RÉGLEMENTER EN S'INSPIRANT DES MÉTHODES DE SÉLECTION DES GÉRANTS

Christophe Chouard
Directeur Général
HDF Finance

Beaucoup a été dit sur le rôle des *hedge funds* dans la crise, et sur la nécessité de les réguler davantage. Il paraît nécessaire de rétablir certaines vérités et de poser les bases de réflexion pour aboutir à une meilleure réglementation.

Ce sont des excès qui sont à l'origine de la crise que nous traversons aujourd'hui ou qui ont contribué à son évolution :

- excès d'endettement des ménages américains, avec des banques commerciales locales qui ont intentionnellement prêté à des débiteurs non solvables parce qu'elles parvenaient malgré tout à revendre ces prêts douteux à des banques d'investissement et à des véhicules de titrisation ;
- excès de confiance d'investisseurs qui se sont trop appuyés sur des agences de notation et sur des banques d'investissement et n'ont pas regardé d'assez près ce qu'ils achetaient ;
- excès d'endettement de grandes banques d'investissement avec des activités de *trading* pour compte propre parfois démultipliées par un levier de 40 ou plus ;
- excès de confiance des institutions financières dans leur propre solidité, conséquence des ratios prudentiels procycliques, où une hausse des marchés encourage à prendre plus de risques ;
- excès de prise de risque par des compagnies d'assurances ou des banques comme AIG ou Citigroup qui ont présenté un risque systémique alors qu'elles étaient parmi les plus régulées au monde ;
- excès de certains *hedge funds* ou de fonds de *hedge funds* qui ont fait des promesses de liquidité impossibles à tenir ;
- excès dans les utilisations des ventes à découvert par des *hedge funds* qui ont parfois pu "manipuler" des cours en passant des ordres de vente pour des montants importants sans même posséder les titres ni les avoir empruntés au préalable

PARMI LES *HEDGE FUNDS*, TOUS NE SE RESSEMBLENT PAS...

Il est aussi utile de rappeler ce que sont les *hedge funds*, trop souvent, et à contre sens, qualifiés "en bloc" de fonds spéculatifs. Les *hedge funds* ne sont pas une classe d'actif, c'est une manière de gérer. À l'origine, les *hedge funds* sont des fonds "de couverture". Ils se différencient des fonds traditionnels par l'utilisation d'une plus large panoplie d'outils de gestion afin d'éviter les risques trop faiblement rémunérés. Ces outils leur donnent une liberté de choix entre les "bons" risques et les "mauvais" risques afin de générer un rendement absolu, sans se préoccuper des indices de marché, et de protéger le capital à moyen terme.
Il faut reconnaître que certains fonds ont pu utiliser le levier dans des proportions déraisonnables et que

d'autres fonds se qualifient de *hedge funds* pour attirer à eux des capitaux alors qu'ils n'ont rien de fonds de couverture. Parmi les fonds qui ne peuvent que difficilement se protéger, on trouve les fonds qui se substituent aux banques pour prêter (ABL ou *asset based lending*), les fonds acheteurs en dernier recours d'actifs en détresse ou les fonds de placement privés (PIPE ou *private investments in public entities*).

SEULS CERTAINS *HEDGE FUNDS* PRÉSENTENT UN RISQUE SYSTÉMIQUE...

On entend que les *hedge funds* comportent un risque systémique pour l'économie. Pourtant, il faut rappeler qu'aucun *hedge fund* n'a bénéficié des milliers de milliards de dollars des plans de soutien des États accordés aux banques et des compagnies d'assurances qui, elles, présentaient un risque systémique majeur, alors qu'elles étaient parmi les plus régulées. Seuls certains fonds qui se sont qualifiés de *hedge funds* peuvent avoir pris trop de risques et peuvent également avoir présenté un risque systémique et il est sain que ceux-ci soient amenés à disparaître. À l'avenir, tout ce qui contribue à éviter les excès et à prévenir les risques systémiques est une bonne chose.

...MAIS LA MAJORITÉ RENDENT SERVICE À L'ÉCONOMIE

Grâce à la flexibilité que leur donne la plus large panoplie d'outils de gestion à leur disposition, de nombreux *hedge funds* améliorent l'efficience des marchés et contribuent à ce que l'argent se déploie plus facilement vers les entreprises en croissance, créatrices d'emploi, et à éviter le "gâchis" des capitaux alloués à des sociétés à pérennité incertaine destructrices d'emplois. En vendant ce qui leur paraît trop cher et en achetant ce qui leur semble trop bon marché, de nombreux *hedge funds* participent à l'intégrité des prix et contribuent à éviter la formation de bulles spéculatives. Si un prix décale à la hausse du fait d'un montant trop important à l'achat, un *hedge fund* peut se porter vendeur en face de l'acheteur. Il contribue ainsi à freiner la hausse du prix et à décourager d'éventuels acheteurs spéculatifs. De plus, l'activité des *hedge funds* améliore la liquidité des marchés, c'est-à-dire qu'elle améliore la capacité des intervenants à traiter à tout instant pour des montants importants, rapidement, et au meilleur prix.

« Certains fonds se qualifient de hedge funds pour attirer des capitaux. »

LES VICTIMES DE LA CRISE ?

Les *hedge funds* ne sont pas à l'origine des facteurs ayant déclenché la crise comme l'a montré le rapport de Larosière et la Turner Review (*voir la bibliographie, p. 46*). Ils en sont même plutôt les victimes. Quand les banques ont dû réduire la taille de leur bilan et se désendetter pour reconstituer rapidement leurs capitaux réglementaires, parce que leurs ratios prudentiels procycliques les poussent à vendre quand les marchés baissent, elles ont fait s'éloigner les prix des titres de leur valeur intrinsèque car elles devaient déboucler leurs positions "à tout

prix". Les gérants classiques et alternatifs ont vu alors les performances de leurs fonds affectées négativement, ce qui a pu pousser certains investisseurs déçus à passer des ordres de vente. Certains *hedge funds* avec un levier trop important, et/ou investis sur des instruments bien moins liquides que la liquidité qu'ils avaient promise à leurs investisseurs, ont dû bloquer les demandes de rachat.

POURQUOI RÉGLEMENTER LES *HEDGE FUNDS*?

L'industrie des *hedge funds* est une industrie hétérogène et aujourd'hui peu réglementée directement. À part la France, rares sont les centres *onshore* ayant alloué des ressources pour réguler une industrie qui ne représente que 1 % à 2 % des encours sous gestion globaux. De tout ce qui précède, nous pouvons conclure qu'une meilleure réglementation des *hedge funds* doit répondre à quatre objectifs :

▮ Protéger les investisseurs en reprenant les principes utilisés par les gérants de fonds de *hedge funds*

La gestion "de couverture" peut rendre de précieux services aux investisseurs : sur 20 ans, les actions internationales n'ont permis de multiplier le capital initial que par 1,8, quand un fonds de *hedge funds* bien géré par HDF a permis de multiplier ce capital initial par 4,8!
Une réglementation efficace permettrait donc aux investisseurs de bénéficier des attraits des *hedge funds* dans un cadre sécurisant. Elle reprendrait des principes de bon sens utilisés depuis des années par des fonds de *hedge funds*. Parmi ces principes, on peut citer une liquidité offerte aux investisseurs adossée à des actifs de liquidité comparable, l'indépendance du dépositaire-conservateur, l'indépendance de l'administrateur-valorisateur, et l'établissement de critères objectifs sur l'auditeur comptable du fonds.

▮ Permettre aux marchés de toujours bénéficier des apports des *hedge funds*

Les *hedge funds* doivent pouvoir continuer à utiliser les outils de gestion à leur disposition pour délivrer de la performance et de la protection aux investisseurs, mais également contribuer à rendre les marchés plus efficients. Il est indispensable que la réglementation établisse un cadre qui évite les excès, comme la vente à découvert "nue" (*naked short*), celle qui n'a même pas fait l'objet d'emprunt de titres, mais ce cadre doit être suffisamment large pour que les *hedge funds* talentueux puissent s'exprimer dans un espace de liberté suffisamment grand pour rendre les marchés plus efficients. La vente à découvert doit demeurer légitime. On peut souligner le fait que de grands régulateurs se sont déjà exprimé sur cette contribution positive des *hedge funds* à l'efficience des marchés

« Il faut éviter les excès, mais la vente à découvert doit par exemple rester légitime. »

▮ Prévenir le risque systémique

Il est également souhaitable de prévenir les risques systémiques qui pourraient provenir de la prise de risques inconsidérés ou de l'accumulation simultanée de risques similaires chez un trop grand nombre de *hedge funds*. Pour y parvenir, on peut envisager leur enregistrement obligatoire, la transmission trimestrielle de leurs portefeuilles à leurs régulateurs respectifs et la consolidation de ces informations entre régulateurs. De leur côté, les régulateurs doivent naturellement se doter des ressources nécessaires (moyens techniques et humains) pour pouvoir traiter ces informations et exercer une réelle surveillance du risque systémique global.

▮ Être la même pour tout le monde

Enfin, il est indispensable que les réglementations des *hedge funds* se mettent en place de manière la plus uniforme possible dans le monde. Il faut éviter la concurrence par la réglementation. Si les *hedge funds*, réactifs et mobiles, migrent vers le moins-disant réglementaire, alors tous les efforts de régulation auront été vains. Espérons que le G20, qui s'est déjà saisi des sujets de concurrence par l'impôt et du partage de l'information par les centres *offshore* à réglementation laxiste, saura établir les fondements d'une régulation coordonnée.
Les meilleurs gérants de *hedge funds* sont favorables à une meilleure réglementation. En effet, ceux qui se distinguent par leur talent souhaitent que les règles du jeu soient les mêmes pour tout le monde, afin que cessent les dislocations de marché néfastes provoquées par les abus et les excès d'une minorité. Face aux carences réglementaires, des guides de bonnes pratiques peuvent servir d'exemples pour les réglementations futures. HDF a été pour sa part à l'initiative du "Guide des bonnes pratiques pour les fonds de *hedge funds*" publié par l'Alternative Investment Management Association (AIMA). ■