

Amundi Alternative Investments

## Repères Alternatifs

### Peut-on réguler un hedge fund ?

L'objectif de ce second numéro est de savoir si les hedge funds *peuvent* être régulés et non pas s'ils *doivent* être régulés. Notre propos va donc s'intéresser à la faisabilité d'une régulation en s'affranchissant de considérations politiques ou morales, très intéressantes au demeurant, mais qui mériteraient un développement spécifique. Il nous semble absolument nécessaire de dépassionner le débat et de le déplacer sur le terrain scientifique : ces véhicules d'investissement peuvent-ils être régulés ? Pour qui ? Avec quels moyens ? Réguler signifie chercher à donner une certaine stabilité à un système car, sans régulation, le marché ne fonctionne pas (ex : *les monopoles*). Or, le manque de transparence et la rareté des données publiques disponibles sur les activités des hedge funds impliquent de grandes difficultés pour l'analyse de la stabilité financière en termes de risques (systémiques) potentiels. Ce numéro va donc s'intéresser à comprendre comment réduire l'asymétrie d'information intrinsèque entre intervenants du marché.

#### Edito



Nous assistons actuellement à une vague sans précédent d'initiatives réglementaires visant à prévenir une nouvelle crise financière, et mettant les hedge funds à l'index. Aux Etats-Unis, l'enregistrement auprès de la SEC va devenir obligatoire et les gérants feront l'objet d'un programme d'audit renforcé. En Europe, le projet de Directive AIFM va dans le même sens. Les gouvernements auront donc un accès accru à l'information sur les opérations, les positions et le levier des gérants. La question n'est donc plus de savoir s'il y aura plus de régulation mais quelle forme prendra-t-elle, et quelle sera son niveau d'efficacité? Le défi sera de trouver l'équilibre entre les préoccupations légitimes des pouvoirs publics quant au risque systémique et la protection des clients, sans pour autant diminuer la capacité des gérants à générer de la performance absolue et à maintenir l'efficience et la liquidité sur les marchés. Je crois que les gérants talentueux continueront à trouver des solutions innovantes afin de générer de l'alpha, et qu'une régulation renforcée ne diminuera pas les besoins en termes de due diligences opérationnelles. En ces temps de changements, les intermédiaires tels qu'Amundi AI vont jouer un rôle central auprès des investisseurs en leur offrant toute une palette de solutions avec des niveaux élevés de contrôle, transparence et gestion du risque.

Cordialement,  
**Bruce Beatus**  
Directeur Juridique & Conformité  
Amundi Alternative Investments

#### Réguler et non mettre au pas

Les débats autour de la régulation des hedge funds confondent fréquemment coercition des hedge funds et faisabilité d'une régulation spécifique. En science économique, la question de la faisabilité de la régulation devient alors: peut-on réduire l'asymétrie d'information d'une part entre la puissance publique et les hedge funds, et d'autre part entre les clients et les hedge funds. En effet, la crise financière a révélé la défaillance de la diffusion de l'information financière : agences de notation peu rigoureuses, banques possédant des produits toxiques, fraudeurs se faisant passer pour des hedge funds... L'exigence nouvelle réside donc dans une information précise, rigoureuse et diffusée par des intermédiaires compétents.

Il est également important de réfléchir aux bénéficiaires de la régulation: les *contribuables* – qui veulent éviter que leurs impôts ne servent à payer pour des erreurs dont ils ne sont pas responsables – ou les *clients des hedge funds* – qui ne souhaitent pas perdre leur argent sans être bien informés du risque pris ? Sachant que parfois, les deux ne font qu'un. En fonction de ce curseur, *contribuables* ou *clients*, nous distinguerons deux types de régulation: les régulations prudentielles et les régulations propres au marché.

#### Régulations prudentielles

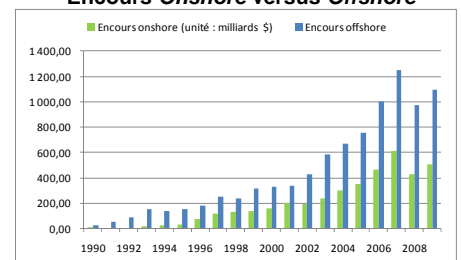
Les projets de régulations prudentielles posent, quant à leur faisabilité, au moins trois questions importantes : est-il possible d'assigner aux hedge funds une autorité de tutelle unique ? Est-il réaliste de contraindre leur niveau de levier ? Et enfin, comment assurer la fiabilité de marchés de type produits dérivés, dont les hedge funds sont de grands consommateurs ?

#### > Tutelle commune & indépendante

Une tutelle commune et indépendante garantit le bon fonctionnement des marchés, en évitant les abus des acteurs, les fraudes et en permettant un maximum de transparence. Elle peut aussi imposer des taxes. Le FMI a ainsi émis l'hypothèse d'une taxe sur les hedge funds pour alimenter un fonds d'assurance. L'institution d'un tel fonds se heurte cependant au problème de l'*aléa moral* bien connu des économistes : savoir que le système sera sauvé inciterait de manière perverse les hedge funds à se désresponsabiliser et à prendre des risques démesurés.

En outre, le caractère mondialisé de l'industrie des hedge funds est en lui-même une limite opérationnelle importante à la mise en place d'une tutelle commune. En effet, les institutions financières de régulation, Banques Centrales en tête, ne sont pas en mesure d'assurer le suivi des activités des hedge funds par leurs outils habituels de données statistiques, en raison principalement de la domiciliation de ces derniers à l'étranger, et notamment dans des paradis fiscaux. On distingue les hedge funds *offshores* (ex : îles Caïmans, Bahamas) des hedge funds *onshores*, qui pour la plupart sont localisés dans des régions à fiscalité réduite (ex : Irlande, Luxembourg, Suisse). Les premiers représentent près de 70% de l'ensemble de l'industrie.

Encours Onshore versus Offshore



Source: Hedge Fund Research

De ce fait, il est courant, voire inévitable, de s'appuyer sur des informations reposant sur la déclaration volontaire des hedge funds auprès des autorités de tutelle et de surveillance du marché, ou auprès de bases de données commerciales et de médias financiers spécialisés. Cette fourniture volontaire d'informations peut entraîner différents biais et lacunes sur les données, et donc dévaluer leur qualité, voire leur fiabilité.

En outre, supprimer les hedge funds offshore ne servirait à rien si en même temps les paradis fiscaux ne sont pas régulés. C'est le problème du dumping fiscal instituant une concurrence déloyale. La régulation prend ici tout son sens pour améliorer les déséquilibres du système économique et financier dans son ensemble. Mais l'on comprend bien que cette régulation dépasse les seuls enjeux des simples hedge funds.

## > Levier

Le capitalisme pour être florissant a besoin de manière vitale de l'appétit pour le risque des acteurs ainsi que du levier. Comme le montre Sullivan (*Taming Global Village Risk II: Understanding and Mitigating Bubbles, Journal of Portfolio Management, 2009*), permettre des conditions faciles de crédit crée la croissance mais aussi du risque pour le système dans son ensemble. C'est pour cela que se sont élevées des voix pour réduire le levier des hedge funds. Pourtant, casser la dynamique du levier peut être problématique car cela diminuerait non seulement la croissance et la liquidité, mais enlèverait aussi de l'intérêt aux hedge funds (cf. le N°1 de Repères Alternatifs). En outre, toucher au levier reviendrait à impacter les *primes brokers* et donc les banques d'investissement qui permettent ce levier. Cela est possible mais l'enjeu est plus complexe.

En réalité, le risque systémique, certes dû en partie au levier, est en réalité surtout la conséquence de l'opacité de l'information diffusée sur les produits échangés. A cet égard, la mise en place de chambres de compensation est plus réaliste.

## > Chambre de compensation : le cas des CDS

Les hedge funds sont très consommateurs de produits dérivés. Par exemple, 60% des CDS américains sont détenus par des hedge funds (*source* : Greenwich Associates). Et malgré les règles définies par l'ISDA (*International Swaps and Derivatives Association*), les CDS s'échangent sur des marchés non organisés où plusieurs banques d'investissement tiennent le marché (*market-makers*). En fait, le souci est qu'il s'agit de transactions non-financées qui peuvent parfois être relativement opaques.

La mise en place d'une chambre de compensation (*clearing house* en anglais) prend ici tout son sens : organisme national ou international qui assure la sécurisation des paiements sur un marché, elle se porte garante des opérations qu'elle supervise. A ce titre, elle ne donne l'ordre de procéder au règlement que lorsque qu'elle s'est assurée que les adhérents compensateurs possèdent bien le cash ou les titres. Elle peut aussi se

substituer à l'un de ses adhérents défaillants. La chambre de compensation améliore donc de facto la transparence des acteurs, et permet la viabilité et la fiabilité des marchés qu'elle supervise.

A court-terme, la solution réside néanmoins dans l'exigence des acteurs eux-mêmes.

## Disciplines de marché

**Dans un système mondialisé et décentralisé, une régulation efficace - c'est-à-dire visant à réduire l'asymétrie d'information - s'avère passer par la responsabilisation des acteurs. Elle seule permet de s'affranchir des réglementations particulières. Reste à savoir comment la mettre en œuvre de manière efficace et pragmatique.**

## > Sélection à l'entrée

Une première solution est d'imposer une barrière à l'entrée pour éviter que des clients non avertis n'investissent dans les hedge funds. Cette barrière à l'entrée discipline le marché en diffusant l'information implicite suivante : « *il faut être averti - et donc implicitement aisé - pour investir ici* ». Outre le fait que aisé ne signifie pas nécessairement averti, la démocratisation a aussi permis à des produits complexes dédiés aux hedge funds de se retrouver dans des fonds monétaires achetés par des particuliers. Ces derniers, peu ou mal informés du risque, ont pu ainsi accéder à des performances d'investissement supérieures. La barrière à l'entrée n'est donc plus un gage fiable de discipline du marché des hedge funds.

## > Best practices

Une seconde solution, qui nous semble plus adéquate, est le regroupement de hedge funds proposant des « *best practices* » ou standards de gestion transparents et rigoureux. Ceci permettrait d'améliorer substantiellement l'information diffusée sur cette industrie et d'éviter de susciter des mythes préjudiciables.

Le Hedge Fund Standards Board ([www.hsfq.org](http://www.hsfq.org)), qui regroupe à ce jour 58 hedge funds représentant 215 milliards de dollars d'encours sous gestion, a ainsi développé des *best practices* sur les thèmes suivants : une politique d'investissement décrite en détail, une valorisation des fonds indépendante, une gestion du risque rigoureuse, l'emprunt de titre sans utilisation du droit de vote. Cette initiative va dans le sens d'une responsabilisation des hedge funds partenaires, et diminue le risque de « *free riders* », et donc de membres qui ne suivraient pas toutes les *best practices* à la lettre, par rapport à un cadre réglementaire inflexible : la pression des partenaires est normalement dissuasive.

## > Due diligences

Enfin, une troisième solution est l'*intermédiation* qui permet elle aussi de

diminuer l'asymétrie d'information entre clients et hedge funds.

Les fonds de hedge funds réalisent ainsi des enquêtes sur les politiques d'investissement des fonds dans lesquels ils souhaitent investir. Ces enquêtes, portant le nom de *due diligence*, consistent en un processus qui doit être qualitatif, quantitatif et itératif, c'est-à-dire progressif et récurrent. Les due diligences ont d'ailleurs accru les besoins en modélisation de la performance des hedge funds. Les due diligences opérées par la multigestion alternative permettent ainsi, lorsqu'elles sont réalisées correctement, de réduire significativement l'asymétrie d'information entre le client et le hedge fund.

Pour être réaliste et efficace dans sa mise en œuvre, la régulation de l'industrie des hedge funds passe donc par un cadre réglementaire - qui doit être clair, souple et mondialisé - mais aussi par des acteurs/experts qui supervisent cette activité complexe et se doivent d'avoir une exigence plus forte.

**Pierre Claus (Ensaï)**

Responsable de la filière Gestion des Risques et Ingénierie Financière

[www.ensai.com/pierre\\_claus](http://www.ensai.com/pierre_claus)

## Pour Aller Plus Loin...

Le projet de directive AIFM (« Alternative Investment Funds Managers »)

### Le contexte

Ce projet daté du 29 avril 2009 et actuellement en cours de discussion au Parlement Européen vise à établir une réglementation des gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs (hedge funds, fonds de private equity et fonds immobiliers). En contrepartie d'une supervision accrue, les gérants se verraient offrir un passeport leur permettant de commercialiser leurs fonds dans les Etats membres de L'U.E.

### Les objectifs

Les derniers textes de compromis, adoptés les 17 et 18 mai derniers par le Conseil ECOFIN et par le Parlement, affichent des objectifs ambitieux : agrément obligatoire pour toute commercialisation aux investisseurs institutionnels des Etats membres, contrôle du levier, valorisation indépendante obligatoire, responsabilité du dépositaire, etc.

L'adoption en première lecture de la Directive par le Parlement est prévue le 6 juillet 2010. Ira-t-elle jusqu'au bout de ses ambitions ?

## CONTACTS

Spécialistes Produits Clientèles France et Groupe Crédit Agricole: +33 1 57 72 16 23

## PROCHAIN NUMERO SPECIAL :

*Le prix de la liquidité*