

HEDGE FUNDS

Contrôle et régulation : une absolue nécessité !



Isabelle Augé
Consultante senior
VBF Consulting

Les *hedge funds* ont joué un rôle d'accélérateur et d'amplificateur de la crise financière. Très rapidement dans le processus de crise, c'est-à-dire dès 2007, le besoin d'une réglementation spécifique avait été évoqué. En Europe, une première directive doit voir le jour cet automne.

Les *hedge funds*, ou fonds alternatifs, sont des fonds d'investissement non cotés à vocation spéculative. Ils recherchent des rentabilités élevées et recourent abondamment aux produits dérivés, en particuliers aux options. Ils utilisent l'effet de levier, c'est-à-dire la capacité à engager un volume de capitaux qui soit un multiple plus ou moins grand de la valeur de leurs capitaux propres.

LES HEDGE FUNDS JOUENT UN RÔLE MAJEUR DANS L'ÉCONOMIE...

Ils contribuent à la performance des marchés et offrent aux investisseurs une source de diversification des risques. En exploitant les anomalies des marchés, à travers des stratégies complexes, les *hedge funds* participent à l'efficacité macroéconomique et financière. Les modèles utilisés visent à rechercher une performance absolue décorrélée des évolutions des marchés. Cette recherche de performance induit une liberté totale de style de gestion

qui permet aux gérants de recourir à la vente à découvert et à l'utilisation de manière intensive des produits à des effets de levier. La rémunération des gérants est bien entendu basée sur la performance du fonds.

Les *hedge funds* offrent aux investisseurs une alternative de diversification des risques aux portefeuilles "classiques", car leurs résultats sont en théorie déconnectés des performances des marchés actions et obligations. En outre, les bonnes performances des *hedge funds* attirent les investisseurs institutionnels, compagnies d'assurances et fonds de retraite, qui recherchent des produits alternatifs capables de doper leurs rendements traditionnels.

Enfin, ce type de fonds rééquilibre l'offre et la demande, en fournissant aux investisseurs moins sophistiqués des prix conformes aux fondamentaux économiques car non liés à la volatilité directe des marchés. Ils ont un rôle positif, car ils fournissent de la liquidité dans des secteurs délaissés ou habituellement peu liquides.

MAIS LES HEDGE FUNDS SONT TOUTEFOIS PORTEURS DE RISQUES IMPORTANTS...

L'effet de levier, mis en œuvre grâce à l'utilisation de dérivés complexes contractés sur les marchés de gré à gré, et l'absence de liquidité sur leurs marchés engendrent un risque significatif et systémique de propagation des faillites.

L'exploitation des anomalies de marché contraint les fonds à opérer rapidement et discrètement pour maintenir des opportunités d'arbitrages. Ce manque de transparence peut également dissimuler des fraudes, comme l'a montré l'affaire Madoff, ou aboutir à un risque financier élevé causé par de mauvaises valorisations d'actifs illiquides et complexes.

Particulièrement actifs sur le marché des *credit default swaps* (CDS), les *hedge funds* sont contreparties de plus de 30 % des ventes de protections. Ils sont également de gros clients des banques d'investissement, par le poids de leurs opérations de marché.

La concentration de l'activité des *hedge funds* sur des marchés peu liquides et l'interconnexion avec les banques par le jeu des financements a facilité la propagation d'une crise financière.

Ainsi, l'industrie des *hedge funds* amorce depuis fin 2008 un tournant très difficile. Les indices du secteur enregistrent des performances négatives avec une perte cumulée sur l'année 2008 de 22 % et une baisse attendue de 11 % des encours gérés dans le monde par les fonds spéculatifs, qui se situeraient à 1 330 milliards de dollars d'ici la fin de l'année 2009. Dans le même temps, les demandes de rachat des investisseurs et la restriction de crédit imposée par les banquiers des *hedge funds* (les *prime brokers*) se sont intensifiées depuis la faillite de Lehman Brothers, créant des contraintes de liquidité sans précédent.

ATTENDUES, LES PISTES DE RÉFORME SE CONFIRMENT

Ces fonds ont proliféré dans un monde sans régulation. L'effet taille et leur responsabilité dans la crise a convaincu les autorités mondiales du risque majeur pour l'équilibre financier du monde. C'est pourquoi, on assiste à une prise de conscience de la nécessité d'harmoniser les approches à l'échelle européenne et transatlantique pour remettre de l'ordre dans le système financier.

“LES PROPOSITIONS LES PLUS RADICALES PROVIENNENT DES ÉTATS-UNIS”

Dans ce contexte, les propositions de réglementation issues du G20 pourraient dès l'automne imposer les obligations suivantes :

- l'enregistrement systématique des fonds auprès d'une autorité de tutelle ;
- l'obligation de détenir un minimum de capital et de plafonner l'endettement ;

“L'effet de levier, mis en œuvre grâce à l'utilisation de dérivés complexes contractés sur les marchés de gré à gré, et l'absence de liquidité sur leurs marchés engendrent un risque significatif et systémique de propagation des faillites.”

- l'exigence d'informations transparentes sur les actifs détenus et le devoir de délivrer une information régulière sur la valorisation des parts ;

- plus de transparence dans l'information financière avec des données sur la gestion, sur le recours à l'endettement et le contrôle des risques. Ces informations doivent pouvoir être transmises d'un pays à l'autre, pour qu'un *hedge fund* puisse être surveillé même s'il est établi dans un paradis fiscal ;

- la compensation centralisée pour les CDS avec la standardisation des produits et la mise en place d'un système centralisé d'information. Ce point de la réforme est déjà en marche – les contrats au format ISDA – et les États-Unis ont créé une plateforme de compensation. On attend avec impatience la réaction de l'Europe ;

- le renforcement des fonds propres afin de limiter l'effet de levier ;

- l'anticipation de la réalisation des risques de crédit au moyen de provisions “prospectives” établies sur la base de pertes non réalisées mais attendues et un enregistrement systématique même lorsque la conjoncture est favorable. Cette approche

n'est actuellement pas autorisée par les normes comptables ;

- la constitution de fonds propres supplémentaires basée sur des restrictions de dividendes, de rachat d'actions ou de distribution de capital ;

- pour les *hedge funds* comme pour les fonds de capital investissement, c'est le culte de la confidentialité et du secret qu'il faudra abandonner pour laisser place à la transparence.

LES MESURES AURONT UN IMPACT MAJEUR SUR LES HEDGE FUNDS...

En limitant le niveau d'endettement les *hedge funds* se trouvent contraints et les opérations de *leverage buy outs* sont limitées.

Hier, ils pouvaient réaliser des acquisitions même substantielles en s'endettant jusqu'à 90 %, pour se rembourser “sur la bête”, en endettant au maximum l'entreprise acquise.

Ces opérations continueront d'exister dans une mesure raisonnable, les possibilités d'endettement étant infiniment moindres et la dette plus chère. Les banques n'ont pas attendu la réforme et demandent, d'ores et déjà, des fonds propres plus importants et ont renchéri le coût du crédit pour de telles opérations. Pour le moment, il est quasi-impossible de monter une telle opération pour plus de 1 milliard de dollars.

Même si le marché est en avance de phase par rapport à la mise en place de la réglementation, il est important que les autorités, par-delà les différences entre régulateurs anglosaxons, attachés à la compétitivité de leur industrie financière, et régulateurs d'Europe continentale, favorables à une plus grande surveillance, trouvent un terrain d'entente sur le compartiment des *hedge funds* : à même activité financière, même réglementation prudentielle ! ■