

GESTION ALTERNATIVE

LES HEDGE FUNDS

FACE AU RISQUE OPÉRATIONNEL



Jimmy Zou

Associé

L'industrie des *hedge funds* est très exposée aux risques opérationnels. Les textes qui l'encadreront devront s'en préoccuper. Les bonnes pratiques en la matière tendent vers une démarche proche des modèles "bâlois".



Ilan Cohen

Manager

Pricewaterhouse
Coopers

L'industrie de la gestion alternative a été touchée de plein fouet par la crise. En France, depuis le début de l'année 2008, les encours de *hedge funds* ont diminué de 41 %. Au troisième trimestre 2008, ils ont baissé de 210 milliards de dollars au niveau mondial, soit près de 10 % du total. Au premier semestre 2008, 350 fonds ont fermé, soit 15 % de plus que l'an dernier à la même période. D'après une étude menée par l'équipe de recherche de Natixis, près de 20 % des fonds pourraient disparaître d'ici un an, soit 2 000 des 10 000 qui existent.

LE RISQUE OPÉRATIONNEL, PRINCIPALE CAUSE DE FAILLITE DES HEDGE FUNDS

La crise financière confronte l'industrie de la gestion alternative à un défi stratégique majeur : renforcer la

transparence et restaurer la confiance. Un prérequis est indispensable pour actionner ces leviers : la maîtrise du risque opérationnel. Pourtant, ce dernier n'est pas un phénomène nouveau pour l'industrie de la gestion alternative. La crise financière n'a fait qu'amplifier le sujet et le remet à l'ordre du jour.

Une analyse menée sur les faillites recensées sur une période de 10 ans (1996 – 2006) démontre que la moitié d'entre elles peuvent être attribuées à une maîtrise insuffisante du seul risque opérationnel [1]. La répartition des différentes catégories de risques opérationnels fait apparaître la fraude – fausses valorisations et détournement de capitaux – comme la source

[1] Source : Quantification of Default Risk in Hedge Funds, Edhec, janvier 2007.

« Le scandale Madoff est un exemple classique de ce type de risque opérationnel, dont l'impact s'est révélé particulièrement catastrophique. »

principale des faillites recensées. De nombreux incidents et faillites auraient pu être évités par une meilleure maîtrise du risque opérationnel.

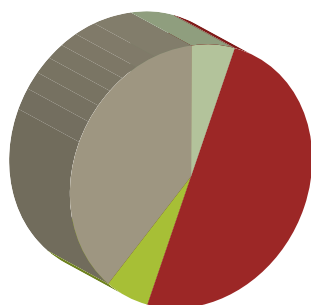
LA GESTION ALTERNATIVE EST VULNÉRABLE

Les risques opérationnels sont spécifiques et plus prégnants du fait de la nature même de l'activité : structuration des fonds réalisée dans un cadre souvent peu régulé (fonds spéculatifs *off shore*), intervention sur des marchés de gré à gré (traitements manuels possibles), investissement dans des produits peu liquides et difficiles à valoriser, utilisation de techniques de gestion complexes, rotations de portefeuille plus élevées dues aux stratégies d'arbitrage. Ce type de gestion demande des outils technologiques de pointe : paramètres, pricing, vaste réseau d'informations financières. Il peut faire intervenir une cascade d'intervenants avec des distances géographiques importantes : gérant, sous-gérants, gérant de fonds de fonds, distributeur, dépositaire, sous-dépositaire, *prime broker*... En outre, les fonds spéculatifs domiciliés dans des centres *off shore* sont souvent opaques. Les arguments des gérants pour justifier cette confidentialité sont basés sur le secret de fabrication de la stratégie.

I. QUANTIFICATION DU RISQUE DE DÉFAUT DES HEDGE FUNDS

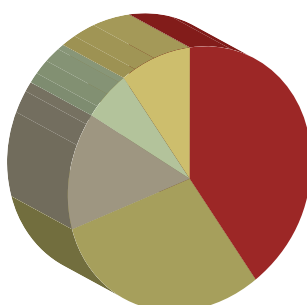
En janvier 2007 (EDHEC)

Répartition des causes de faillite des fonds



- Risque opérationnel seulement : 50 %
- Risque de gestion seulement : 6 %
- Risque d'investissement seulement : 38 %
- Causes multiples : 6 %

Décomposition des causes de faillite dues au risque opérationnel



- Fraude à la valorisation/ erreurs importantes de valorisation : 41 %
- Détournement de capitaux et gestion frauduleuse : 30 %
- Négociations non autorisées ou en dehors de la politique de gestion : 14 %
- Inadéquation/insuffisance des ressources et infrastructures : 6 %
- Autres (risques de modèle : erreurs humaines) : 9 %

UN PROFIL DE TYPE "SCÉNARIO EXTRÊME"

La cartographie des risques opérationnels doit s'adapter aux spécificités de cette industrie. Différents scénarios sont à analyser, par exemple :

- la fraude à la valorisation en publiant dans les rapports des informations fausses ou trompeuses (par exemple pour cacher d'importantes pertes financières) ;
- le détournement de capitaux quand les espèces du fonds sont détournées par le gérant pour un usage personnel ou pour couvrir les pertes liées à des mauvaises décisions ;
- l'investissement sur des produits non autorisés et en dehors de la stratégie définie dans le mandat ;
- l'incapacité de mettre en œuvre la stratégie proposée, en raison de l'inadéquation des ressources et des moyens ;

■ l'incapacité à valoriser les instruments financiers complexes (erreurs de pricing).

Généralement, la fraude apparaît suite à des mauvais paris sur les investissements réalisés. Le gérant modifie sciemment les positions dans l'espoir de voir le résultat s'améliorer. Le scandale Madoff est un exemple classique de ce type de risque opérationnel dont l'impact s'est révélé particulièrement catastrophique.

LE RISQUE OPÉRATIONNEL AU CENTRE DES DÉBATS

L'investisseur lui-même exprime à travers un certain nombre d'enquêtes le fait que la maîtrise du risque opérationnel a un poids aussi important que la performance. Une récente étude de PricewaterhouseCoopers [2] démontre que les prin-

[2] "Operational Risk: An Alternative Challenge",

cipaux critères de désélection pour les investisseurs sont la faible qualité de son dispositif de maîtrise des risques et le manque de transparence du fonds (encadré 2).

La consultation de la Commission lancée fin décembre 2008 sur les hedge funds matérialise la volonté de la place de réguler de façon homogène cette industrie. Cette initiative s'inscrit dans la continuité des différents travaux de place : le rapport Adhémar (septembre 2007), le rapport Rasmussen (avril 2007), et enfin le Hedge Fund Standards Board (HFSB) à Londres qui a publié vingt-huit bonnes pratiques à appliquer dans l'industrie en janvier 2008. Aux États-Unis, en janvier 2008, le groupe PWG (President's Working Group on Financial Markets) a proposé également des bonnes pratiques.

La crise financière et les différents scandales ont au moins cela de bénéfique : légitimer la mise en place d'une régulation adaptée à cette industrie. Comme l'a mentionné Jean-Pierre Jouyet, président de l'AMF, dans une conférence sur les hedge funds à Bruxelles, le 26 février 2009 : "À chaque chose malheur est bon, nous n'avons plus à nous convaincre mutuellement de l'intérêt de réguler les hedge funds et à nous épuiser en vaines arguties. C'est déjà ça. Il y a un consensus sur le sujet, ce qui, avouez-le, est un progrès considérable quand nous regardons en arrière. Autant de temps de gagné pour s'atteler aux détails techniques, et ils ont leur importance" [3].

LES BONNES PRATIQUES

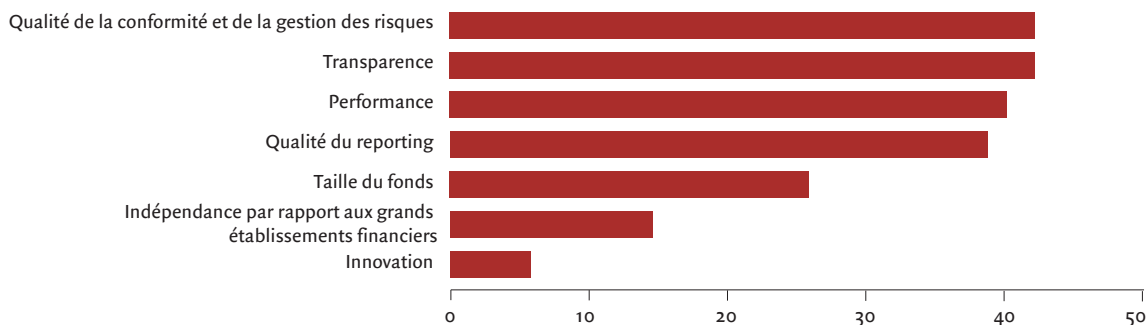
Les bonnes pratiques tendent vers une démarche axée sur les processus et les risques, relativement proche

septembre 2008.

[3] Document présentant l'intervention de Jean-Pierre Jouyet, président de l'AMF lors d'une conférence sur les hedge funds, le 26 février 2009.

2. GESTION DES RISQUES, MOTIF DE DÉSÉLECTION DES FONDS

Quel est, selon vous, le principal motif de désélection d'un fournisseur ?



Source : PricewaterhouseCoopers "Operational risk : an alternative challenge - septembre 2008"

des pratiques bâloises :

- identifier les processus et les risques ;
- hiérarchiser ces derniers et sélectionner les scénarios majeurs ;
- évaluer les contrôles existants et les comparer à un référentiel cible de bonnes pratiques ;
- identifier les plans d'action et organiser leur mise en place ;
- organiser un processus de collecte des pertes avérées ;
- enfin, piloter la chaîne de valeur par la mise en place d'indicateurs (key risk indicators) et de reportings. Le dispositif de contrôle doit s'adapter aux spécificités de cette industrie. Il est nécessaire d'aller au-delà des contrôles des administrateurs de fonds (souvent peu équipés pour "pricer" des instruments financiers complexes) et des auditeurs. En plus des due diligences financières, des due diligences opérationnelles devront être menées. Ces investigations doivent prendre en compte toute la chaîne de valeur afin d'identifier les principaux rôles (conception du produit, décision d'investissement, passation d'ordres, tenue des positions de gestion, suivi des flux de transactions, dépositaire actif, dépositaire pas-

“Ni la transparence, ni la sécurité ne sont ennemies de la compétitivité. Certains hedge funds l'ont déjà compris qui en font un argument de vente anticipant ainsi la régulation à venir.”

sif...). Les fonctions externalisées devront être analysées au peigne fin afin de définir précisément les responsabilités et d'anticiper les litiges potentiels (risque juridique). La notion d'indépendance devra être régulièrement évaluée.

UN PRÉREQUIS INDISPENSABLE À DES JOURS MEILLEURS

L'amélioration des processus permettant un meilleur contrôle des risques est incontournable. Les gestionnaires d'actifs doivent rassurer, prendre en compte les nouvelles attentes des investisseurs et favori-

ser les réallocations d'actifs. Pour cela, ils devront miser d'abord sur la transparence. L'enjeu de la mise en place d'un tel dispositif est donc stratégique à l'heure où l'image de certaines sociétés de gestion d'actifs a été ternie.

Cet aspect de compétitivité a également été mentionné par le président de l'AMF le 26 février 2009 : "Pour faire vivre la gestion alternative et l'innovation financière, il nous faut plus de transparence et plus de contrôle des risques. C'est simple. Ni la transparence, ni la sécurité ne sont ennemies de la compétitivité. Certains hedge funds l'ont déjà compris qui en font un argument de vente anticipant ainsi la régulation à venir. Je note également certaines initiatives d'associations de l'industrie appelant à plus de transparence envers le régulateur. C'est déjà un pas dans la bonne direction. Cela montre que l'on peut travailler en coopération avec l'industrie sur un sujet suscitant beaucoup d'attentes au G20 du 2 avril" [4]. ■

[4] Source : voir note précédente.