



DOIT-ON RÉGULER LES FONDS SPÉCULATIFS ?

THIERRY SESSIN*

Au cours des dernières années, l'activité des institutions à fort effet de levier a gagné en importance et en complexité. La quasi-faillite du fonds spéculatif *Long Term Capital Management* (LTCM) en septembre 1998, a servi de catalyseur pour une réflexion internationale sur la régulation des marchés de capitaux et, plus particulièrement, sur l'interaction entre banques et fonds spéculatifs. De ce point de vue, les conclusions des travaux du groupe de travail *Hedge funds, Leverage, and the lessons of Long term Capital Management (LTCM)*¹, remis en avril 1999 à la Chambre des représentants et au Sénat américain d'une part, et, ceux du Forum de stabilité financière², d'autre part, apportent des éléments de diagnostic et de description de la quasi-faillite de LTCM ainsi que des recommandations de réformes de leur supervision, de nature à prévenir le renouvellement de pareils accidents financiers. Pourtant, bien que la croissance du développement des fonds spéculatifs se soit ralentie au lendemain de la crise LTCM, il semble que les acteurs du marché, et, à un moindre degré, certains régulateurs, soient de nouveau victimes de dissonances cognitives : plus nous nous éloignons de l'affaire LTCM, moins cet événement pèse dans les décisions et les pondérations des arbitrages d'aujourd'hui.

LTCM est parvenu à rembourser, tout juste un an après sa quasi-faillite, près de 50 % de sa créance (3,625 milliards de dollars) détenue par le consortium constitué par les 14 banques impliquées dans son plan de sauvetage. L'industrie des fonds spéculatifs a donc retrouvé la confiance des opérateurs de marché.

LES FONDS SPÉCULATIFS

Le terme *hedge funds* fait référence à des situations très variables : ne faisant pas l'objet d'une définition juridique à part entière, le terme recouvre la mise en *pooling* d'investissements dans une structure privée, gérée par des *funds managers* dirigeants et principaux actionnaires. L'histoire des *hedge funds* n'est pourtant pas récente, puisque l'on date leur création à 1949 (le premier fonds spéculatif a été créé en 1949 par Alfred Winslow Jones). Dès 1968, la SEC avait recensé près de 140 fonds spéculatifs. Leur développement s'est accéléré lors des deux dernières décennies, puisqu'à la moitié de l'année 1998, on pouvait estimer leur nombre dans une fourchette de 2500 à 3500, pour un montant d'actifs gérés de l'ordre de 200 et 300 milliards de dollars. Une étude plus

* Economiste, chargé de cours à l'Université de Marne-la-vallée, chercheur associé au Mini-Forum. Thierry Sessin est par ailleurs conseiller technique auprès du Président de la Commission de surveillance de la Caisse des dépôts et consignations. Les propos et les idées défendues ici n'engagent que l'auteur et en aucun cas l'institution à laquelle il appartient.

récente indique³ que leur nombre a été augmenté par la venue de 300 nouveaux véhicules d'investissement, tandis que le volume des actifs placés sous leur gestion atteint dorénavant près de 311 milliards de dollars.

Les fonds spéculatifs ou *hedge funds*, qualifiés d'institutions financières à fort effet de levier (*Highly Leveraged Institutions*⁴), facilitent l'allocation des flux de capitaux et renforcent la profondeur des marchés. A l'opposé, sous l'effet d'événements non-anticipés, ils peuvent se métamorphoser en maillons faibles des marchés et diffuser des comportements grégaires déstabilisants. Dans ce cas, l'effet de levier qu'ils engendrent provoque des discontinuités de marchés, lesquelles, non maîtrisées, génèrent des enchaînements systémiques, dont on a pu vérifier, lors de la crise de l'automne 1998, les potentialités destructrices.

L'un des obstacles rencontrés pour parvenir à une régulation des *hedge funds* tient à la diversité de leurs stratégies. Certains développent des stratégies axées sur des approches quantitatives, tandis que d'autres définissent leurs objectifs en fonction de facteurs subjectifs. On distingue généralement au moins deux catégories de fonds spéculatifs⁵ : les *macrofonds* qui ont pour particularité de nouer d'importantes positions non-couvertes en fonction de l'évolution de la conjoncture mondiale et dont le levier financier démultiplie en général de 4 à 7 fois le capital ; les *fonds d'arbitrage*, qui poursuivent comme stratégie le pari sur les prix relatifs d'effets étroitement liés et, à la différence des macrofonds, accordent relativement moins d'importance à la conjoncture et aux fluctuations économiques. En terme d'effets de levier sur le capital, les fonds d'arbitrage s'appuient le plus souvent sur un levier financier plus important que les macrofonds. Les fonds spéculatifs se distinguent également dans le type d'utilisation des instruments financiers. La plupart des fonds spéculatifs font

du *trading* d'actions et d'obligations en prenant des positions tantôt courtes, tantôt longues ou les deux simultanément. En plus d'être actifs sur les marchés des changes, les fonds spéculatifs sont d'importants utilisateurs de produits dérivés et d'instruments OTC (*over-the-counter*), soit pour couvrir leurs portefeuilles, soit pour exploiter les inefficiences de marché ou prendre des positions ouvertes. La performance des fonds spéculatifs est de 1995 à fin 1997, supérieure aux *benchmarks* de référence (le *Standard and Poor's 500*) seulement pour les fonds macro en 1996 et 1997, mais se situe à un niveau inférieur pour les autres types de fonds (les fonds globaux et surtout les fonds dits *market neutral*, font apparaître des performances inférieures à celles du S&P à l'exception notable de LTCM qui est parvenu à surclasser ses concurrents avec un taux de rendement de 40 % entre 1994 et 1997). Ceci dit, la contrepartie de cette meilleure performance relative est justement un effet de levier plus important que l'ensemble des institutions financières, qui se traduit par une plus grande volatilité des résultats et une plus grande vulnérabilité face aux retournements imprévus des marchés.

LA QUASI-FAILLITE DE LTCM

Le fonds spéculatif LTCM⁶, créé en 1994, bénéficiait, avant sa quasi-faillite de 1998, d'un statut très particulier au sein de l'industrie des fonds spéculatifs, du fait de la notoriété de ses managers, des personnalités connues dans le domaine de la théorie financière moderne (des prix Nobel)⁷ ou encore, en raison de ses parts de marché dans l'industrie des fonds spéculatifs. Le niveau des rendements de LTCM était très important en 1995 et 1996 (près de 40 %) tandis qu'en 1997, il s'était réduit à 20 %. A la fin de 1997, le revenu de LTCM était de l'ordre de 2,7 milliards de



dollars, tandis que le niveau du capital s'était réduit de 36 % pour atteindre les 4,9 milliards de dollars, ce qui pour autant, ne l'a pas poussé à réduire l'ampleur de ses positions, mais tout au contraire, à jouer davantage l'effet de levier.

Sur le plan financier, 80 % des positions du bilan de LTCM se répartissaient sur des obligations du G7 et le solde, sur les marchés actions, des *futures*, et d'autres produits dérivés de type OTC. A la fin du mois d'août 1998, le montant notionnel brut des contrats du fonds sur le marché des *futures* dépassait les 500 milliards de dollars, celui des contrats *swaps* plus de 750 milliards et, celui des options et d'autres produits dérivés, plus de 150 milliards de dollars. Sur la base du bilan au 31 août 1998, l'ampleur de l'effet de levier, que l'on peut mesurer par le ratio actif brut/richeesse nette (pour un actif équivalent à 125 milliards de dollars), était au minimum de 25 pour 1.

Dans l'épisode LTCM, le plus surprenant est que ce fonds avait opté pour la stratégie de la neutralité de marché (*market-neutral*) censée être la plus sûre chez les fonds spéculatifs. Pour l'essentiel, cette stratégie consistait à exploiter les écarts entre le prix des nouvelles émissions (*on the run*) des obligations du Trésor américain à trente ans et celles à même maturité émises à une date antérieure (*off the run*). Bien qu'économiquement il n'y ait aucune raison pour que les deux rendements diffèrent, LTCM parvenait à constituer des profits, pour l'essentiel limités à quelques points de base. Compte tenu de l'étroitesse des marges ainsi constituées, LTCM était très incité à emprunter massivement pour jouer sur des volumes très importants, ce qui explique l'effet de levier de 30 à 40 destinés à vendre de la dette publique américaine à découvert. Bien que LTCM ait cherché à faire du *hedging* peu avant sa quasi-faillite, le fait est que les stratégies consistant à parier sur la convergence des taux d'intérêt mondiaux ou sur la volatilité

des indices boursiers, se sont révélées catastrophiques pour le fonds et pour la stabilité systémique des marchés.

Avec un effet de levier de cet ordre, LTCM et d'autres fonds spéculatifs étaient devenus extrêmement sensibles et vulnérables aux conditions de marché en cours de dégradation depuis la dévaluation du rouble et le moratoire sur la dette russe, décidé le 17 août 1998. La décision russe se traduisit par un mouvement général sur les marchés de *flight to quality*, une fuite des investisseurs face au risque, une recherche immédiate de liquidité à l'origine d'un assèchement général de la liquidité. Ce phénomène se solda par une vive tension sur les primes de risques et sur les *spreads*, que n'avaient pas pris en compte les modèles de management des risques utilisés par les opérateurs du marché⁸.

Le 31 juillet 1998, LTCM disposait encore d'un capital de 4,1 milliards de dollars, en réduction de moitié par rapport à l'année précédente. Durant le seul mois d'août, LTCM dut enregistrer une perte additionnelle de l'ordre de 1,8 milliard de dollars, réduisant encore la base en capital du fonds à 2,3 milliards de dollars. Durant les deux premières semaines de septembre 1998, les difficultés de LTCM étaient pourtant connues de la plupart des opérateurs de marchés. LTCM souffrait des pertes accumulées et ne parvenait pas à réduire la taille de ses expositions, si bien que les facilités de crédit accordées se raréfiaient et les appels de marge⁹ devenaient plus contraignants. Dès lors que LTCM ne parvenait plus à injecter du capital pour faire face à ses obligations, la capacité de LTCM à honorer ses engagements se dégradait rapidement à partir du 18 septembre. A la veille du 23 septembre 1998, date de l'entrée en jeu de la *Federal Reserve Bank of New York*, la situation de LTCM était devenue, en termes de liquidité, extrêmement critique : toutes les contreparties de LTCM tentaient en même temps de « collatéraliser » les engagements du fonds

(apports de garanties financières sous forme de titres), ce qui, au regard de leur valeur de marché, conduisait à dégrader encore plus son assise en capital. Dans ces conditions, la faillite du fonds était devenue, à partir du 23 septembre, inévitable et se posait alors la question de faire ou de ne pas faire jouer les mécanismes de sanction du marché. Les plus importantes contreparties et les principaux créanciers de LTCM, co-responsables du renforcement de l'effet de levier de LTCM, tentèrent, à partir du 22 septembre, de trouver une échappatoire. Dès lors que leur propre intérêt était de trouver une solution financièrement moins coûteuse que celle à laquelle ils risquaient d'être confrontés à la suite de la faillite du fonds, les principaux créanciers¹⁰ avaient intérêt à mutualiser les pertes de LTCM. Ceci dit, il fallut la force de conviction de la *Fed* (alors qu'elle n'a, à aucun moment, injecté des liquidités dans LTCM) pour que la solution de mutualisation des pertes soit enfin décidée et appliquée après accord entre tous les protagonistes, le 23 septembre 1998 au soir. Les membres du consortium de sauvetage de LTCM durent ainsi recapitaliser le fonds à hauteur de 3,6 milliards de dollars.

LE DIAGNOSTIC : OPACITÉ, EFFET DE LEVIER, PRISE DE RISQUE

Pour provoquer l'intervention de la *Fed* et sa recapitalisation, LTCM s'est révélé d'une opacité très importante, d'effets de leviers anormalement élevés et d'une quasi-absence de *monitoring* externe. A la veille du 23 septembre 1998, LTCM était le fonds spéculatif, à la fois le plus large et celui affichant le levier le plus important, qui lui permettait alors de détenir plus de 125 milliards de dollars d'actifs en gestion, soit environ quatre fois le montant du

second fonds par la taille. Cette situation a été facilitée par le manque de transparence du fonds à l'égard de ses contreparties, dans la mesure où les informations disponibles n'indiquaient rien sur le profil de risque de l'institution. Ce manque d'information, que les contreparties auraient pu lever, était renforcé par le statut des dirigeants de LTCM et de la confiance qu'ils inspiraient aux opérateurs de marchés. Cette opacité tacitement acceptée s'est évidemment soldée par un échec total dans la couverture du risque de contrepartie, dans la mesure où, sur la base des informations obtenues avant le 23 septembre 1998, les contreparties estimaient encore que les engagements de LTCM étaient tous collatéralisables. Qui plus est, si le profil de risque de LTCM était méconnu de ses contreparties, leur modèle VaR et leurs *stress testing* n'avaient pas prévu, à partir des bases de données retenues, d'aussi fortes corrélations entre les risques de marchés, les risques de liquidité et les risques de crédit. En sous-estimant les corrélations entre ces risques, les contreparties n'étaient guère incitées à totaliser leurs engagements sur LTCM : au contraire, la recherche de l'effet de levier était alors plus forte que celle de la sécurité.

Dans l'exemple de LTCM, deux solutions étaient envisageables : la faillite du fonds ou son sauvetage. Si la solution choisie avait été celle de la faillite du fonds, les contreparties se seraient reportées sur d'autres positions pour amortir les pertes générées par LTCM. En effet, en cas de défaut du fonds, les contreparties auraient tenté de liquider toutes les positions de LTCM, alors que les marchés souffraient, à la fin du mois de septembre 1998, d'un assèchement généralisé de la liquidité. Dans ces conditions, la conjonction d'un *flight to quality* et d'une faillite d'un des plus importants fonds spéculatifs était, du point de vue des superviseurs mondiaux, devenue inimaginable. En effet, durant une



période d'instabilité financière, la tendance des acteurs du marché est de se reporter unilatéralement et violemment d'un marché à un autre. Les chocs et les déséquilibres qui se manifestent sur un marché se transmettent aussitôt sur d'autres marchés et s'enrichissent de la dynamique déstabilisante ainsi créée. Les enchaînements systémiques renforcés par les effets de panique engendrés par les phénomènes de contagion de marché à marché ne répondent plus à l'état des fondamentaux de l'économie mais à des phénomènes mimétiques propres aux phases aiguës des crises financières.

LA SUPERVISION DES FONDS SPÉCULATIFS EN QUESTION

Pour éviter que pareils phénomènes ne se reproduisent, le rapport remis au Congrès américain et les travaux de la BRI convergent sur la nécessité de s'orienter vers une supervision des institutions financières (surtout des fonds spéculatifs), qui fonctionnent à partir d'une utilisation agressive de l'effet de levier. LTCM illustre la nécessité de contenir l'effet de levier pour ne pas retrouver des situations où, avec un montant total de notionnel des positions sur produits dérivés avoisinant les 1500 milliards de dollars, LTCM dépassait le notionnel des deux principales banques d'investissement et des six premières banques commerciales américaines¹¹.

L'objectif est de contenir l'effet de levier des fonds spéculatifs, que créanciers et contreparties contribuent à renforcer par leurs comportements grégaires consistant à sous-estimer le niveau des risques pour obtenir des retours sur investissements importants. En ce sens, plusieurs axes de régulation sont pour le moment envisagés : le renforcement de la transparence et de la discipline de marché des fonds

spéculatifs et des institutions financières liées à eux ; le renforcement, d'une part, de la gestion du risque de contrepartie des banques exposées aux fonds spéculatifs, d'autre part, de leur dispositif de *risk management* et, enfin, une plus grande sensibilité des ratios de solvabilité des banques aux risques ; l'extension de la supervision bancaire aux fonds spéculatifs et aux *brokers* ; l'extension des standards de sécurité financière internationaux aux zones *offshore*.

Sur le plan de la transparence financière, l'objectif des régulateurs est de parvenir à fournir une image plus réaliste de la qualité des emprunteurs et des contreparties. Pour ce qui concerne la surveillance exercée directement par les régulateurs, la solution consistant à renforcer la qualité des modèles de contrôle interne et les dispositifs de *risk management* des entités régulées, exposées aux entités non-régulées jouant sur l'effet de levier, semble être aujourd'hui la voie la plus prometteuse. La BRI a, dans ce sens, émit des recommandations¹² destinées à diffuser des standards d'évaluation des risques financiers dans l'industrie bancaire, de façon à ne pas alimenter la recherche d'effets de levier élevés chez les institutions financières non régulées (fonds spéculatifs). A cette fin, les banques ou les *brokers*, contreparties des fonds spéculatifs, jugés co-responsables des effets de levier anormaux des fonds spéculatifs, doivent reconsidérer les hypothèses de leur modèle de risque-crédit et de risque de contrepartie, en envisageant l'hypothèse d'un brusque *deleveraging* des fonds spéculatifs et d'une liquidation violente de leurs positions¹³. Pour ce qui concerne le ratio de solvabilité, les superviseurs encouragent l'utilisation de ratios plus sensibles aux variations des risques de crédit, de marchés et de contreparties, dans l'esprit des discussions ouvertes durant l'année 1999 sur la réforme du ratio Cooke. Enfin, les superviseurs estiment qu'une harmonisation de la



loi sur les faillites des acteurs de marchés doit être envisagée, de même qu'une clarification des règles de compensation (*netting*) de certains contrats financiers. Dans le même esprit, les superviseurs (rapport au Congrès et Forum de stabilité financière) demandent un renforcement important des pratiques de supervision financière dans les zones *offshore*, lesquelles abritent souvent des fonds spéculatifs. Les superviseurs internationaux estiment en effet, que les zones *offshore* contribuent à encourager les arbitrages au moins-disant réglementaire, fragilisant ainsi l'effort de l'ensemble des pays du G7 à parvenir à un environnement prudentiel international plus robuste et plus harmonisé.

La question de la supervision directe ou indirecte des fonds spéculatifs n'a, pour le moment, pas été tranchée par les superviseurs internationaux. Il reste que les fonds spéculatifs, en raison des effets de levier

qu'ils génèrent, restent potentiellement de puissants propagateurs et catalyseurs du risque de système. Comme l'épisode de LTCM l'a démontré, le recours à une approche de *régulation indirecte* axée sur la discipline de marché et la transparence financière ne suffisent pas à contenir les effets de contagion provoqués par les fonds spéculatifs en période de stress et d'assèchement généralisé de la liquidité sur les marchés.

L'alternative prudentielle se situe donc entre, d'une part, la recherche d'une meilleure supervision consolidée de l'ensemble des acteurs de marchés et des banques exposées aux fonds spéculatifs et, d'autre part, *l'approche directe* consistant à mettre en place des contraintes en fonds propres pour les fonds spéculatifs, mesure qui, bien qu'arbitraire et contestée dans ses réels effets, demeure, quoiqu'il en soit, la moins mauvaise incitation pour que les institutions évitent de recourir à des effets de levier anormaux.

NOTES

1. « *Hedge funds, Leverage, and the Lessons of Long-Term Capital Management* », report of The President's Working Group on Financial Markets, Department of Treasury, Board of Governors of the Federal Reserve System, Securities and Exchange Commission, Commodity Futures Trading Commission, avril 1999.
2. Cf. les conclusions du Forum de stabilité financière qui s'est tenu à Paris le 15 septembre 1999.
3. Van Hedge Fund Advisors International (VAN), septembre 1999.
4. Du nom du sous-groupe de travail du Forum de stabilité financière dirigé par M. H. Davies, Président du Financial Services Authority (FSA) britannique.
5. On peut également citer les fonds d'opportunité, les fonds à approche *top down*, ceux à approche décorélée, les fonds baissiers.
6. LTCM intervenait sur les marchés par l'intermédiaire de son fonds L.P (*Long Term Capital Portfolio*) situé dans les Iles Caïmans.
7. Myron Scholes coauteur avec Fischer Black de la formule de calcul d'options utilisée dans toutes les salles de marché, était l'un des principaux responsables de LTCM avec Robert Merton, lui aussi Prix Nobel en 1997.
8. Ils sortaient des hypothèses probabilistes retenues par la plupart des modèles de risque-management de type VaR (*value at risk*), lesquels engendrèrent des pertes pour leurs utilisateurs. La crise de l'été 1998 a prouvé que ces modèles, utilisés par les intermédiaires de marchés et par les institutions financières, n'étaient plus opérationnels, dès lors que des chocs simultanés apparaissaient sur l'ensemble des marchés et que des hypothèses reposant sur des anticipations à faibles corrélations étaient invalidées. Dans ces cas bien précis, les fondements de la finance moderne ne sont plus opératoires, de sorte que la diversification des portefeuilles, au lieu d'agir dans le sens d'une réduction du risque, les accroît tout au contraire.



9. L'appel de marge se pratique sur les marchés à terme en cas de position nette débitrice de l'opérateur. L'appel de marge a lieu, sur le marché à règlement mensuel, le jour de la liquidation mensuelle. Sur les autres marchés, l'appel de marge est quotidien et calculé en fonction du débit ou du crédit qui résulterait de la liquidation du portefeuille de contrats à terme au cours de compensation du jour. En cas de marge négative, l'opérateur est appelé par l'organisme de compensation à verser le montant de celle-ci avant l'ouverture de la séance du lendemain.

10. UBS, Deutsche Bank, Credit Suisse First Boston, Merrill Lynch, Goldman Sachs, Morgan Stanley Dean Witter, JP Morgan, Barclays, Chase, Morgan Stanley, Banker Trust et Travelers, Société Générale, Lehman, Brothers, Paribas.

11. « *Hedge funds, Leverage, and the Lessons of Long-Term Capital Management* », opus cité.

12. Basle Committee on Banking Supervision, « Sound practices for banks' interactions with highly leveraged institutions », 1999.

13. Ces occurrences peuvent être cernées par des lois de probabilité retenant des hypothèses de queues de distribution épaisses.



