées par cession d'actions causant le remplacement de l'entreprise qui exerce le contrôle. En conséquence, les syndicats britanniques ont soutenu l'adoption d'une loi dénommée Loi sur les fonds de capital-investissement (transfert d'entreprises et protection de l'emploi), qui vise à étendre la protection des travailleurs aux rachats par cession d'actions.

Malheureusement, ces initiatives britannique et californienne auprès du Parlement ont échoué. Cela étant, la démarche des deux syndicats a néanmoins sensibilisé le grand public au problème des droits des salariés et placé le lobby des investissements alternatifs sur la sellette.

Le dialogue, les campagnes et les initiatives d'ouverture de négociations

UNI était représenté par son Secrétaire général au Forum économique mondial de Davos en janvier 2008. Cette participation confère ainsi à UNI et aux autres FSI le statut d'organisations légitimes et représentatives des salariés d'entreprises du secteur des fonds d'investissement alternatifs.

UNI a tenu des réunions avec les associations nationales d'investisseurs privés, notamment la British Private Equity and Venture Capital Association (BVCA), l'Association Française des Investisseurs en Capital (AFIC) en France, et le US Private Equity Council (PEC) aux Etats-Unis. Lors de ces réunions, le Secrétaire général a fait valoir les principes mondiaux d'UNI en matière de capital-investissement. D'autres réunions sont prévues afin d'avancer sur ces questions – et dans le cas du PEC aux Etats-Unis, en vue d'examiner sa proposition d'un ensemble de principes pour les travailleurs. Cette approche pourrait être étendue aux associations de hedge funds, par exemple la "Alternative Investment Management Association" britannique et la "Managed Funds Association" aux Etats-Unis. Cette approche pourrait être un premier pas vers un contact direct avec les principaux fonds spéculatifs.

Les affiliés des Etats-Unis ont levé le voile sur l'importance des fonds de pension dans lesquels les syndicats sont représentés, et des syndicats d'autres pays leur ont emboîté le pas. Le TUC britannique a publié un guide sur les fonds de capital-investissement (TUC, 2007) à l'intention des administrateurs syndicaux des fonds de pension, sachant qu'une grande partie de ce guide s'applique aussi aux fonds spéculatifs.

UNI soutient la journée mondiale d'action organisée par le SEIU sur KKR, prévue en juillet 2008. UNI et ses affiliés étudieront aussi la possibilité d'établir un comité d'entreprise européen pour KKR. Donnant suite aux activités sur les thèmes de la conférence "Super Returns", UNI a adressé un courrier aux organisateurs leur demandant d'inviter les syndicats et de leur donner la parole lors de la conférence de 2009.

UNI invite instamment les affiliés à négocier avec les employeurs des dispositions de "succession" en cas de changement de direction suite à un éventuel rachat de leur entreprise – en particulier dans les pays extra-européens non couverts par la directive de l'UE sur les droits acquis – de façon à sauvegarder la continuité de l'emploi, les conditions de travail et la reconnaissance des syndicats.

Bibliographie

- AFL-CIO (2007) *Private Equity and Hedge Funds*. AFL-CIO Executive Council statement, 8 August, 2007. Chicago: AFL-CIO. Accès le 19 février 2008.
- Berkshire Hathaway Inc (2003) *2002 Rapport annuel*. <http://www.berkshirehathaway.com/2002ar/2002ar.pdf>. Accès le 19 février 2008.
- Bush, J. (2006) 'Sell out: Why hedge funds will destroy the world'. *New Statesman*, 31 juillet 2006.
- Chan, N., Getmansky, M., Haas, S.M. and Lo, A.W. (2005) *Systemic Risk and Hedge Funds*. Working Paper 11200. National Bureau of Economic Research. Mars 2005.
- Credit Suisse First Boston (2005) *European Wholesale Banks: Hedge Funds and Investment Banks*. 09 mars 2005.
- Dore, R. (2002) 'Stock market capitalism and its diffusion'. *New Political Economy*, Vol. 7, No. 1, pp. 115-121.
- Banque centrale européenne (BCE) (2006) *Revue de la stabilité financière*, juin 2006. Francfort –sur-le-Main: BVE
- Confédération européenne des syndicats (CES) (2007) "Crise financière mondiale: "l'Europe doit agir" dit la CES. Communiqué de presse de la CES, 17 août 2007. <http://www.etuc.org/a/3883> Accès le 19 février 2008.
- Evans-Pritchard, A. (2005) "Swarms of locusts' man in German coalition", *Daily Telegraph*, 14 septembre 2005.
- Farrell, D., Lund, S., Gerlemann, E., Seeburger, P. (2007) *The New Power Brokers: How Oil, Asia, Hedge Funds, and Private Equity Are Shaping Global Markets*. A McKinsey Global Institute (MGI) Report. October 2007. San Francisco: McKinsey and Company.
- Ferguson, R. and Laster, D. (2007) 'Hedge funds and systemic risk'. *Revue de la stabilité financière*, No. 10, avril 2007. Banque de France.
- Financial Services Authority (FSA) (2005) *Hedge funds: A discussion of risk and regulatory engagement*. Juin 2005. Londres: FSA. http://www.fsa.gov.uk/pubs/discussion/dp05_04.pdf Accès le 19 février 2008.
- Folkman, P., Froud, J., Johal, S. and Williams, K. (2006) *Working for themselves? Capital market intermediaries and present day capitalism*. Working Paper No. 25. Novembre 2006. Centre for Research on Socio-Cultural Change (CRESC). The University of Manchester.
- FNV (2007) Socially responsible investments, Hedge Funds and Private Equity. 8 mars 2007.
- Garbaravicius, T. and Dierick, F. (2005) *Hedge Funds and Their Implications For Financial Stability*. European Central Bank Occasional Paper No. 34 Août 2005. Francfort-sur-le-Main : BCE.
- Syndicats Mondiaux (2007) *Vers une mondialisation équitable*. Déclaration syndicale au Sommet du G8 de Heilidendamm, 6-8 juin 2007.
- Glyn, A. (2006) *Capitalism Unleashed: Finance, Globalisation and Welfare*. Oxford: Oxford University Press.

- Hedge Fund Standards Board (HFSB) (2008) *The Hedge Fund sector: History and present context*. Londres: Hedge Fund Standards Board. http://hfsb.org/sites/10109/files/what_is_a_hedge_fund.pdf Accès 19 février 2008
- International Financial Services, London (IFSL) (2007a) *Hedge Funds*. City Business Series, April 2007. http://www.ifsl.org.uk/uploads/CBS_Hedge_Funds_2006.pdf Accès 19 février 2008.
- IFSL (2007b) *Hedge Funds Tables* http://www.ifsl.org.uk/uploads/data/Hedge_Funds_2007.xls Accessed 19 February 2008.
- Fonds monétaire international (FMI) (2007a) *Reaping the Benefits of Financial Globalization*. Document de discussion du Fonds monétaire international, juin 2007.
- FMI (2007b) *Rapport sur la stabilité financière mondiale: Market Developments and Issues*. International Monetary Fund, Avril 2007.
- Confédération syndicale internationale (CSI) (2007) *Quand la banque gagne à tous les coups : fonds à capital-risque et fonds spéculatifs - Le nouveau capitalisme de casino*. Rapport de la CSI, juin 2007. Bruxelles : CSI.
- Lutz, S. (2005) 'The finance sector in transition: A motor for economic reform?' *German Politics*, Vol. 14, No. 2, pp. 140-156.
- Malkiel, B.G. and Saha, A. (2005) 'Hedge Funds: Risk and Return', *Financial Analysts Journal*, Vol. 61, No. 6, pp. 80-88.
- McCreevy, C. (2008) Fonds de capital-investissement. Discours du Commissaire européen chargé du marché intérieur et des services à la réunion des Allied Irish Banks, Londres, 7 février 2008.
- Monks, J. (2006) The Challenge of the New Capitalism. Aneurin Bevan Lecture, London, 14 November 2006. <http://www.etuc.org/a/3052> Accessed 19 February 2008
- McVea, H. (2007) 'Hedge funds and the new regulatory agenda', *Legal Studies*, Vol. 27 No. 4, pp. 709–739.
- Noyer, C. (2007) "Quelles sont les principales questions liées aux hedge funds?" *Revue de stabilité financière* No. 10, avril 2007. Banque de France.
- OCDE (2007) *Les conséquences des structures de placement alternatives pour le gouvernement d'entreprise: synthèse d'études sur les sociétés de capital-investissement et les fonds d'arbitrage activistes*. Publication du Groupe de direction de l'OCDE sur le Gouvernement d'entreprise, juillet 2007. Paris: OCDE.
- Plender, J. (2005) 'Resistance to systemic risk may be eroded'. *Financial Times*, 15 février 2005.
- PricewaterhouseCoopers (2007) Specialist transaction tax team to advise hedge funds on structuring acquisitions. 24 janvier 2007. <http://www.ukmediacentre.pwc.com/Content/Detail.asp?ReleaseID=2200&NewsAreaID=17> Accès 19 février 2008.

- RENGO (2007) *A RENGO Perspective - Approaches and Policy Issues Concerning Hedge and Private Equity Funds*. Adopté par le Comité exécutif central de RENGO lors de sa 25^e session, 13 septembre 2007.
- Groupe socialiste au Parlement européen (PSE) (2007) *Hedge Funds and Private Equity: A Critical Analysis*. Avril 2007. Bruxelles: PSE.
- Commission consultative auprès de l'OCDE (CSC) (2007) *Background Paper and Questions for Discussion*. TUAC Labour/Management Seminar on Financialisation - What Regulatory Response? 16 mars 2007. PAC/AFF/LMP(2007)2/REV1.
- Warwick-Ching (2006) 'Hedge Funds', *Financial Times*, 27 janvier 2006.
- Woolley, P. (2004) 'How hedge funds are destabilising the markets'. *Financial Times*, 27 Septembre, 2004.