



LA RÉGULATION DES « HEDGE FUNDS »

FRANÇOIS CHAMPARNAUD*

Plusieurs reprises au cours des années 1990, l'attention de la communauté financière internationale a été attirée sur l'activité des *hedge funds*. Ce fut d'abord lors des crises des monnaies européennes de septembre 1992, aboutissant à la sortie de la livre sterling du système monétaire européen, et de l'été 1993 à laquelle il a fallu répondre par un élargissement des marges de fluctuations au sein du mécanisme de change.

Les attaques spéculatives contre le bath thaïlandais en juillet 1997, lors de ce que l'on peut appeler la première crise asiatique, ont de nouveau été l'occasion d'une mise en cause des *hedge funds*. Mais ce fut surtout la situation de *Long Term Capital Management (LTCM)* en septembre 1998, proche de la faillite et nécessitant un plan de sauvetage mis en œuvre par ses créanciers à l'initiative de la Réserve Fédérale de New York, afin de recapitaliser le fonds à hauteur de 3,7 milliards de dollars, qui a suscité une série de réflexions des régulateurs financiers ainsi que des infléchissements notables de leurs modes d'intervention.

Tout exercice de régulation amène à se poser, en amont, des questions sur les objectifs de la régulation, les entités régulées, les moyens à retenir ainsi que sur le bilan coût-avantage des actions à entreprendre.

On a souvent souligné à quel point le terme « *hedge funds* » était malvenu pour décrire l'activité des entités qu'il désigne : elles font à peu près tout sauf des opérations de couverture (*hedging*).

Leur origine remonte aux années 1950 avec l'apparition d'un fonds dont la technique de gestion associait des positions longues sur des titres considérés comme sous-évalués et des ventes à découvert d'actions surévaluées, fabriquant par effet de levier sur le capital initial, une position neutre de marché (*hedged*). La position nette n'était, en réalité, jamais totalement neutre mais longue en période de hausse et courte lorsqu'un retournement de marché était anticipé.

* Chef du Service des études et du développement du marché, Commission des opérations de Bourse.

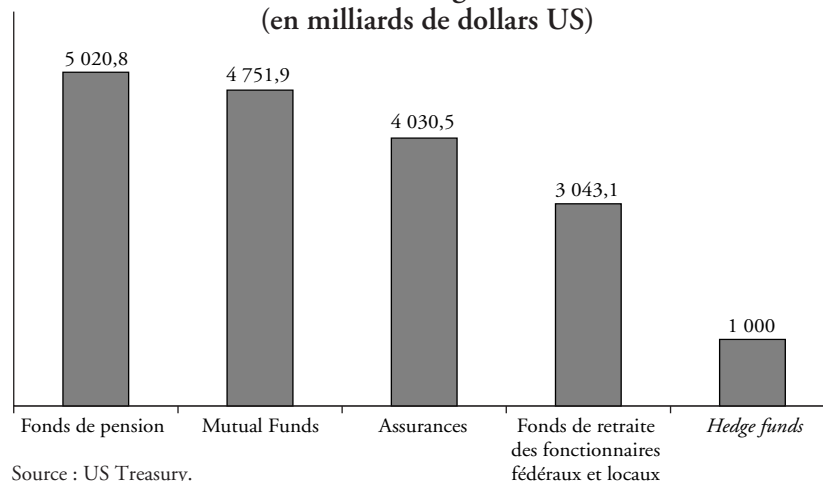
Dans les années 1960, leur nombre s'est accru et l'expression *hedge funds* est restée. Dans cette période d'essor de la gestion collective américaine, leur principale caractéristique, outre le recours à l'effet de levier, était de chercher à offrir aux investisseurs des performances absolues élevées, ne se contentant pas de faire mieux - ou moins bien dans les périodes de baisse - que les conditions générales du marché mesurées par les indices standards. Malgré cette volonté, force est de constater que l'industrie des *hedge funds* obéit à un cycle d'activité globalement corrélé avec les performances des grandes places boursières : contraction durant l'essentiel des années 1970, renouveau jusqu'en 1987, tassement jusqu'en 1991 puis essor concomitant aux grandes crises monétaires du début des années 1990. La situation de LTCM en septembre 1998 n'a que très temporairement freiné leur développement.

Il y aurait ainsi aux Etats-Unis, au début 2000, environ 5 000 *hedge funds* contre 3 500 fin 1998. En Europe, leur progression apparaît également sensible. En 5 ans, ils seraient passé de 150 à 250 environ. La plupart des fonds européens présentent, en effet, des performances élevées, en raison à la fois de la qualité des équipes et des opportunités à exploiter sur les différents marchés du Continent.

Aux Etats-Unis, le montant des actifs des *hedge funds* représenteraient à ce jour 1 000 milliards de dollars, à comparer à 17 846 milliards sous gestion, soit 5,6 % du total.

198

Graphique n°1
Etats-Unis : actifs sous gestion début 2000
(en milliards de dollars US)



La localisation des *hedge funds* est répartie entre les Etats-Unis pour plus de la moitié d'entre eux, mais aussi des places *offshore* (Iles Caïman, Iles Vierges...).

Tableau n°1
Répartition géographique des *hedge funds*
ré recensés en 1997 par Mar/Hedge (%)

Etats-Unis	51,03
Ile de Man	16,59
Antilles Britanniques	13,27
Hong-Kong	9,06
Curaçao	4,75
Bermudes	1,70
Pays-Bas	0,90
Luxembourg	0,63
Antilles Néerlandaises	0,63
Royaume-Uni	0,27
Bahamas	0,27
Turks & Caicos	0,18
Iles Anglo-Normandes	0,18
Autriche	0,09
Canada	0,09
Irlande	0,09
Guernesey	0,09
Iles Caïman	0,09
Iles Vierges	0,09
TOTAL	100,00

Ces données de 1997, ne prennent cependant pas en compte leur croissance récente en Europe, en particulier au Royaume-Uni.

Les *hedge funds* constituent, au plan réglementaire, une série d'exemptions partielles aux textes de base du droit boursier américain :

- la commercialisation des parts de fonds se faisant le plus souvent auprès d'*accredited investors* ou moins de 35 *non-accredited investors*, les fonds n'ont pas à être enregistrés au titre du *Securities Act* de 1933 qui définit les conditions respectives des placements publics et des placements privés. Toutefois, pour rentrer dans cette dernière catégorie, le fonds doit remplir un formulaire et le déposer auprès de la *Securities and Exchange Commission* (Sec) dans les 15 jours qui suivent la clôture de la commercialisation des parts ;
- dès lors que le fonds n'est pas commercialisé auprès de plus de 99 *accredited investors*, il n'a pas à être enregistré au titre de l'*Investment Company Act* de 1940 et n'est donc pas soumis aux obligations qui en résultent : large information permanente sur les performances et les stratégies de gestion, structure de gouvernance du fonds, encadrement des commissions et surtout restriction de l'effet de levier comme des marchés sur lesquels il peut opérer ;



- ils constituent également une exemption aux obligations d'enregistrement comme *Investment Advisers* en vertu d'une tolérance qui amène à considérer l'ensemble de leurs associés comme un seul client et les fait passer ainsi en-deçà du seuil requis de 14 clients. De ce fait, les règles relatives à la rémunération de l'activité de conseil, les conditions d'exercice de la garde des titres ou l'encadrement des transactions au sein d'une même entité ne leur sont pas applicables.

Les *hedge funds* ne sont pas des entités non régulées au sens d'un objet légal non déclaré ou exerçant des activités sans rapport avec celles pour lesquelles il est enregistré. Il s'agit d'exemptions aux dispositifs légaux, prévues par les textes, déclarées auprès du régulateur et acceptées au cas par cas par ce dernier, le plus souvent, il est vrai, à la suite d'une non-opposition à un dépôt de dossier.

Par ailleurs, ils sont soumis à une série d'obligations d'enregistrement :

- les dirigeants s'enregistrent en tant que *Commodity Pool Operator* auprès de la *Commodity Futures Trading Commission* (CFTC) s'ils opèrent sur des marchés dérivés (pour tout ou partie des règles applicables : par exemple, ils sont exemptés de documents d'information des clients s'ils agissent pour le compte d'*accredited investors*) ;
- lorsqu'ils interviennent sur des marchés organisés ils doivent respecter les limites d'emprise et appels de marge, comme tous les participants ;
- lorsqu'ils ont des fonds de pension comme clients, ils sont soumis aux contrôles découlant de la loi Erisa (1974) ;
- en tant qu'opérateurs sur le marché des bons du Trésor américain et sur le marché des changes, ils doivent rendre compte des positions importantes qu'ils sont amenés à prendre.

Ils sont, à ce titre, soumis aux règles visant à assurer l'intégrité du marché. Plus précisément, le Trésor américain dispose des informations confidentielles pour surveiller les gros intervenants sur certains marchés des changes (dollar canadien, mark allemand, yen, franc suisse et livre sterling). De la même façon, il assure le bon fonctionnement du marché des obligations d'état américaines. Sur le marché des « *futures* », les *hedge funds* doivent se conformer aux obligations d'information concernant les positions de marché, accepter le pouvoir d'inspection et respecter les limites de position de marché définies par la CFTC.

Potentiellement, les *hedge funds* ont à faire 7 séries de déclarations auprès de la Réserve fédérale ou du Trésor, 7 auprès de la SEC, 12 auprès de la CFTC en plus des enregistrements auprès de chacun des marchés organisés sur lesquels ils opèrent. Il s'agit dans la quasi-totalité des cas de pures déclarations ne nécessitant pas autorisation préalable d'exercer. Il n'en demeure pas moins que l'on ne saurait parler d'un vide réglementaire. Les *hedge funds* ne sont ni des entités non-régulées, ni même des acteurs opérant « à la marge » des textes. Il s'agit de gestionnaires de fonds

utilisant pleinement les exemptions explicitement prévues par les textes.

Le cas britannique est symptomatique de la nature du régime des *hedge funds* à l'égard des régulateurs : ils ne sont pas enregistrés comme fonds mais 100 % des actifs gérés sont repérés car mis en gestion auprès d'*asset managers* déclarés et contrôlés.

En réalité, les *hedge funds* sont bien enregistrés et, pour de nombreux marchés, leur activité dans sa nature et ses montants est déclarée. En revanche, et c'est là un motif d'inquiétude que la quasi-faillite de LTCM a mis en évidence, ils n'ont pas de contrôleurs prudentiels, à l'image des autres institutions financières (banques, assurances, entreprises d'investissement, fonds d'investissement faisant appel publiquement à l'épargne). On peut, à double titre, considérer cette situation comme une anomalie :

- les *hedge funds* ont une activité de négociation plus risquée que les autres institutions, du moins si on s'en tient à la mesure du risque aujourd'hui la plus communément acceptée (*value at risk*) ;
- ils opèrent, en général, avec un effet de levier. Les considérations prudentielles changent alors de nature. Perdre jusqu'à 100 % des actifs confiés en gestion n'emporte de conséquences que pour l'investisseur qui souvent est averti des risques encourus. Au-delà (ne pas être en mesure d'honorer des engagements pris sur des marchés à partir de crédits accordés) c'est faire courir un risque à d'autres acteurs système et constitue la justification ultime de l'intervention du régulateur prudentiel, à savoir la prévention du risque systémique.

Au total, pour caractériser les *hedge funds*, on ne saurait se fonder sur de seules considérations réglementaires ou statutaires. On est amené à adopter une approche plus fonctionnelle et à croiser une série de critères découlant de leurs comportements, leur type de clientèle, les modes de gestion et les exemptions à la régulation :

- les *hedge funds* recherchent pour leurs clients des performances absolues et non plus mesurées en termes relatifs par rapport à un *benchmark* de marché ;
- leurs clients sont en nombre limité (moins de 100) ; il peut s'agir de particuliers fortunés ou d'institutionnels ;
- les *hedge funds* opèrent avec un effet de levier. Mais là encore, la diversité est la règle. Entre LTCM qui avaient un levier supérieur à 25 et ceux qui ne s'endettent pas, la moyenne de l'industrie est de 2. A titre de comparaison, les opérations pour compte propre de la plupart des grandes banques d'investissement se situent dans le haut de cette fourchette, voir au-delà, mais avec, il est vrai, des niveaux de risque moindres ;
- les dirigeants des *hedge funds* sont rémunérés à la performance et souvent associés au fonds, deux pratiques interdites dans le droit commun des *mutual funds* ;
- la gestion des *hedge funds* est, en dehors de toute considération relative



à l'utilisation de leviers, plus risquée que celle des fonds traditionnels.

Mais, le niveau de risque est lui-même très différent selon la nature du fonds : très élevé pour ceux spécialisés dans les marchés émergents ou les positions courtes sur actions, élevé pour les fonds « macro », modéré pour ceux qui pratiquent l'approche « *value* », bas pour les fonds « *market neutral* ».

Une autre caractéristique forte des *hedge funds* réside, en effet, dans la diversité des styles de gestion.

Du fait des différences de moyens mis à leur disposition, les stratégies varient fortement d'un fonds à l'autre. Mais ces fonds, qui demeurent souvent très discrets à ce sujet, peuvent suivre simultanément plusieurs stratégies en fonction des marchés visés. Il n'est donc pas étonnant de constater qu'il existe plusieurs classifications qui ne sont pas toutes identiques. En se basant sur la typologie de Mar/Hedge, il est possible de distinguer les groupes suivants :

Les fonds « macro » prennent des positions pour profiter des changements économiques anticipés (cours de change, taux d'intérêt, etc.).

Les fonds neutres prennent un ensemble de positions longues et courtes afin de minimiser le risque. Ainsi, dans le cas du marché des actions, le fonds vend à découvert des actions dont la baisse est anticipée à court terme et achète des actions qui devraient augmenter à moyen terme. Néanmoins, le *hedge fund*, en ayant une position légèrement plus importante sur les actions qui devraient augmenter à moyen terme, profitera de la hausse tendancielle du marché et sera capable de profiter de la pertinence de ses choix pour la vente à découvert.

Les fonds sectoriels sont spécialisés dans des secteurs économiques alors que les fonds globaux investissent de façon sélective, dans les marchés émergents ou dans certaines régions du monde.

Les fonds de vente à découvert utilisent la technique du *short selling*. En d'autres termes, il s'agit d'emprunter un titre et le revendre immédiatement en espérant pouvoir le racheter plus tard à un prix plus bas au moment du remboursement. En profitant du découplage de la courbe des taux entre deux pays et en pariant sur la convergence des différences de prix, le *hedge fund* peut aussi, grâce à la technique de la vente à découvert, prendre des positions sur les deux types de bons du trésor. Puisque les écarts de prix ou de rémunération sont très faibles, les positions doivent être très importantes.

Les fonds événementiels - actions investissent dans des actions d'entreprises sous-évaluées, en restructuration, sujet de rumeurs d'OPA ou d'OPE, etc. Dans le cas d'une OPE, il est traditionnellement observé que la parité d'échange est à l'avantage du détenteur de la société achetée. Donc il apparaît profitable de vendre à découvert des actions de la société qui lance l'OPE et d'acheter des actions de la société visée pour



bénéficier de l'échange d'actions au moment de l'OPE.

Les fonds de fonds sont des fonds qui investissent dans les autres *hedge funds*.

La plupart des *hedge funds* cherchent à exploiter des imperfections de marché ou des évaluations qu'ils jugent erronées en utilisant les outils financiers les plus sophistiqués pour obtenir un profit maximal avec une mise de fonds minimale et en ayant une stratégie d'investissement très active.

Mis à part la protection de l'investisseur, les *hedge funds* risquent d'entraver le bon fonctionnement des marchés soit en raison de leur impact sur l'évolution des cours, soit en raison des problèmes de contrepartie ou de liquidité qu'ils pourraient poser aux autres acteurs. Ces deux types de risque se révèlent en définitive étroitement liés.

A première vue, l'activité des *hedge funds* est salutaire puisqu'elle permet de réduire les écarts de prix économiquement injustifiés et d'accroître la liquidité des marchés. En un mot, la spéculation permettrait d'améliorer l'efficacité des marchés. Néanmoins, le rôle des *hedge funds* peut être critiqué si leurs positions sont capables d'influencer la fixation de justes prix sur les marchés.

Ainsi, les *hedge funds* seraient responsables de mouvements erratiques et importants sur certains marchés de matières premières. Dans cette optique, les autorités de tutelle du *London Metal Exchange* ont pris un ensemble de mesures réglementaires visant à limiter la spéculation : obligation de déclaration des positions importantes à court terme, amendes en cas de non respect des impératifs en cas de non divulgation, publication quotidienne du détail des transactions, etc. Les interventions des *hedge funds* représenteraient entre 10 et 20 % des transactions sur le Liffe. D'après les études disponibles sur les crises de change, il semble que le rôle des *hedge funds*, sans avoir été négligeable, n'ait pas été déterminant.

Sur tous ces marchés, sans sous-estimer le rôle de la spéculation, il se révèle difficile de distinguer le rôle des *hedge funds* de celui des autres acteurs impliqués dans des activités de spéculation. En effet, les banques, qui mènent des activités de marché pour compte propre, utilisent les mêmes outils et suivent des stratégies comparables, voire identiques, à ceux des *hedge funds*.

Ces mêmes turbulences ont provoqué la quasi-faillite du plus important *hedge fund* qu'est le *Long Term Capital Management* dont le capital était réduit de moitié au début septembre 1998 et qui allait bientôt être dans l'impossibilité de faire face à ses échéances notamment dans le cadre de ses relations avec les banques contreparties au moment des appels de marge. Le sauvetage de LTCM, qui a été organisé par la Federal Reserve Bank de New York, a impliqué 14 banques dont la



moitié étaient européennes. Ce plan comprenait une recapitalisation à hauteur de 3,7 milliards de dollars et la gestion du fonds par un comité de 5 banques créditrices.

Le sauvetage de LTCM a été en grande partie motivé par l'importance de ses positions sur certains marchés, en particulier les bons du Trésor américain, et les risques systémiques que la faillite de ce fonds aurait pu faire peser sur le système financier international. Ce sauvetage, assuré par les acteurs privés, a visé à liquider progressivement les positions du LTCM en réduisant les pertes éventuelles pour les contreparties. Mais ces risques, sans être minimisés, doivent être mis en perspective.

Il se révèle très difficile de connaître précisément le montant des positions de LTCM et l'ampleur du risque que sa faillite faisait courir au système financier international. Afin de permettre un dénouement des positions le plus efficace possible, la stratégie fut de ne pas communiquer les positions afin de ne pas perturber les marchés. Simultanément, il se révèle malaisé de trouver les outils d'évaluation pertinents pour analyser l'ampleur de l'exposition et les pertes éventuelles quand les produits dérivés sont utilisés.

Mais plusieurs éléments apparaissent difficilement contestables. La combinaison du crédit accordé par les banques avec l'utilisation de produits dérivés a permis à LTCM d'avoir des anticipations de gains très élevées en regard de la mise de fonds initiale. Pour un montant de capital d'environ 4,8 milliards de dollars au début de l'année 1998, LTCM, avait, selon certaines estimations bénéficié de crédits bancaires représentant 20 fois son capital et une exposition comprise entre 100 et 180 milliards de dollars. Dans ce cas là, l'exposition signifierait le risque de perte maximale du portefeuille détenu des produits dérivés qui pourrait résulter d'une évolution défavorable de prix des sous-jacents au moment du calcul.

A cet égard, on peut se demander si LTCM ne représentait pas une exception comparée aux autres *hedge funds*. La réputation des dirigeants leur a permis de bénéficier de facilités de crédit considérables et de prendre des positions très importantes sur certains marchés. Ceci empêchait les banques de réaliser les collatéraux qu'elle détenait dans leur relation de contrepartie avec LTCM. En effet, la vente massive des bons du Trésor américain détenus par les banques risquait de déstabiliser profondément le marché des bons du Trésor.

De la même façon LTCM semblait avoir une position importante sur les bons du Trésor anglais, puisqu'il en avait vendu à découvert en contrepartie d'une position longue sur le taux monétaire flottant (Libor) en espérant que les cours des bons du Trésor anglais diminuerait. En raison de la crise russe, la prime de risque entre le Libor et les bons du Trésor anglais au lieu de se réduire s'est accrue. LTCM a donc cherché à vendre ses positions.



Il apparaît nécessaire de se demander si les banques ont su réaliser une évaluation sérieuse et ont su faire preuve d'une maîtrise convenable des risques dans leur relation avec LTCM et plus généralement les *hedge funds*. Ensuite, l'effet de levier, grâce à des prêts bancaires ou au recours à des produits dérivés, a permis à ces investisseurs, dont les règles de conduite et de transparence étaient très faibles, de disposer de moyens d'intervention importants.

Un trait frappant des réactions consécutives au plan de sauvetage de LTCM en septembre 1998, est le très grand nombre des instances de régulations à s'être penché sur les problèmes posés par les *hedge funds* :
- à l'initiative du Président des Etats-Unis, le Trésor américain, la Fed, la SEC et la CFTC ont rendu public en avril 1999 un rapport collectif : *Hedge funds, Leverage and the Lessons of Long Term Capital Management* ;
- les professionnels ont souvent pris les devants et avancés eux-mêmes des propositions de réforme ou de modifications de comportements. Tel est le cas du CRMPG (*Counterparty Risk Management Policy Group*) créé à l'initiative de douze banques internationales, essentiellement américaines et qui, au-delà d'un premier rapport rendu public en juin 1999, continue à être un interlocuteur important des régulateurs pour les questions prudentielles.

Le point de vue exprimé était bien sûr celui des contreparties des *hedge funds*. Tel est le cas également de l'industrie des *hedge funds* elle-même dont le rapport du mois de février 2000 « *Sound practices for hedge fund manager* » constitue une excellente référence technique.

D'autres travaux de professionnels sont venus compléter ces recommandations. Il convient de souligner que l'*input* des professionnels aux débats prudentiels est toujours constructif et de qualité. Une des raisons en est qu'ils sont à l'origine des innovations technologiques vis-à-vis de laquelle les régulateurs publics ne peuvent être que réactifs. Pour les 15 dernières années, on se contentera de citer deux exemples particulièrement significatifs : les modèles internes de gestion de risques (basés sur la *value at risk*) et les bonnes pratiques de contrôle interne.

S'agissant des divers organismes de coopération internationale, trois d'entre eux ont fourni des travaux ou recommandations approfondis et de qualité :
- le Comité de Bâle des régulateurs bancaires dans deux rapports de janvier 1999 en direction des contreparties bancaires : *Banks interactions with highly leveraged Institution et Sound practices for banks' interactions with highly leveraged institutions* ;
- le Comité technique de l'organisation internationale des commissions de valeurs mobilières en direction des régulateurs de marché et d'entreprises d'investissement : *Hedge funds and other highly leverage institution (november 1999)* ;

- le *Financial Stability Forum* est également apparu comme une enceinte appropriée pour un problème impliquant plusieurs catégories de régulateurs.

La crise du sud-est asiatique et ses répercussions sur les marchés financiers mondiaux ont souligné la nécessité d'un mécanisme de prévention de l'instabilité financière, s'appuyant sur une coopération plus étroite entre les institutions financières internationales et les régulateurs des principaux secteurs financiers. Dans cet esprit, le G7 a investi Hans Tietmeyer, président de la Bundesbank, d'une mission d'étude des voies d'une telle coopération et des modalités de sa mise en œuvre.

Le rapport de M. Tietmeyer proposait la création d'un Forum de stabilité financière (FSF) auquel participeraient, aux côtés des représentants des ministères des Finances, des banques centrales et des autorités de régulation des pays du G7, les organisations internationales réunissant ces régulateurs (Comité de Bâle, OICV, IAIS) et les institutions financières internationales (FMI, Banque mondiale) ainsi que les représentants des comités d'experts des banques centrales (Comité des systèmes de règlement, livraison et *Committee on the Global Financial System*).

Le rapport de M. Tietmeyer identifiait trois axes de travail majeurs : le diagnostic des faiblesses systémiques de l'architecture financière internationale, la réflexion sur les actions correctives à conduire et le renforcement de la coordination et des échanges d'informations entre les autorités impliquées dans la stabilité financière.

Pour la réalisation de ses objectifs, le FSF s'est organisé en groupes de travail dans les domaines d'étude suivants : institutions à fort effet de levier (*hedge funds*), flux de capitaux à court terme, centres financiers *offshore*. A ces groupes de travail permanents il a été décidé d'adjoindre deux comités *ad hoc* : le premier portant sur l'application de normes d'une portée internationale, le second traitant des fonds de garantie des dépôts (*deposit insurance schemes*).

Le groupe de travail sur les institutions à fort effet de levier a été placé sous la présidence de Howard Davies, président de la *Financial Services Authority* de Grande-Bretagne. S'appuyant sur les travaux déjà réalisés dans les enceintes telles que l'OICV et le Comité de Bâle, ce groupe a orienté ses travaux vers les voies d'une meilleure prise en compte des effets de levier des institutions financières, essentiellement par le renforcement du contrôle des risques encourus par leurs contreparties. A ce mode de surveillance indirecte peuvent s'ajouter d'autres modalités de contrôle direct notamment par l'instauration de procédures encadrant la déclaration des transactions aux autorités et leur publicité. Parallèlement à l'étude de ces recommandations, le groupe a entrepris un travail d'enquête sur les effets

induits par les institutions à fort effet de levier sur les marchés financiers des pays émergents.

Enfin, les travaux de différentes enceintes sur la transparence financière sont tous obligés d'aborder directement ou indirectement dans leurs recommandations ou dans les règles qu'ils établissent la question des *hedge funds* : ainsi les groupes Patat sur la transparence des positions agrégées, Groupe Fisher (*Multidisciplinary Working Group on Enhanced Disclosures*) cherchant à promouvoir un standard de *disclosure* commun aux banques, entreprises d'investissement et *hedge funds*, ou le suivi annuel des éléments d'informations donnés par les banques et entreprises d'investissement mené en commun par le comité de Bâle et l'OICV.

En France, le rapport remis en avril 1999 par Olivier Davanne au ministre de l'Economie, des Finances et de l'Industrie fait des propositions précises pour améliorer la transparence des portefeuilles financiers et la maîtrise des risques de marché.

Quelles leçons été tirées de « l'accident LTCM » ?

Les difficultés de ce fond ont mis en lumière qu'il utilisait à une grande échelle l'effet de levier et dans des conditions de faible transparence. Dans ce contexte, de grandes banques et des entreprises d'investissement furent amenées à entrer dans des opérations de gré à gré avec LTCM sans disposer des informations suffisantes sur les risques de contrepartie qu'elles prenaient.

Les régulateurs ont identifié les défaillances suivantes :

- les contreparties de LTCM (banques ou entreprises d'investissement) avaient une vision extrêmement partielle de l'ensemble des engagements du *hedge fund* ;
- la concurrence a entraîné un certain relâchement dans les pratiques d'évaluation du risque de crédit ;
- la réputation de haut niveau d'expertise des gérants du fonds a créé un sentiment de sécurité qui s'est avéré mal fondé ;
- LTCM avait négocié, grâce à la fragmentation des informations données, des rabais, voire des suppressions d'appels de marges de la part des chambres de compensation de marchés organisés ou des contreparties sur les marchés de gré à gré ;
- certaines contreparties avaient bien une information pertinente mais ont clairement manqué de l'expertise nécessaire pour l'analyser.

Deux autres aspects méritent d'être soulignés :

- en raison de l'image positive de LTCM, de très grandes maisons de titres avaient « imité » ses positions (ou du moins celles qu'elles connaissaient), accroissant le risque de liquidité dans l'hypothèse d'un retournement de marché ;



- des dirigeants bancaires étaient, à titre personnel, actionnaires de LTCM, engendrant un conflit potentiel entre leurs intérêts propres et ceux de leur propre maison, contrepartie du *hedge fund*. Il s'agit très clairement d'un relâchement des règles de *Corporate Governance* au sein du secteur bancaire.

Au total, on peut analyser l'origine de la crise comme la conséquence de pratiques trop libérales des banques et entreprises d'investissement à l'égard des fonds spéculatifs opérant avec un fort effet de levier. Cette question dépasse largement le cas de LTCM et même des *hedge funds*. Nombre d'entre eux n'opèrent pas avec des leviers aussi élevés. À l'inverse, plusieurs grandes maisons de titres affichaient des leviers plus élevés que LTCM en septembre 1999, et auraient pu connaître des difficultés comparables.

D'une manière générale, si les règles existantes en matière de gestion des risques de contrepartie et de contrôle interne avaient été appliquées rigoureusement, la crise de LTCM ne se serait probablement pas produite. Cette constatation souligne un des points faibles de la régulation internationale. Cette dernière souffre certainement davantage d'un certain manque d'effectivité ou d'exhaustivité dans la mise en œuvre des règles et normes produites que de leur nombre trop réduit ou même d'un niveau de détail insuffisant.

Dès lors, la régulation directe a été écartée comme irréaliste, voire contre-productive. En premier lieu, elle aurait pu avoir pour effet une migration des *hedge funds* vers des zones *offshore* où ils n'auraient été ni enregistrés, ni même soumis à un minimum d'encadrement. En second lieu, parmi les objectifs de la régulation prudentielle, celui de protection des investisseurs individuels n'est pas pleinement pertinent, s'agissant des *hedge funds*. L'encadrement des risques et des produits offerts à un nombre limité d'investisseurs fortunés et avisés s'efface derrière le souci de maîtrise des risques de système.

De fait, il n'y a pas de vrai substitut de nature réglementaire à de bonnes pratiques de gestion des risques de marché et de crédit ainsi qu'à une extrême attention à apporter aux modalités de collatéralisation.

C'est donc la voie de la surveillance indirecte des effets de levier à travers l'industrie financière qui est privilégiée. Les dispositifs réglementaires ou incitatifs existent (exigences de capital pour couvrir le risque de crédit, divulgation d'informations dans les rapports annuels, remontée régulière d'information aux régulateurs, contrôle interne). Elles doivent être mieux appliquées. En particulier, les régulateurs ont choisi d'encourager le perfectionnement des techniques d'évaluation des risques de crédit.

Ainsi, les professionnels (CRMPG et associations de *hedge funds*) ont émis une série de recommandations visant à des mesures effectives des risques de marché, de crédit mais aussi de liquidité. De même, des

définitions pertinentes et opérationnelles de l'effet de levier ont été proposées, à la suite d'un vrai travail d'approfondissement technique aboutissant à de réels progrès. La diffusion de ces indicateurs, et des méthodes associées, constituent des références tant pour les fonds, leurs contreparties que pour les régulateurs pruden­tiels de ces mêmes contreparties.

Pour ces dernières, comme pour les chambres de compensation des marchés organisés, les régulateurs pruden­tiels ont confirmé et renforcé les incitations à une surveillance quotidienne, voire intra-quotidienne, des positions, l'établissement et le respect des limites d'emprise et de concentration des risques.

Ils s'assurent de la fréquence et de la pertinence des *stress-tests*, obtiennent des informations régulières sur les *value at risk*, les positions hors bilans et les techniques de collatéralisation.

Les débats relatifs à la régulation des *hedge funds* tournent autour de l'utilisation optimale de deux techniques traditionnelles de la supervision des intermédiaires : le *reporting* et le *disclosure*. Rappelons la distinction :

- le *reporting* consiste en la fourniture régulière d'informations quantitatives ou qualitatives aux régulateurs ;
- le *disclosure* est une divulgation de données au public, c'est-à-dire à l'ensemble des intervenants sur les marchés, professionnels comme non professionnels.

Le premier (*reporting*) a pour objectif de permettre aux régulateurs de prévenir les risques en détectant leur montée et en anticipant leurs effets. Ils sont alors à même d'intervenir auprès des entités surveillées. Le second (*disclosure*) vise à informer les investisseurs ou les contreparties potentielles de la nature de l'activité et des risques qu'ils encourent en s'y associant.

Le *reporting* aux régulateurs est nécessaire. S'agissant des contreparties des *hedge funds*, il a été renforcé. Il convient toutefois d'avoir conscience que cette pratique ne saurait procurer un confort excessif. Les organismes de régulation ne sont pas à même d'analyser en temps réel un flux de données relatives à des positions de marché. Ces positions se dénouent souvent dans la journée et des états trimestriels ou mensuels en rendent imparfaitement compte. Le *reporting* ne peut délivrer les opérateurs de la responsabilité qui leur incombe d'estimation et de suivi des risques.

Le *reporting* a pour objectif d'identifier les principaux acteurs et l'évolution structurelle des principaux marchés. C'est essentiel pour détecter la nature, la localisation et la montée en puissance des risques de système ; non pour les gérer.

Le *disclosure* est une voie extrêmement prometteuse sur laquelle de grands progrès ont été accomplis qu'il s'agisse d'inviter les contreparties à révéler les engagements qu'elles ont pris vis-à-vis des *hedge funds* ou

qu'il s'agisse d'inciter ces fonds eux-mêmes à donner un nombre croissant d'informations sur leurs positions et leurs risques. Les régulateurs s'orientent aujourd'hui vers l'établissement d'un cadre de *disclosure* commun aux banques, *hedge funds*, entreprises d'investissement et assurances pour toutes les catégories des risques.

Par ailleurs, on note que les *hedge funds* font de la transparence un argument commercial et qu'ils sont de plus en plus nombreux à donner des indications sur leurs positions ou leurs risques, en particulier sur leur site Internet ou par le biais d'associations professionnelles. Le tournant de la transparence semble aujourd'hui pris de façon définitive.

Peut-être ne prépare-t-on jamais les crises de demain mais, de façon plus certaine, celles d'hier.

L'industrie des *hedge funds* a changé de nature depuis septembre 1998. Elle a prospéré et le montant des actifs a augmenté. Toutefois, LTCM par son activité et son effet de levier était sans doute unique en son genre.

Il y a aujourd'hui plus de *hedge funds* mais de taille plus réduite. Les plus importants se recentrent, estimant avoir dépassé l'optimum de dimension pour être pleinement efficaces. Ainsi, est-on passé en 2 ans d'une taille moyenne de 120 millions à 80 millions de dollars, avec un niveau moyen de levier moindre. La gestion du risque a de ce fait changé de nature. Les clients aussi qui sont, en particulier en Europe, de plus en plus des fonds de pension, caisses de retraite ou institutionnels.

Peut-être, les risques eux-mêmes sont-ils en train d'évoluer ? Jusqu'en septembre 1998, l'attention s'était portée sur les risques de marché. Après LTCM, les risques de crédit et de liquidité ont été précisés.

Aujourd'hui, l'augmentation des volumes traités et la sophistication croissante des outils technologiques renforcent le risque opérationnel ; lequel est devenu un sujet majeur de réflexion pour la communauté financière internationale et, plus précisément, les régulateurs pruden- tiels et de marché.