

# La supervision indirecte des *hedge funds*

DANIÈLE NOUY  
*Secrétaire Général*  
Commission bancaire

*Face aux nombreux risques liés aux hedge funds (fonds d'investissement spéculatifs), existe le recours à des mesures indirectes visant leurs contreparties et leurs créanciers, qui sont pratiquement tous des entités régulées, entreprises d'investissement et banques. Nous examinerons ici comment la supervision indirecte a été rendue plus efficace au fil du temps et comment en pratique elle pourrait l'être davantage encore.*

*Au plan théorique, la contribution des hedge funds à l'efficience et à la stabilité des marchés est incontestable mais elle ne se concrétise pas toujours dans les faits. Afin de préserver cette efficience et cette stabilité, nous devons par conséquent promouvoir une discipline de marché efficace et durable. Il est exclu de ne pas agir étant donné la croissance du secteur des hedge funds et le fait que ceux-ci se comportent souvent comme d'autres institutions financières, pour lesquelles l'histoire a montré la nécessité d'une supervision. La gestion du risque doit en permanence s'adapter à l'innovation financière. Cela constitue un défi pour la supervision indirecte des hedge funds mais justifie également le pragmatisme de cette approche.*

*La coopération internationale est nécessaire afin d'inciter les banques à accorder suffisamment d'importance à une gestion saine des risques. Sans égalité de traitement au niveau international, les pressions concurrentielles à court terme entre les banques réduiraient très vraisemblablement nos efforts à néant. Cela incite fortement les contrôleurs bancaires à avoir une action efficace. En outre, la coopération entre les contrôleurs bancaires et les régulateurs des marchés de valeurs mobilières doit se poursuivre pour permettre le renforcement et l'ajustement de la supervision indirecte à mesure que les caractéristiques des activités des hedge funds évoluent.*

*Quelle que soit l'institution, la première façon de se prémunir contre les risques associés aux hedge funds réside dans la robustesse des systèmes internes de gestion des risques. Dès lors, une attention particulière est nécessaire en ce qui concerne l'accès des banques à une information plus complète sur leurs contreparties à fort effet de levier, une meilleure prise en compte dans les politiques de garantie de la transparence et de la qualité de la signature des contreparties, des progrès effectifs dans la mesure des positions en risque sur les produits complexes (prise en compte du risque de modèle), des améliorations en termes de stress tests (exercices de simulation de crise) notamment en ce qui concerne le risque de liquidité. En outre, la supervision indirecte doit être soutenue par une amélioration de la transparence globale des hedge funds vis-à-vis du marché. Les stress tests devraient en effet permettre aux banques d'évaluer leur exposition totale à un ensemble suffisamment large d'aléas défavorables, ce qui recouvre non seulement leur exposition directe sur un hedge fund donné mais aussi leur exposition globale au risque de dislocation des marchés qui pourrait être associé à la défaillance d'un ou plusieurs fonds (effets de second ordre).*

*La deuxième ligne de protection contre les risques liés aux hedge funds réside dans une surveillance efficace, notamment de la part des autorités de contrôle bancaire, des relations entre les hedge funds et leurs contreparties. À cet égard, le pilier 2 du dispositif Bâle II (à savoir le processus de surveillance prudentielle qui s'appliquera à tous les risques bancaires au-delà de ceux couverts par les exigences de fonds propres réglementaires du pilier 1) intégrera certains des risques particulièrement liés aux positions sur des hedge funds : risque de liquidité, risque de concentration, risque extrême, risque de modèle, etc. Il semble également aujourd'hui crucial de s'assurer de la capacité des systèmes internes d'information des banques à bien appréhender l'intégralité de leurs positions sur les hedge funds.*

*Enfin, les autorités de surveillance exigent des banques qu'elles détiennent des fonds propres réglementaires en guise de coussin de sécurité en regard des risques qu'elles prennent. Cette exigence d'adéquation des fonds propres constitue la troisième ligne de défense contre les risques auxquels une institution financière est exposée lorsqu'elle traite avec des hedge funds.*

*Dernier point et non le moindre, les objectifs microprudentiels et macroprudentiels convergent lorsque les autorités de surveillance prudentielle exigent de chaque établissement des simulations de crises plus complètes et, en corollaire, des décisions appropriées en matière de gestion des risques, y compris contre les effets de second ordre, c'est-à-dire contre le risque systémique d'instabilité financière.*

NB : L'auteur remercie Guy LEVY-RUEFF et Olivier PRATO de la Direction de la Surveillance générale du Système bancaire du Secrétariat général de la Commission bancaire, pour leur contribution à cet article.

L'histoire de la supervision indirecte des *hedge funds* est déjà relativement longue. À la suite de la quasi-faillite du fond spéculatif Long-Term Capital Management (LTCM) en septembre 1998, le secteur public et la profession ont accordé une grande attention aux risques liés à l'activité des *hedge funds* et aux réponses qui pouvaient y être apportées. Le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire (CBCB, Basel Committee on Banking Supervision – BCBS) a ainsi publié, en janvier 1999, un rapport sur les interactions entre les banques et les institutions à fort effet de levier (IFEL), ainsi qu'un document présentant les saines pratiques concernant ces interactions<sup>1</sup>. En ce qui concerne les réponses susceptibles d'être apportées, le rapport décrit différentes approches : les approches prudentielles indirectes, l'amélioration de la transparence et les diverses approches directes. Le CBCB souligne notamment que nombre de risques liés à l'activité des *hedge funds* pourraient être traités par le biais de mesures indirectes visant les contreparties et les créanciers de ces fonds, qui sont pratiquement tous des banques et des entreprises d'investissement réglementées. Dans le même ordre d'idée, le Groupe de travail du Président des États-Unis sur les marchés financiers (PWG) a réfléchi à la meilleure façon de limiter les effets de levier excessifs utilisés par les *hedge funds* et, dans son premier rapport publié en avril 1999, le groupe concluait que l'effet de levier des *hedge funds* pourrait être limité efficacement en favorisant le renforcement de la discipline de marché et l'amélioration de la gestion du risque de crédit par les contreparties de ces fonds. Cette approche a été qualifiée à l'époque de « réglementation indirecte » des *hedge funds*.

Depuis lors, la supervision indirecte des *hedge funds* a également donné lieu à différentes initiatives publiques ou privées, notamment de la part du Forum de Stabilité financière, du CBCB, de l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV), du Groupe de travail multidisciplinaire sur l'amélioration de la communication financière et du Groupe de gestion du risque de contrepartie I et II (*Counterparty Risk Management Policy Group – CRMPG – I and II*)... Même si des positions officielles n'ont pas toujours été adoptées et si la réglementation directe a parfois été préconisée, l'idée selon laquelle les superviseurs et les régulateurs pouvaient obtenir par le biais de la supervision indirecte l'essentiel de ce qui pouvait l'être par la réglementation directe s'est en général imposée et s'impose encore aujourd'hui.

Le présent article a pour objectif d'examiner comment la supervision indirecte a été rendue plus efficace au fil du temps et comment l'on peut tenter de la rendre encore plus efficace en pratique.

## 1 | LES FONDEMENTS DE LA SUPERVISION INDIRECTE DES HEDGE FUNDS

Les *hedge funds* peuvent être appréhendés sous des angles différents et, pour les superviseurs, il est utile d'analyser les problématiques qu'ils soulèvent à l'aide de deux critères principaux, à savoir les incidences de ces fonds sur :

- la stabilité financière ;
- et l'intégrité financière.

À mon sens, la stabilité financière signifie non seulement la résistance du secteur financier aux défaillances, mais également l'absence de dynamiques qui déstabiliseraient les marchés financiers et seraient susceptibles d'accroître les probabilités de défaut du secteur financier. L'intégrité financière implique, elle, des relations financières qui non seulement fonctionnent correctement, mais aussi soient équitables (condition préalable à leur bon fonctionnement sur longue période). Bien qu'il faille, de toute évidence, essayer de les traiter séparément, on ne peut ignorer les liens existants entre ces différentes questions.

Ces critères peuvent être appliqués aux relations des *hedge funds* avec quatre types d'institutions ou structures :

- les banques et les autres institutions financières ;
- les marchés financiers ;
- les investisseurs (institutionnels ou de détail) ;
- et les entreprises.

Je mettrai évidemment l'accent sur les relations des *hedge funds* avec les banques. Nous devons par ailleurs tenir compte du fait qu'il n'existe pas de définition unique des *hedge funds*, même si leurs principales caractéristiques sont bien connues : liberté en matière de stratégies de placement (notamment ventes à découvert, utilisation de

<sup>1</sup> Cf. CBCB (1999) : *Banks' interactions with highly leveraged institutions et sound practices for banks' interactions with highly leveraged institutions*, Janvier

produits dérivés et recours à l'effet de levier) et en matière de relations contractuelles avec la clientèle (en termes de commissions ou de périodes d'immobilisation, par exemple). Ces caractéristiques sont liées au fait que ces fonds ne sont généralement pas ou peu réglementés de manière directe, y compris s'agissant de leur degré de transparence. Les activités des *hedge funds* et celles de nombreuses autres institutions financières sont de plus en plus similaires. Pourtant les distinctions entre les fonds de capital-investissement, les *hedge funds* et les activités de négociation pour compte propre des grandes banques d'investissement s'estompent souvent et un certain *continuum* s'établit entre la gestion traditionnelle et la gestion alternative. La gestion du risque associé à des expositions complexes et/ou à effet de levier devient ainsi l'enjeu essentiel, quelle que soit l'entité à l'origine des transactions.

Je pense que la plupart des observateurs peuvent être d'accord avec l'idée que, pour préserver l'efficacité des marchés et la stabilité financière/l'intégrité financière, il faut créer des incitations en faveur d'une discipline de marché efficace et durable s'appliquant, entre autres, aux *hedge funds*. D'un point de vue prudentiel, deux autres options doivent être écartées :

- ne rien faire ;
- et tenter de réglementer directement les *hedge funds*.

L'option consistant à ne rien faire n'est absolument pas une solution envisageable compte tenu de la croissance du secteur des *hedge funds* et de la similitude de leurs opérations avec celles d'autres institutions financières, pour lesquelles l'expérience a montré la nécessité d'une intervention des superviseurs. L'utilité des *hedge funds*, au plan théorique, pour améliorer l'efficacité des marchés, doit être reconnue et peut transparaître au travers, notamment, d'une amélioration des mécanismes de détermination des prix, des arbitrages corrigeant les anomalies de marché ou encore de la liquidité des marchés. Les *hedge funds* peuvent également renforcer la stabilité des marchés, en apportant une certaine diversité d'objectifs et de contraintes parmi les opérateurs de marché. Néanmoins, ces avantages théoriques ne se matérialisent pas toujours, comme l'illustre le débat autour de la réalité de l'« alpha » et

de la capacité des *hedge funds* à offrir un rendement qui ne soit pas (dans la version stricte de la théorie de l'« alpha »), ou pas aisément (dans sa version plus nuancée), corrélé au rendement et au risque généraux du marché. Ces dernières années, la corrélation entre les rendements des *hedge funds* a également eu tendance à s'accroître<sup>2</sup>. Cette évolution laisse entrevoir la possibilité que des positions similaires soient prises par différents intervenants sur un même marché (*crowded trades*), d'où un risque d'instabilité lorsque de telles transactions sont dénouées, en particulier si elles le sont en réaction à un choc, par exemple un changement économique majeur ou la nécessité de liquider des positions en raison d'exigences en termes de collatéral : nombre d'opérateurs de marché censés apporter une certaine diversité et développer des stratégies allant à contre-courant pourraient alors, en fait, se trouver d'un seul et même côté du marché et être ainsi soumis à des pressions pour dénouer leur exposition au risque dans un laps de temps très court, comme cela a été le cas en mai 2005 lorsque les notations de GM et de Ford ont été dégradées. Les véritables perturbations ont été de relativement courte durée mais il convient de noter qu'elles ont été sérieuses, alors même que le facteur déclencheur, la dégradation des notations de GM et Ford, avait été largement anticipé.

Cet épisode récent apparaît moins comme un signe rassurant que comme un solide avertissement, indiquant que la gestion du risque et la discipline de marché doivent, en permanence, suivre le rythme de l'innovation financière et de la recherche de rendement. Cela constitue à la fois un défi pour la supervision indirecte des *hedge funds* et une raison de soutenir cette approche, en raison de son pragmatisme et de sa flexibilité. Elle vise en effet à faire converger différents instruments, la plupart du temps utilisés dans un cadre plus général, afin de faire face aux risques les plus pressants dès qu'ils commencent à se concrétiser et peut ainsi s'appliquer au comportement des *hedge funds* et à l'évolution rapide de leur rôle dans le système financier. Je crois que les progrès réalisés ces dernières années en termes de supervision indirecte ont déjà contribué à améliorer la résistance du système financier, comme l'a récemment montré la « faillite en douceur » du *hedge fund* Amaranth. Mais ces progrès doivent se poursuivre au même rythme que l'innovation financière.

<sup>2</sup> Cf., par exemple, Thomas Gabaravičius et Frank Dierick (2005) : « Hedge funds and their implications for financial stability », Occasional paper de la BCE, août ; ainsi que les mises à jour dans les Revues de stabilité financière plus récentes de la BCE ou de la Banque de France.

Les formidables défis, en termes de coûts et d'efficacité, qui se font jour lorsque l'on envisage de développer un régime de réglementation directe pour les *hedge funds*, ainsi que l'absence de tout consensus international sur ce sujet, sont des éléments dissuasifs. En outre, un problème d'aléa moral se poserait probablement si une réglementation directe était adoptée sans être accompagnée des moyens appropriés pour la faire appliquer ou pour en tirer toutes les conséquences. En particulier, la discipline de marché pourrait s'affaiblir si les institutions financières supposaient que la réglementation directe leur offre une option de vente (un *put*) réglementaire, c'est-à-dire une limite aux pertes éventuelles dans le cadre de leurs relations avec les *hedge funds*. Elles pourraient en effet considérer que la réglementation réduit les risques, ou les coûts liés à ces risques, et mettre alors davantage l'accent sur le profit à court terme au lieu de s'attacher à éviter les risques à moyen terme. En fait, la liberté de rechercher des opportunités de bénéfices et l'obligation de mettre en œuvre une gestion très pointue des risques doivent aller de pair dans un système financier efficient mais stable. Voilà exactement ce que cherche à favoriser l'approche par la supervision indirecte.

Permettez-moi également de souligner qu'une coopération internationale est nécessaire afin d'inciter les banques à accorder suffisamment d'importance à une gestion saine des risques. Sans une égalité de traitement au niveau international, en termes de réglementation bancaire et de pratiques de supervision applicables aux expositions sur les *hedge funds*, les pressions concurrentielles à court terme entre banques pour toucher des commissions réduiraient très vraisemblablement ces efforts à néant. Cette situation se vérifie d'autant plus que les *hedge funds* arbitrent les anomalies constatées sur les marchés mais aussi les disparités existantes entre les réglementations. Pour les régulateurs, il s'agit là d'une incitation forte et opportune à se montrer encore plus efficaces. Compte tenu du caractère désormais mondial de la sphère financière, cela signifie que les régulateurs et les superviseurs du système financier doivent toujours rester suffisamment proches des questions opérationnelles, qui peuvent être différentes d'un marché à l'autre, mais doivent également coordonner leurs objectifs et leurs actions.

Plus particulièrement, quel rôle faut-il assigner à la supervision indirecte, c'est-à-dire à la surveillance des

interactions entre les *hedge funds* et les contreparties réglementées telles que les banques ?

## 2 | L'AMÉLIORATION DES PRATIQUES EN MATIÈRE DE GESTION DES RISQUES

Pour tout établissement, la première ligne de défense contre les risques associés aux *hedge funds*, ainsi que contre un éventuel effet domino susceptible de conduire à un risque systémique, est constituée par l'existence de systèmes internes de gestion du risque robustes chez les contreparties de ces fonds, au premier rang desquelles figurent les *prime brokers*, et plus généralement les banques. D'une part, les pratiques bancaires en matière de financement ont une influence sur l'effet de levier que les *hedge funds* peuvent utiliser et, d'autre part, les banques représentent probablement le principal vecteur de contagion d'une défaillance d'un de ces fonds, soit directement, au travers du risque de crédit, soit indirectement, *via* l'impact de leurs réactions sur le marché.

C'est la raison pour laquelle le document publié en 1999 par le Comité de Bâle mettait l'accent sur les saines pratiques en matière d'interactions des banques avec les institutions à fort effet de levier dans six domaines ayant principalement trait au contrôle interne : des procédures claires en matière de relations avec les IFEL (y compris en termes d'obligation de vigilance), une analyse solide et précise du risque de crédit lié à ces contreparties à effet de levier potentiellement élevé, une mesure pertinente des expositions en risque, l'établissement de limites de risque effectives, des dispositions en matière de collatéral adaptées à la qualité de crédit de ces contreparties, et, enfin, un suivi permanent de la solvabilité des IFEL et des expositions sur celles-ci. Ces aspects de la gestion des risques ne sont pas nouveaux mais sont à la fois importants et difficiles à organiser efficacement (« efficacement » étant un mot clé même si son usage trop fréquent peut le dévaloriser).

D'importantes améliorations en matière de gestion et de mesure des risques ont été observées depuis l'affaire LTCM : une prise de conscience accrue de la part du secteur privé et une plus forte pression de

la part du secteur public ont favorisé la discipline de marché. Toutefois, certaines inquiétudes subsistent et ont récemment réclamé une attention renouvelée, compte tenu des tensions concurrentielles entre les banques qui peuvent affaiblir la discipline de marché. En outre, la complexité croissante des relations que les banques ont nouées avec le secteur des *hedge funds* peut aussi diminuer la discipline de marché. Les saines pratiques recommandées par le rapport de 1999 du CBCB, dont nombre figurent également dans le rapport du CRMPG II<sup>3</sup>, demeurent pertinentes et leur mise en œuvre, dans un environnement en mutation, reste une référence à atteindre. En particulier, certains constats généraux effectués par le Comité de Bâle en matière d'interactions des banques avec les *hedge funds* semblent encore d'actualité : « L'examen par le Comité des opérations réalisées par les banques avec les IFEL a montré que, dans de nombreux cas, un équilibre approprié n'a pas été trouvé au sein des éléments clés du processus de gestion des risques de crédit avec une confiance excessive en l'existence de collatéraux comptabilisés au prix du marché. Un poids insuffisant a été accordé à l'analyse poussée du risque de crédit par les contreparties concernées ainsi qu'à une mesure et une gestion efficace de l'exposition aux risques ». L'analyse de la relation entre les *hedge funds* et les banques par l'autorité de surveillance doit donc être complète et détaillée, allant par exemple jusqu'à un examen minutieux des modalités de gestion des collatéraux et de ses éventuelles insuffisances. Plus précisément, il existe différents domaines devant faire l'objet d'une plus grande attention de la part des autorités de contrôle et pour lesquels une amélioration des pratiques de gestion du risque de contrepartie est encore requise. Il est intéressant de noter que nombre de ces domaines avaient déjà été identifiés dans le rapport publié en 2000 par le CBCB<sup>4</sup>, rapport qui étudiait le degré de mise en œuvre, par les banques, des recommandations du document de 1999 en matière de saines pratiques. Cela ne signifie pas que ces recommandations aient été formulées en vain. Au contraire, cela signifie que ces questions s'avèrent complexes et ne peuvent être considérées comme résolues une fois pour toutes, mais au contraire doivent être réévaluées en permanence dans un contexte d'innovation financière continue<sup>5</sup>.

Les domaines méritant une attention spécifique sont les suivants :

- Un meilleur accès pour les banques, au début de toute relation, puis de façon continue, à des informations complètes concernant leurs contreparties IFEL, y compris s'agissant des pratiques de ces dernières en matière de mesure et de gestion des risques. Ceci est important pour évaluer précisément le profil de risque global et la qualité de la signature de leurs contreparties IFEL. La profession se montre heureusement très active dans ce domaine. Le rapport du CRMPG II, notamment, a ainsi émis certaines recommandations particulièrement adaptées aux risques associés aux *hedge funds*, par exemple la recherche d'informations exhaustives auprès des contreparties et l'analyse régulière des dispositifs de mesure des risques, des méthodologies de simulation de crise (*stress test*) ou du comportement des modèles utilisés par ces contreparties. Toutefois, la mise en œuvre de ces recommandations, bien qu'encouragée par les autorités de contrôle, reste difficile. Elles peuvent parfois être jugées irréalistes par les établissements financiers, notamment au vu des coûts associés à un réexamen fréquent des pratiques de gestion du risque. En outre, elles peuvent être difficiles à rendre acceptables pour les IFEL elles-mêmes, qui sont souvent en concurrence avec les tables de négociation des banques. En pratique, de nombreuses contreparties, et les IFEL en particulier, n'offrent à leurs banques qu'une information limitée concernant leur profil de risque global, notamment s'agissant de leur système de mesure des risques et de leurs exercices de simulation de crise. Bien que l'on comprenne pourquoi la transparence présente ainsi des limites, elle doit, actuellement, être améliorée. Les autorités de contrôle, dans le monde entier, ont commencé et doivent continuer, dans le cadre d'une action coordonnée, à favoriser un niveau de transparence qui permette aux IFEL d'exploiter pleinement les opportunités de marché, tout en contribuant à une gestion plus saine du risque au sein des banques engagées avec elles dans des financements et des transactions.
- Une prise en compte plus forte de la transparence des contreparties et de leur qualité de crédit dans les décisions en matière de collatéraux et dans les

3 *Toward Greater Financial Stability (2005): "A Private Sector Perspective", CRMPG II, juillet.*

4 *Banks' Interactions with Highly Leveraged Institutions (2000): "Implementation of the Basel Committee's Sound Practices Paper", CBCB, janvier.*

5 *Une étude récente menée par le cabinet Deloitte illustre également cet aspect : "Precautions that pay off: risk management and valuation practices in the global hedge fund industry".*

procédures d'appels de marge. L'établissement d'un lien plus étroit entre les dispositifs de collatéralisation et l'évaluation de la qualité de crédit des contreparties était un aspect important souligné par le Comité de Bâle dans son rapport sur les saines pratiques et demeure un domaine dans lequel de nombreuses banques doivent encore progresser. Le niveau de collatéral doit être fixé à un seuil qui varie en fonction de la solvabilité des contreparties mais qui doit toujours permettre de surmonter les variations du marché sur la durée. Bien qu'il semble assez habituel pour les banques de fixer des exigences plus strictes en matière de collatéraux pour les contreparties qui effectuent des opérations sur produits dérivés et en particulier les IFEL, le montant et la qualité de ces collatéraux ne sont pas toujours spécifiquement adaptés au profil de risque de crédit, de liquidité, de financement ou au niveau d'endettement de ces contreparties. Les procédures d'appels de marge devraient également, ainsi qu'il est spécifié par le rapport CRMPG II, tenir compte des différences observées entre les contreparties en matière de transparence et de documentation juridique. Dans le cas notamment où plusieurs *prime brokers* interviennent avec une IFEL, les risques augmentent en raison du moindre degré de transparence du fonds vis-à-vis de chacun d'eux. Par conséquent, le niveau des exigences doit être relevé afin de limiter les risques. Enfin, indépendamment des appels de marge, le niveau initial de ces marges est important et constitue le volant de précaution qui permet aux établissements de faire face à un saut brutal et important des prix, de tels événements étant plus probables avec les *hedge funds* qu'avec beaucoup d'autres contreparties, compte tenu de l'intense activité de négociation de ces fonds sur des instruments complexes et moins liquides.

- Une amélioration effective des mesures de l'exposition aux risques, notamment dans le contexte de produits plus complexes et moins liquides. Ces dernières années, les banques ont réalisé d'importants progrès dans l'évaluation du risque potentiel futur (*potential future exposure* – PFE) associé à leurs opérations de marché. Dans la plupart des cas, ces améliorations méthodologiques ont concerné les expositions, tant sur les IFEL que sur d'autres contreparties. En considération de ces progrès, le Comité de Bâle a octroyé aux banques, dans le cadre de Bâle II, la faculté, sous réserve

du respect de certaines exigences opérationnelles, d'utiliser à des fins prudentielles leur modèle interne de calcul des expositions positives attendues (*expected positive exposure* – EPE) au titre du risque de contrepartie. Toutefois, il reste difficile d'intégrer dans ces méthodologies certains nouveaux produits complexes et structurés. Des produits généralement moins liquides, telles les parts de *hedge funds*, ont aussi entraîné une aggravation de certains types de risques (liquidité, concentration, corrélation). Or, ces risques peuvent n'être qu'insuffisamment appréhendés par les modèles actuels si ces derniers ne sont pas mis à jour en permanence. Le risque de modèle, dans ce cadre, doit donc être pris en compte de manière spécifique.

- Un perfectionnement des capacités de simulation de crise. Les simulations de crise et l'analyse de scénarios sont désormais au cœur de tout dispositif général de gestion des risques. L'importance du risque de perte extrême (*tail risk*) est une spécificité de la gestion des risques associés aux expositions sur les *hedge funds*. Les méthodologies de simulation de crise ainsi que les pratiques de remontée d'information en la matière varient sensiblement d'une institution à l'autre. Les enquêtes sur place ont souvent montré que l'efficacité opérationnelle de ces outils était encore à améliorer. D'un point de vue général, il est peu probable que les simulations s'appuyant sur des crises passées soient suffisantes dans le cas des *hedge funds*, dont les techniques évoluent rapidement. Plus précisément, la question des corrélations entre les risques de perte extrême est très difficile et mérite une attention particulière compte tenu de son importance pour l'évaluation des vulnérabilités systémiques. En outre, les enquêtes sur place ont montré que les capacités de simulation de crise des banques intègrent rarement, voire jamais, les interactions entre les variations extrêmes de prix de marché et le degré de liquidité des expositions aux IFEL. Plus généralement, elles n'appréhendent pas suffisamment les effets d'une diminution générale de la liquidité.

De nouveaux progrès dans ces domaines seraient favorisés par une plus grande transparence générale des IFEL vis-à-vis du marché. De fait, les simulations de crise devraient permettre aux banques de mesurer leur exposition complète à un spectre suffisamment

large de conditions adverses. Mais cela n'est pas encore toujours fait de manière totalement convaincante. Notamment, les simulations de crise ne devraient pas se limiter à une exposition directe sur un *hedge fund* donné mais intégrer l'exposition globale de l'établissement à un choc de marché associé à la défaillance d'un *hedge fund* important ou de plusieurs fonds de taille moyenne (effets de second tour). Ces effets de second tour peuvent alourdir les pertes en cas de défaillance car la valeur des collatéraux peut alors subir de fortes dépréciations. En outre, ces effets augmentent vraisemblablement la corrélation entre pertes associées à des expositions sur différents marchés et différentes contreparties. Pour prendre en compte ces effets de second tour, il faut disposer d'informations sur le marché au sens large, et non uniquement sur les *hedge funds* contreparties d'une banque donnée. Par conséquent, il est nécessaire de parvenir à davantage de transparence globale des IFEL par rapport au marché. Une telle évolution vers une transparence accrue est en cours pour les banques et se poursuivra dans le cadre de la mise en œuvre du pilier 3 du dispositif Bâle II qui traite de la discipline de marché. Les banques ont ainsi réalisé beaucoup plus de progrès que les IFEL s'agissant de l'information relative à la VaR. En dépit des limites notoires de cette notion, il n'y a pas de raison que les IFEL ne puissent communiquer une telle information au marché, voire une information plus détaillée encore.

À l'évidence, parachever la mise en œuvre de ces recommandations prendra du temps. Du côté de l'industrie, il est indispensable que les dirigeants des institutions financières suivent systématiquement les avancées réalisées dans tous ces domaines. Pour les autorités de contrôle, il est primordial d'analyser toujours plus avant les pratiques en matière de gestion des risques des grandes banques contreparties des *hedge funds*, tant sur un mode continu pour acquérir une connaissance intime de ces questions, que par le biais de discussions au sein de forums internationaux visant à apporter des réponses coordonnées à l'accumulation de risques spécifiques. C'est ainsi, par exemple, qu'a pu être traitée avec succès la question de l'accumulation des opérations non confirmées sur dérivés de crédit qui impliquaient de nombreux *hedge funds*.

### 3 | PROMOUVOIR UNE SURVEILLANCE EFFICACE DES RELATIONS ENTRE HEDGE FUNDS ET AUTRES INSTITUTIONS FINANCIÈRES

La deuxième ligne de défense contre les risques associés aux *hedge funds* réside dans une surveillance efficace des relations commerciales de ces derniers avec leurs contreparties, *prime broker*, et plus généralement banques, mais aussi d'autres institutions et leur clientèle. Cette surveillance peut être assurée par le secteur public, notamment les autorités de contrôle bancaire. Dans certains cas, notamment celui de la lutte contre le blanchiment des capitaux, qui met en œuvre des structures juridiques complexes, ce rôle est essentiel. Cependant, dans une certaine mesure, le secteur privé a lui aussi un rôle à jouer.

Il est primordial que les contrôleurs bancaires, en plus d'émettre des recommandations d'ordre général, examinent les pratiques de gestion des risques des banques, qui constituent les principales contreparties des *hedge funds*. Cette démarche entre dans le cadre de leurs missions de surveillance permanente. À cet égard, les saines pratiques identifiées par le Comité de Bâle ont, dans l'ensemble, été intégrées dans le cadre prudentiel effectif. Les contrôles sur place des activités des banques avec les *hedge funds* font partie des examens courants du risque de contrepartie, mais ils peuvent également être effectués dans le contexte d'enquêtes thématiques visant à évaluer en profondeur les pratiques des principales banques avec ces fonds. La plupart des autorités de contrôle, comme en France, ont ainsi réalisé au cours des dernières années des enquêtes sur place spécifiques visant à s'assurer de l'adéquation de l'organisation interne des établissements à la nature de leurs activités avec les *hedge funds* et des risques qui y sont associés, ainsi qu'à vérifier l'exactitude et la pertinence des informations financières et comptables remises. En particulier, il est important d'insister pour que les saines pratiques appliquées dans un domaine d'activité le soient également dans les autres, ce qui ne peut pas être considéré comme

allant de soi dans tous les grands groupes complexes et peut requérir l'adoption de mesures correctrices.

En outre, il est important de noter que les saines pratiques identifiées par le Comité de Bâle font partie, dans le dispositif Bâle II, des recommandations formulées dans le cadre du pilier 2, c'est-à-dire le processus de surveillance prudentielle qui traite de l'ensemble des risques et pas seulement de ceux couverts par une exigence en fonds propres réglementaires au titre du pilier 1. Ces recommandations permettent de prendre davantage en compte certains risques spécifiques ou très prononcés liés aux expositions aux *hedge funds*, tel le risque de liquidité, de concentration, de perte extrême, de modèle... Ces recommandations mettent également l'accent, au-delà des exigences de fonds propres réglementaires, sur la nécessité pour les banques d'avoir un capital économique leur permettant de gérer leurs activités de manière saine et rentable sur le long terme et d'absorber des chocs comme ceux auxquels ces établissements peuvent être exposés du fait de leur activité, par ailleurs lucrative, avec les *hedge funds*. Ceci devrait sans nul doute contribuer à rendre la surveillance prudentielle des expositions des banques à ces fonds plus proactive et favoriser la coordination au niveau international au travers d'échanges, comme ceux menés au sein du Comité de Bâle. Il convient de remarquer, de manière très positive, que le capital économique assigné par de nombreuses banques à leurs expositions sur les *hedge funds* est souvent beaucoup plus élevé que les fonds propres réglementaires, en particulier lorsque le capital économique intègre correctement les résultats de simulations de crise sévères. Toutefois, note moins positive, toutes les banques ne font pas preuve de la même prudence, s'agissant notamment de la prise en compte de simulations de crises portant sur des impasses de liquidité. De toute évidence, comme mentionné précédemment, ces simulations de crise sont difficiles à mettre en place et leur modélisation est complexe, d'autant plus que l'information sur le comportement des *hedge funds* et leur rôle sur les marchés demeure moindre que pour d'autres institutions financières ou entreprises. Davantage d'analyses internationales concernant les données nécessaires et les modèles potentiels utiles à l'amélioration de la gestion de ces risques seraient à cet égard profitables afin de pouvoir exercer efficacement une pression commune et constructive sur les banques à vocation internationale.

Actuellement, il semble également essentiel de vérifier que les systèmes internes d'information des banques sont bien à même de capturer l'ensemble des expositions de ces dernières sur toutes leurs contreparties individuelles, en particulier les *hedge funds*, et que les autorités de contrôle peuvent, en tant que de besoin, obtenir ces informations. Celles-ci devraient couvrir l'ensemble des différentes activités de l'établissement avec les *hedge funds* (produits dérivés, financements sécurisés, activités de *prime broker*...), sous forme de données à la fois quantitatives (expositions, y compris le risque potentiel futur) et qualitatives (procédures relatives à l'obligation de vigilance, simulations de crise...). La tâche n'est pas facile, parce qu'une banque peut avoir un large spectre d'expositions sur les *hedge funds*, tant directes qu'indirectes. Les expositions directes peuvent résulter de plusieurs types de transactions qui peuvent être classées en deux grandes catégories : d'une part, les opérations pour lesquelles les banques sont la contrepartie d'un fonds, tels les prêts non garantis, les financements sécurisés, les activités de *prime broker* et les dérivés de gré-à-gré ; d'autre part, les opérations pour lesquelles les banques jouent le rôle d'investisseur dans un fonds, à des fins de négociation, placements pour compte propre ou encore en vue de commercialiser à la clientèle des produits traditionnels ou structurés, par exemple indexés sur les rendements d'un fonds mais offrant un capital garanti. Les expositions indirectes sont des expositions sur des contreparties ayant elles-mêmes une exposition sur des *hedge funds* et des marchés financiers affectés par l'activité de ces fonds. Ces différentes expositions sont associées à diverses lignes de métier et, souvent, ne relèvent pas des mêmes systèmes de gestion des risques et de remontée d'information. Il est donc essentiel pour les responsables de la gestion des risques et les cadres dirigeants d'avoir une vue globale de ces risques, qui pourraient sembler suffisamment diversifiés en temps normal, mais s'avérer fortement corrélés en période de crise.

Dans une perspective micro-prudentielle, cette information doit permettre aux autorités de contrôle de vérifier que les banques disposent d'un véritable outil de suivi de l'ensemble de leurs risques malgré la diversité de leurs activités avec les *hedge funds*. Du point de vue de la stabilité financière, elle doit les aider à évaluer le degré de vulnérabilité globale du système bancaire à ces fonds. Le secteur privé a également

mis en lumière, par exemple dans le rapport du CRMPG II, la nécessité d'améliorer la transparence dans ce domaine, mentionnant notamment que les intermédiaires financiers devraient fournir régulièrement à leurs principaux superviseurs des informations quantitatives et qualitatives relatives à leurs risques et être prêts à donner ces informations sur une base *ad hoc* le cas échéant.

Outre les efforts consentis par le secteur public, d'autres acteurs, comme les associations professionnelles de *hedge funds* et les agences de notation, peuvent également participer activement à la promotion de la supervision indirecte. Les associations professionnelles peuvent favoriser la mise en œuvre de codes de bonne conduite. De plus, les agences de notation ont déjà procédé à la notation de divers fonds, des OPCVM mais aussi de quelques *hedge funds*. Même si jusqu'ici elles n'ont guère réussi à attirer la clientèle de ces fonds, elles mettent actuellement au point des méthodologies afin de jouer un rôle plus actif et de développer cette activité. Cette évolution est souhaitable, les agences de notation, du fait de leur rôle, pouvant contribuer à faire accepter plus largement les codes de bonne conduite initiés par la profession et les amener à prendre davantage en compte les intérêts des contreparties et des investisseurs dans les *hedge funds*. La transparence pourrait également s'en trouver accrue, car les agences de notation, œuvrant sur une base multilatérale, seraient en mesure de comparer l'ensemble des fonds notés et de publier une partie de leurs conclusions, contrairement aux banques dont les relations avec les *hedge funds* sont essentiellement bilatérales et qui, bien sûr, ne publient pas d'évaluation de leurs contreparties.

On ne devrait toutefois pas partir du principe qu'un rôle accru des agences de notation modifiera fondamentalement les risques associés aux *hedge funds* par rapport à la situation actuelle. Ces agences ont un rôle moindre que la supervision indirecte, car elles n'influent que sur la discipline de marché, dont les réactions sont parfois imprévisibles. Les informations communiquées au public, aux marchés ou aux régulateurs, au-delà des notations, pourraient également finalement s'avérer peu nombreuses et ne pas être véritablement orientées vers une évaluation des vulnérabilités systémiques. En outre, les agences de notation sont elles-mêmes

parfois critiquées pour des lacunes, notamment l'absence d'une vision suffisamment prospective, ce qui peut poser un problème particulier vis-à-vis des *hedge funds* dont les stratégies sont très fluctuantes.

Enfin, bien que ces agences aient commencé à décrire leurs méthodologies actuelles ou prévues, il est encore trop tôt pour dire quel type exact de notation pourrait devenir la norme de marché vis-à-vis des *hedge funds*. Or, il est probable que cela constituera un facteur déterminant du succès, ou de l'échec, des agences de notation en la matière. De nouvelles analyses internationales menées par les régulateurs et les représentants de l'industrie pourraient se justifier à cet égard. On peut, par exemple, s'interroger sur le fait de savoir si les notations doivent couvrir les procédures de bonne gestion des risques et la transparence, de sorte que l'on puisse s'appuyer sur ces deux aspects, tout en laissant de côté l'évaluation des risques de marché et de crédit des fonds, sachant que :

- ces risques fluctuent très rapidement,
- et que les investisseurs et les contreparties bancaires doivent mettre en place leur propre évaluation des risques comme requis dans le cadre de Bâle II.

Globalement, un rôle accru des agences de notation vis-à-vis des *hedge funds* serait probablement bénéfique en permettant de faire évoluer les positions dans le débat qui oppose les partisans d'un certain laisser faire du marché et ceux en faveur d'interventions publiques actives. Toutefois, ceci ne peut venir qu'en complément de la supervision indirecte évoquée précédemment.

Une transparence « guidée par le marché », c'est-à-dire obtenue grâce à la transparence accrue et à l'obligation de vigilance favorisées par les investisseurs institutionnels et les fonds de *hedge funds*, irait également dans ce sens, mais présenterait des limites relativement similaires, à moins d'être soutenue au niveau international par le secteur public. Il est notamment important d'améliorer la qualité de la valorisation des parts de *hedge funds* et celle des bases de données privées qui existent actuellement concernant ces fonds. De telles bases de données sont utiles et contribuent à la compréhension générale des caractéristiques du secteur des *hedge funds*, qui est nécessaire pour développer les

simulations de crise. En fait, l'analyse factorielle de simples séries de rendements peut déjà livrer des indications intéressantes. Toutefois, ces bases de données présentent actuellement de nombreux biais bien connus, parfois sévères, et même des inconvénients liés, en particulier, au caractère facultatif de la fourniture des informations par les *hedge funds*, celles-ci ne faisant par ailleurs pas l'objet de véritables vérifications. Les fonds de *hedge funds* et les investisseurs institutionnels pourraient améliorer la discipline de marché à cet égard.

Enfin, il convient de noter que les agences de notation, les fonds de *hedge funds* quand ils sont vendus à de petits investisseurs, et les *hedge funds* eux-mêmes lorsqu'ils obtiennent un financement direct par le biais d'une émission obligataire ou lorsqu'ils procèdent à une introduction en bourse sur un marché organisé, relèvent de la compétence des contrôleurs des marchés de valeurs mobilières, tels que l'AMF en France, avec leurs instances internationales de coordination comme l'OICV (Organisation internationale des commissions de valeurs). La surveillance par les membres de l'OICV de certaines des relations des *hedge funds* avec des acteurs non bancaires permet une convergence entre le contrôle des établissements de crédit et celui des opérations sur valeurs mobilières. Cette convergence est de nature à favoriser une gestion plus efficace des risques liés aux *hedge funds*. Certes, il peut exister certains aspects des activités des *hedge funds* qui ne sont soumis à aucune surveillance et pour lesquels les autorités publiques ne peuvent pas contribuer à la discipline de marché. C'est le cas, par exemple, de transactions bilatérales entre deux *hedge funds*, mais cette situation semble assez rare, tout au moins à l'heure actuelle. La coopération entre les superviseurs bancaires et les autorités de surveillance des marchés de valeurs mobilières doit continuer à renforcer la supervision indirecte, lorsque cela est nécessaire, et contribuer à son adaptation à l'évolution des caractéristiques de l'activité des *hedge funds*.

#### 4 | LA MISE EN OEUVRE DE RÈGLES ADAPTÉES EN MATIÈRE DE FONDS PROPRES

Les superviseurs exigent des banques qu'elles détiennent des fonds propres réglementaires au titre d'un volant de précaution en regard des risques

qu'elles prennent. De fait, les exigences en fonds propres forment la troisième ligne de défense contre les risques qu'un établissement financier assume aujourd'hui dans le cadre de ses opérations avec les *hedge funds*.

Les banques classent, à des fins prudentielles, leurs expositions directes aux *hedge funds* soit dans le portefeuille bancaire, soit dans le portefeuille de négociation. Ces expositions au risque sont soumises au traitement correspondant en matière de fonds propres (par le biais des calculs des expositions au risque de crédit dans le portefeuille bancaire ainsi qu'au risque de crédit et au risque de marché dans le portefeuille de négociation).

Ni l'accord de Bâle sur les fonds propres de 1988 (Bâle I), ni l'Amendement concernant les risques de marché de 1996 n'étaient bien adaptés pour traiter les expositions des banques sur les *hedge funds*. Bâle I ne prévoyait pas vraiment de différenciation des exigences en fonds propres en fonction des niveaux de risque de crédit et conduisait donc à l'application d'une pondération maximale de 100 %. Mais les expositions sur les *hedge funds* peuvent s'avérer nettement plus risquées que celles vis-à-vis des entreprises, compte tenu notamment de l'effet de levier et du manque d'informations relatifs à ces fonds. L'application d'une pondération de 100 % aux expositions sur ces derniers est ainsi vite apparue inadaptée. En outre, l'Amendement concernant les risques de marché, tout en permettant l'utilisation de modèles internes à des fins réglementaires, présentait des difficultés pour bien prendre en compte les risques au-delà des hypothèses relatives au risque potentiel de perte maximale ou VaR (soit un intervalle de confiance de 99 % et une période de détention de dix jours ouvrés). En particulier, comme le montrent les enquêtes sur place, l'hypothèse selon laquelle les positions peuvent être liquidées ou couvertes dans un délai de dix jours peut s'avérer inappropriée dans le cas de nombreuses expositions sur des *hedge funds*. Par exemple, les participations dans des *hedge funds* ou des fonds de fonds, détenues aux fins de couverture de produits structurés offerts aux investisseurs, sont généralement enregistrées par les banques dans le portefeuille de négociation même si ces participations sont peu liquides, étant donné, notamment, la faible fréquence à laquelle les fonds émetteurs peuvent les rembourser (généralement sur une base mensuelle ou trimestrielle, quelquefois semestrielle). L'intégration dans le portefeuille de

négociation de telles participations a par conséquent généralement abouti à des exigences en fonds propres insuffisantes : elles contribuent de façon seulement marginale à la VaR globale sur le portefeuille de négociation des institutions, même si elles peuvent présenter des risques considérables.

Bien que Bâle II ne prévoit pas de traitement spécifique pour les expositions sur les *hedge funds*, il est nettement mieux adapté pour traiter les risques qui y sont associés. Premièrement, en ce qui concerne le portefeuille bancaire, l'éventail dans Bâle II des pondérations en fonction du risque est beaucoup plus large que dans l'accord de 1988 et conduit, notamment dans l'approche fondée sur les notations internes, à l'application de pondérations supérieures à 100 % pour les expositions vis-à-vis de contreparties présentant une probabilité de défaut élevée. Deuxièmement, les propositions faites par le CBCB et l'OICV en juillet 2005, dites Bâle 2.5, incluses dans la version complète du dispositif Bâle II, améliorent le dispositif réglementaire applicable au portefeuille de négociation, y compris pour les expositions sur les *hedge funds*. En effet, ces mesures visent à clarifier les différents types d'exposition pouvant être enregistrés dans le portefeuille de négociation et donnent des indications complémentaires sur les méthodes de valorisation prudentes et les simulations de crise applicables à ces expositions. Les banques devront ainsi mettre en œuvre un ensemble de mesures et de procédures claires pour déterminer quelles sont les positions qui peuvent être incluses dans le portefeuille de

négociation et celles qui doivent en être exclues. À cet égard, le Comité de Bâle estime que les parts de *hedge funds* détenues pour compte propre (*open equity stakes*) doivent être enregistrées dans le portefeuille bancaire, en raison des contraintes importantes qui pèsent sur la capacité des banques à liquider ces positions et à les valoriser quotidiennement de façon fiable. Il est important qu'une telle orientation soit mise en œuvre de façon stricte et cohérente au niveau international.

Ces mesures auront pour résultat une augmentation appropriée du niveau des exigences de fonds propres associées aux positions du portefeuille de négociation qui sont moins liquides ou présentent un risque de défaut élevé, comme cela est le cas pour certaines expositions sur *hedge funds*. Les banques devront détenir des fonds propres réglementaires pour se protéger contre un tel risque, sous la forme d'une exigence complémentaire au titre du risque de défaut (*incremental default risk charge*). Ces mesures favoriseront la convergence des exigences de fonds propres requises entre le portefeuille bancaire et le portefeuille de négociation et réduiront ainsi les possibilités d'arbitrage réglementaire entre ces portefeuilles. En outre, les mesures complémentaires du pilier 2 dans le cadre de Bâle 2.5 obligeront les banques à démontrer qu'elles détiennent suffisamment de capital économique pour couvrir de façon adéquate les risques liés à ces expositions vis-à-vis des *hedge funds*, en tenant compte des données relatives aux effets de valorisation interne et aux simulations de crise.

*Pour les superviseurs, il est essentiel de déterminer les bonnes interactions entre discipline de marché et supervision indirecte. Une supervision indirecte efficace repose sur la combinaison de plusieurs éléments qui se renforcent mutuellement et contribuent ensemble à améliorer la résistance du système financier aux chocs : des contrôles internes poussés au sein des institutions financières qui sont les principales contreparties des hedge funds (gestion du risque), des contrôles externes efficaces de ces établissements (surveillance) et un volant de sécurité en fonds propres suffisant pour couvrir les risques pris vis-à-vis du secteur des institutions à fort effet de levier (adéquation des fonds propres).*

*Comme cela a déjà été mentionné, les travaux se poursuivent en permanence dans ce domaine et une coopération internationale est nécessaire entre les contrôleurs bancaires, ainsi qu'avec d'autres superviseurs, afin de parvenir à une convergence des réglementations et des pratiques prudentielles face à de nouveaux défis. Il s'agit de la bonne méthode pour obtenir des résultats efficaces dans un contexte de pressions concurrentielles dans le secteur financier, pressions qui sont souvent positives mais quelquefois trop limitées à un horizon de court terme.*

*En outre, la supervision indirecte doit être favorisée par une transparence multiforme permettant de renforcer la discipline de marché : les institutions financières doivent obtenir des informations suffisamment détaillées de la part des hedge funds, tant directement qu'indirectement, afin de pouvoir gérer leurs risques de façon efficace. Dans la pratique, les hedge funds n'offrent encore à leurs contreparties bancaires qu'une transparence trop souvent limitée. La redéfinition de la quantité et de la qualité des informations qu'ils échangent demeure un défi à relever. Cela est également vrai pour la transparence globale des hedge funds vis-à-vis du marché. Une transparence totale n'est ni réaliste ni souhaitable lorsqu'elle exerce une incidence négative sur l'efficacité du marché. Une plus grande transparence est toutefois nécessaire pour garantir la stabilité et l'intégrité financière et le secteur des hedge funds doit progresser dans cette direction pour continuer à bien se développer.*

*Enfin et surtout, permettez-moi de souligner que les objectifs micro-prudentiels et macro-prudentiels peuvent et doivent converger. D'une part, les simulations de crise améliorent la gestion du risque au niveau des différents établissements. D'autre part, ces simulations doivent prendre en compte les effets de second tour, c'est-à-dire le risque systémique, même si le coût de réalisation de tests aussi sophistiqués peut quelquefois sembler élevé au secteur bancaire, tout au moins à première vue. Il s'agit là d'une étape très importante pour l'approche macro-prudentielle : lorsque les superviseurs bancaires, dans le cadre de leur approche micro-prudentielle traditionnelle, demandent des simulations de crise plus complètes à chaque institution financière, ils contribuent à forcer les banques à prendre en compte le coût qu'elles supporteraient si un risque systémique se produisait. C'est un moyen important et efficace de renforcer la stabilité financière.*