

Les hedge funds sont-ils responsables de la crise?

Les conclusions de l'étude faite par la Financial Services Authority (FSA) au Royaume-Uni sur la contribution des hedge funds au risque systémique sont venues contrecarrer la théorie de l'UE selon laquelle les hedge funds seraient responsables de la récente crise financière. Néanmoins, la crise a mis en lumière les insuffisances du secteur en matière de gestion des risques. Explications.

Nathalie BOUCHAIB GAROLLE
Kinetic Partners (Switzerland) SA

L'enquête a été menée sur 50 des plus gros gérants de hedge funds régulés par le FSA, représentant 300 milliards de dollars d'actifs gérés. Ce rapport montre qu'à la fin octobre 2009, l'exposition au crédit pour le plus important de ces gérants, qui finançait ses transactions via plusieurs banques, s'élevait à 1 milliard de dollars au maximum et que le risque de crédit encouru par une seule et même banque contrepartie d'un seul hedge fund s'élevait à 500 millions de dollars au maximum. L'enquête a aussi démontré qu'à fin 2009, la moyenne d'appel de marge exigée par un prime broker se situait à 40%, contre 20% en octobre 2007. Les chiffres mesurés par le FSA durant ces dernières années nourrissent la base de données d'IOSCO (International Organisation of Securities Commissions) et ont permis de définir une liste de paramètres de risque que chaque autorité de surveillance est tenue, dès à présent, d'exiger des gérants de hedge funds. Ces données, qui seront collectées tous les six mois dès septembre 2010, permettront de mesurer le risque systémique du secteur de la gestion des investissements alternatifs. Les informations communiquées peuvent aussi donner quelques éléments quant à la concentration de hedge funds sur certaines stratégies.

Risque systémique

Le risque systémique, qui est une notion plutôt académique à l'origine, est arrivé sur le devant de la scène en raison de la crise financière qui a débuté en 2007 avec les sub-

primes et qui a affecté l'ensemble du système bancaire mondial avant de se propager au système financier. Certains hedge funds, alors importants détenteurs de créances titrisées – 80% des tranches les plus risquées des CDO selon Blundell-Wignal (2007) – ont perdu de leur valeur et ont peiné à faire face aux appels de marge de leurs prime brokers. Les remboursements exigés par leurs clients paniqués et en manque de liquidité dans un marché des crédits asséché vont accentuer la difficulté des hedge funds à ajuster leurs positions. La crise de liquidité s'étend, poussant l'ensemble des hedge funds à vendre une partie de leurs actifs à perte (deleveraging), ce qui va créer un véritable vent de panique sur les différentes Bourses mondiales.

«La crise financière a mis en évidence les faiblesses de la gestion des risques dans le domaine des fonds, mais aussi le manque de surveillance de la part des banques quant aux paramètres de risques pouvant mettre en péril leur santé financière»

Cette crise en cascade a montré du doigt les hedge funds et leur potentielle participation au risque systémique du système financier, même si le précurseur de ladite crise financière reste le marché interbancaire. Par le passé, le cas de LTCM, en octobre 1998, mettait déjà en lumière le risque encouru par les différentes contreparties exposées

au fonds. Les régulateurs avaient alors demandé aux banques d'être plus attentives à la solvabilité de leur clientèle hedge funds. Certaines des contreparties de LTCM s'étaient regroupées afin d'éviter de déstabiliser le système financier en recapitalisant le fonds. Dix ans plus tard, les banques centrales se sont substituées aux établissements privés pour éviter l'effondrement du système, qu'elles ont renfloué en injectant quelque 700 milliards de dollars!

Un soutien aux marchés

La conséquence de la crise que nous vivons actuellement a permis la réduction de l'utilisation des effets de levier de la part des hedge funds qui ont, de ce fait, pour certains, réduit leurs investissements. Rappelons que, selon le rapport du FSA publié en 2006, le levier moyen «ante-crise» était de 2,4.

Il est aussi utile de rappeler que certains jours de l'année 2007, le tiers des transactions exécutées sur les marchés de dérivés était dû aux gérants de hedge funds qui soutiennent les marchés et apportent la liquidité nécessaire à ces derniers par la diversité et la fréquence des opérations traitées. Par conséquent, les banques bénéficient amplement de ce volume de transactions à travers leurs activités de courtage. Ce qui explique la compétition féroce qui oppose un grand nombre d'établissements privés pour attirer une clientèle toujours croissante de hedge funds.

La crise financière a mis en évidence les faiblesses de la gestion des risques dans le domaine des fonds, mais aussi le manque de surveillance de la part des banques quant aux paramètres de risques pouvant mettre en péril leur santé financière. Cette conjoncture a permis aux gouvernements des pays du G20 de se pencher sur les failles du

système financier et de faire pression sur les autorités de supervision des marchés. Une des conséquences de cette crise est la directive européenne AIFM. Le projet de directive européenne négocié depuis avril 2009, qui vise à mieux encadrer les hedge funds et les fonds de private equity, a été

«Les investisseurs attendent aussi plus de transparence quant aux opérations et aux instruments sous-jacents à ces transactions»

approuvé à la majorité lundi 17 mai dernier à Strasbourg par les ministres européens. La directive AIFM, si elle est acceptée par le Parlement européen, rentrera en vigueur début 2012 et elle prévoit, entre autres, une obligation d'enregistrement et de transparence pour les gérants de fonds alternatifs (hedge funds/private equity funds/fonds investissant dans l'immobilier ou infrastructures). Cette directive prévoit aussi de mieux encadrer les rémunérations et de forcer les gérants à communiquer sur les niveaux de levier utilisés et surtout de les limiter. Si le Parlement européen, qui défend généralement un point de vue plus libéral, ratifie le projet durant l'été, nous irons vers une réglementation plus accrue pour les gérants de fonds alternatifs (voir p. 36).

Nouvelle gestion des risques

L'implantation de ces nouvelles mesures, combinée aux attentes des investisseurs, pousse à l'émergence de nouvelles solutions de gestion des risques et à repenser le risque de manière plus globale. Les attentes des investisseurs en termes de transparence et de protection sont au centre des préoccupations des autorités de régulation mais aussi des gouvernements des pays membres de l'UE comme d'outre-Atlantique. La crise en cascade de 2007-2008 a modifié la perception des investisseurs qui tendent à être de plus en plus sophistiqués. La conjoncture est favorable à une institutionnalisation croissante des hedge funds. Les investisseurs attendent plus de transparence en général, et plus particulièrement en termes de reporting. Historiquement, le Sharpe Ratio était un élément de marketing

et de reporting permettant de comparer les «single managers» entre eux, mais, à présent, la capacité à démontrer comment, pour un niveau de risque donné, la performance est produite devient une préoccupation des investisseurs. Autrement dit, les investisseurs attendent aussi plus de transparence quant aux opérations et aux instruments sous-jacents à ces transactions.

Les fonds alternatifs doivent être capables de démontrer aux autorités locales qui les régulent ainsi qu'à leurs investisseurs, la mise en place d'outils permettant de surveiller en permanence les leviers utilisés pour leurs transactions mais aussi de mesurer les risques qui en résultent. Cette tendance est nettement corrélée à l'émergence de la notion de «corporate gouvernance» commune à tous les opérateurs du système financier.

Les pressions des régulateurs et des investisseurs obligeant les hedge funds à veiller au monitoring de paramètres tels que le risque de contrepartie, de liquidité, en plus

du risque de marché, favorisent l'émergence de nouvelles solutions de gestion des risques intégrées. Cette tendance rappelle vaguement celle résultant des exigences du Comité de Bâle II, relatives à la transparence financière et à la mise en place nécessaire d'outils de gestion des risques pour les banques. Dans son processus de sélection d'investissement, un investisseur peut s'avérer être aussi responsable que le gérant de l'investissement sélectionné si ce dernier utilise maintes sources de monitoring des risques. Dans le même esprit, une banque devrait être capable de mesurer son risque de marché et de contrepartie, ainsi que son niveau de «corporate governance», à travers ses services de courtage grâce à une solution intégrée. Le monitoring des principales sources de risques grâce à une solution intégrée présente chez les prime brokers comme au sein des unités de gestion des fonds alternatifs, permettrait, notamment, de limiter le transfert des risques entre acteurs des marchés. ■ N.B.G.

L'ART DANS B&F



Jean-Michel Basquiat, *Untitled*, 1981, acrylique, pastel gras et peinture à l'aérosol sur toile, 198 x 173 cm. Collection Mia et Patrick Demarchelier, © 2010, ProLitteris, Zurich