

RÉPUBLIQUE ALGÉRIENNE DÉMOCRATIQUE ET POPULAIRE

MINISTÈRE DE L'ENSEIGNEMENT SUPÉRIEUR ET DE LA RECHERCHE
SCIENTIFIQUE

UNIVERSITÉ MOULOUD MAMMERI TIZI-OUZOU

FACULTÉ DES SCIENCES ÉCONOMIQUES COMMERCIALES ET DE
GESTION

Mémoire en vue de l'obtention du diplôme de
MAGISTER EN SCIENCES ÉCONOMIQUES
OPTION : MONNAIE, FINANCE, BANQUE

Sujet :

**Le rôle des *hedge funds* dans la genèse et
l'exacerbation du risque systémique : cas de la
crise des *subprimes***

Un mémoire présenté et soutenu publiquement par :
HAMMI SOFIANE

Sous la direction du :
Dr BOUZAR Chabha

Membres du jury :

Mr YAYCI. F, Professeur à l'université de Béjaïa..... (Président)
Mlle BOUZAR.C, Professeur à l'UMMTO..... (Rapporteur)
Mr GUENDOULI.B, Maître de conférences classe A à l'UMMTO..... (Examinateur)
Mr OUALIKANE.S, Maître de conférences classe A à l'UMMTO..... (Examinateur)
Mr BOUYAHIAOUI.N, Maître de conférences classe B à l'UMMTO... (Examinateur)

Date de soutenance : 08/05/2012

REMERCIEMENTS

Ce mémoire, aussi modeste qu'il soit, n'aurait pu être réalisé sans l'aide de nombreuses personnes. Je tiens à exprimer en premier lieu ma gratitude à mes parents, mes deux frères Jugurtha et Juba et ma sœur Louisa pour leur inestimable soutien moral.

Je souhaite également exprimer ma gratitude au Docteur CHABHA BOUZAR, pour ses enseignements précieux et ses remarques stimulantes dont elle a bien voulu faire profiter le présent mémoire.

Je tiens également à remercier, Mr B.DIALLO, le professeur BRIAN-F-JENKINS, Mlle BOURKACHE FERROUDJA et Mlle KHADIJA AKRAZ pour leurs relectures attentives et amicales des versions successives des différents chapitres pour en expurger les fautes d'orthographe et les termes complexes.

Bien entendu, ces remerciements n'ont pas pour objet de m'exonérer des fautes, erreurs et omissions qui subsistent dans ce mémoire, celles-ci m'étant totalement imputables.

REMARQUE PRÉLIMINAIRE

Nous préférons tout au long de ce mémoire le mot anglais *hedge fund* à sa traduction française « Fonds spéculatif », dans la mesure où le terme couramment utilisé par les professionnels et la littérature spécialisée en économie et en finance est le mot anglo-saxon. Il en sera de même pour les stratégies et techniques utilisées par les *hedge funds*. Elles figureront dans le présent mémoire en caractère italique.

Expert PDF Evaluation

SOMMAIRE

Remerciements	2
Remarque préliminaire	3
Sommaire	4
Liste des abréviations	6
Introduction générale	8
Première partie. Les hedge funds, présentation, déclinaisons et cadre réglementaire	14
Introduction	15
Chapitre 1. Les hedge funds, essai de définition	17
Section 1. Définition et ascension de l'industrie des hedge funds.....	19
Section 2. Les caractéristiques des hedge funds.....	27
Section 3. Investisseurs et contreparties des hedge funds.....	37
Chapitre 2. Le cadre réglementaire des hedge funds	44
Section 1. La situation réglementaire des hedge funds aux États-Unis.....	47
Section 2. Les dispositions réglementaires en Europe.....	53
Section 3. Paradis fiscaux et places offshores.....	59
Chapitre 3. Les stratégies d'investissement des hedge funds	67
Section 1. La stratégie global macro.....	69
Section 2. La stratégie long / short.....	75
Section 3. La stratégie relative value arbitrage.....	80
Conclusion	85
Deuxième partie. Le rôle complexe des hedge funds sur les marchés financiers et leur incidence sur la stabilité financière	86
Introduction	87
Chapitre 1. Les rôles bénéfiques prêtés aux hedge funds sur les marchés financiers	89
Section 1. L'implication des hedge funds dans le renforcement de l'efficacité des marchés financiers.....	91
Section 2. La contribution des hedge funds à la liquidité des marchés financiers.....	97
Section 3. Autres avantages procurés par les hedge funds.....	102
Chapitre 2. Les risques liés aux hedge funds	108
Section 1. Les risques généraux.....	110
Section 2. Le risque systémique.....	116

Section 3. Les risques que les hedge funds font peser sur l'activité des banques.....	122
Chapitre 3. Les hedge funds qui ont ébranlé la finance mondiale.....	126
Section 1. Le rôle actif des hedge funds dans la crise monétaire européenne.....	128
Section 2. Le rôle des hedge funds dans la crise asiatique.....	135
Section 3. La quasi faillite du fonds LTCM	141
Conclusion	148
Troisième partie. L'implication des hedge funds dans la crise des crédits subprimes.....	150
Introduction.....	151
Chapitre 1. Causes de la crise des subprimes, rappel des faits marquants.....	153
Section 1. Les causes de la crise.....	157
Section 2. Le déroulement de la crise des subprimes.....	166
Section 3. Les effets de la crise des subprimes.....	176
Chapitre 2. Les hedge funds, acteurs majeurs sur les marchés des dérivés de crédit.....	185
Section 1. Le mécanisme de titrisation au cœur de la crise.....	188
Section 2. Le rôle des hedge funds dans la propagation de la crise des subprimes.....	198
Section 3. Le rôle des agences de notation financière dans la crise systémique.....	207
Chapitre 3. Les axes des réformes ou comment réduire le risque systémique adossé aux hedge funds.....	215
Section 1. Augmentation de la transparence des hedge funds et renforcement de la discipline de marché.....	218
Section 2. Analyse des recommandations au regard des risques et de l'opacité des hedge funds.....	224
Section 3. Promouvoir une surveillance efficace des relations entre hedge funds et autres institutions financières.....	237
Conclusion.....	248
Conclusion générale.....	249
Bibliographie.....	252
Table des matières.....	261
Table des illustrations.....	266
Annexes.....	265

LISTE DES ABRÉVIATIONS

ABCP : asset backed commercial paper
ABS : Asset Backet Securities
AIMA : Alternative Investment Management Association
ANF : Agence de notation financière
ART : Alternative risk transfer
BCE : Banque centrale européenne
BRI : Banque des règlements internationaux
CDO : Collateralized Debt Obligation
CDS : Credit Default Swap
CESR : Comité européen de régulation
CFTC Commodity Futures Trading Commission
CLO : Collateralized Loan Obligation
CMBS : Commercial Mortgage Backed Securities
EVS : Entité à vocation spéciale
FCP : Fonds communs de placement
FDIC : Federal Deposit Insurance Corporation
FED : Federal finance
FMI : Fonds monétaire international
FSA : Financial Services Authority
FSF : Financial stability forum
G20 : Groupe de vingt
G7 : Groupe des sept pays les plus industrialisés
GAFI : Groupe d'action financière
HFR : Hedge fund research
HFT : High-frequency trading
HFWG : Hedge fund standards drive investment
HLI : Highly leveraged institutions
IOSCO : International Organization of Securities Commissions
LIBOR : London Interbank Offered Rate
LS : long short

LTCM : Long term capital management
MSCI : Morgan Stanley Capital International
NASDAQ : National Association of Securities Dealers Automated Quotations
OCDE : Organisation de Coopération et de développement économiques
OICV : Organisation Internationale des Commissions de Valeurs mobilières.
OIS : Overnight Indexed Swap
ONG : Organisation non gouvernementale
ONU : Organisation des nations unis
OPCVM : Organisme de placement collectif en valeurs mobilières.
OPCVM ARIA : OPCVM Agréés à Règles d'Investissement Allégés
OTC : Obligation de titre de créance
PIB : Produit intérieur brut
PPIP : Programme d'investissement public-privé
PWG : Private Wealth Group
RMBS : Residential Mortgage Backed Securities (crédits hypothécaire aux ménages)
RVA : Relative value arbitrage
S&P : Standards and poor's
SEC : Security and exchange commission
SICAV : Société d'investissement à capital variable
SME : Système monétaire européen
SPV : Special purpose véhicule
TARP : Troubled asset relief program
TCN : Titres de créances négociables
USD : United states dollar

INTRODUCTION GÉNÉRALE

« Les candidats à la fortune abandonnent trop fréquemment le chemin de la vertu ; car malheureusement la route qui mène vers l'une va parfois dans la direction opposée de l'autre ».

ADAM SMITH 1759.

Il est sans conteste édifiant, d'assister en tant qu'étudiant spécialisé en économie bancaire et financière à l'une des crises financières les plus spectaculaires qu'a connu le monde depuis plus d'un demi-siècle. Le caractère inédit de cette crise se révèle autant par sa vitesse de propagation que par le caractère ésotérique de sa transmission à partir d'un segment étroit du marché du crédit américain à tous les marchés d'actifs et aux établissements financiers et bancaires mondiaux. Certaines places financières offshores abritant des banques et autres institutions financières soumises au secret le plus absolu, ont été très vite pointées du doigt par les autorités monétaires et financières internationales telles que le Fonds Monétaire International et la Banque des Règlements Internationaux, ainsi que par les gouvernements de plusieurs pays, parmi lesquels figurent les États-Unis, la Grande Bretagne, l'Allemagne et la France. Ils considéraient ces places financières exotiques comme étant le maillon faible du système financier international et l'un des canaux de propagation de la crise financière qui a atteint son paroxysme en Octobre 2008. En effet, il existe dans ces paradis fiscaux certaines institutions financières très peu connues du grand public il y a à peine une dizaine d'années bien que leur existence remonte à la fin des années quarante du siècle dernier, ces organismes répondent au nom de *hedge funds*.

Les *hedge funds* sont souvent vus comme des organismes utilisant des produits financiers, dits exotiques, qui n'ont rien à voir avec tout ce qui avait été réalisé jusqu'à une date récente en matière d'innovations financières, de recherche fondamentale et de modélisation mathématique. La théorie de la gestion des portefeuilles semble désuète face à ce nouveau type de véhicules d'investissements qui génèrent des rendements importants, mais qui charrient en contrepartie des risques que la

précédente théorie n'arrive pas à mesurer avec rigueur. Les *hedge funds* ont connu une ascension fulgurante ces dernières années. Ils sont devenus présentement des acteurs majeurs de la finance de marché, leurs stratégies de diversification, leur capacité à générer de l'Alpha¹ ainsi que l'élargissement de leur clientèle en direction des investisseurs institutionnels alors qu'elle était autrefois cantonnée à quelques individus fortunés, semblent être, à la fois, les causes d'un engouement pour ces fonds de la part des investisseurs privés et institutionnels, mais également une source d'inquiétude pour les autorités de régulation monétaires et financières, qu'elles soient nationales ou internationales.

Les performances ahurissantes de certains *hedge funds* ont également été le déclic pour plusieurs investisseurs, voyant dans la gestion alternative un moyen de gain attrayant. En effet, les fonds de George SOROS² ont vendu à découvert en 1992 de la devise britannique avec une position³ de dix Milliards de livres sterling, exerçant de la sorte une pression inouïe sur la banque d'Angleterre la poussant à sortir sa devise du Système Monétaire Européen. La plus-value qu'aurait obtenue SOROS était estimée à plus de 1,1 Milliards de Dollars. L'une des causes de ces gains faramineux qu'enregistre certains gérants de *hedge funds* semble être le fait que ces derniers ont une liberté absolue d'utiliser les fonds de leurs clients afin d'en tirer un profit maximum. Ceci est rendu possible en usant d'outils de gestion alternatifs tels que la vente à découvert, l'arbitrage, l'achat et la vente de produits dérivés (options futures etc.) ainsi qu'un recours massif au levier d'endettement permettant d'accroître leurs gains ; ces gérants s'attribuant au passage une double rémunération, la

¹C'est un indicateur de sur/sous performance d'un fonds par rapport à son indice de référence. Il permet de mesurer l'écart entre la performance réalisée par le fonds, et celle obtenue par l'indice de référence, qu'il est sensé battre. Un alpha de 3 signifie que le fonds surperforme de 3% son indice de référence. Plus l'Alpha est élevé et positif, meilleur est le produit par rapport à son indice et meilleur est son gérant. Son calcul est variable et ce coefficient n'est pas stable dans le temps. Il est mesurable par l'utilisation de la formule suivante :

$$\alpha = \frac{\text{COV}(R_p, R_m)}{\text{VAR}(R_m)} \cdot \overline{R_m} - \overline{R_p}$$

L'on remarque très aisément que le premier terme du produit de l'équation ci-dessus n'est autre que le coefficient de régression mesuré entre la rentabilité du titre P et le marché.

²George Soros, financier et milliardaire américain d'origine hongroise, figure emblématique de la gestion alternative, surnommé « l'homme qui fit sauter la Banque d'Angleterre » ; il possède plusieurs *hedge funds*, parmi lesquels le célèbre fonds *Quantum*.

³Avoir une position sur un marché signifie qu'on est sur le marché, soit en détenant des actions (position acheteur ou longue), soit en étant vendeur à découvert (position vendeur ou courte).

première est fixe, elle est dite de gestion, en anglais : *Management fees* la seconde est attribuée uniquement si le fonds réalise des bénéfices, elle est dénommée en anglais : *Performance fees*.

Il est communément admis sur un plan théorique que les *hedge funds* confèrent des avantages considérables tant à leurs clients, à leurs gérants, aux marchés de capitaux à travers l'augmentation de leur efficacité, qu'au système financier et à l'économie dans son ensemble, rôle que les institutions régulées ne peuvent facilement jouer du fait de leurs contraintes en fonds propres. Il n'en demeure pas moins que les *hedge funds* sont aussi bien connus pour les nombreuses crises qui les secouent périodiquement et dont les répercussions sur l'ensemble de l'industrie financière peuvent être néfastes. La débâcle du fonds *Long Term Capital Management* (LTCM) en 1998 suite à une crise de liquidité ou encore la banqueroute du fonds AMARANTH en 2006 sont des exemples assez symptomatiques de cette facette inquiétante des *hedge funds*, amplifiée par un recours quasi systématique à des stratégies incorporant des produits à caractéristiques optionnelles dont les profils de risque sont hautement non linéaires. De plus, ces stratégies sont vulnérables à des risques extrêmes dues à des profils de risques asymétriques du côté des pertes, le tout dans un cadre réglementaire quasi inexistant et greffé d'une culture du secret qui y est fortement ancrée. Plus récemment, la crise des *subprimes* a révélé les faiblesses et les risques de la titrisation, technique dont l'industrie des *hedge funds* est partie prenante.

Dans une telle configuration, on ne peut manquer de s'interroger sur les retombées qui pourraient affecter les contreparties⁴ d'un *hedge fund* d'importance systémique ou d'une série de fonds de moyenne envergure s'ils venaient à être affectés par un choc endogène ou exogène. Il en résulte donc des craintes relatives à l'influence déstabilisatrice que ces fonds pourraient exercer dans certaines circonstances, et compte tenu de l'augmentation des encours de ces fonds sur les marchés financiers internationaux⁵, il devient alors très clair que le spectre d'un risque systémique est tout à fait envisageable ; la question de la réglementation des *hedge funds* se pose dès lors avec acuité.

⁴Depuis un certain nombre d'années, les contreparties des *hedge funds* sont représentées, de plus en plus, par de grandes banques et autres compagnies d'assurance opérant sur un plan international.

⁵Les capitaux engagés sur les différents marchés par les *hedge funds* sont excessivement élevés, pour preuve, les actifs gérés additionnés au levier des *hedge funds* pèsent actuellement plus de 7 000 milliards de dollars ; de plus, ils représentent respectivement 40 et 50 % des transactions sur *New York Stock Exchange* et le *London Stock Exchange*.

Il n'en demeure pas moins que les régulateurs se trouvent souvent devant un véritable dilemme :

- D'un côté, il est clair que le bon fonctionnement du marché exige des gestionnaires de portefeuille actifs, participant à la liquidité des marchés et au mécanisme de formation des prix. Sur ce plan, le développement de la gestion alternative est bienvenu.
- En revanche, la protection des investisseurs implique le principe général de transparence et donc une bonne information sur les produits et leurs gestionnaires ; or, cette information est nettement insuffisante dans le microcosme financier de la gestion alternative, ce qui a tendance à générer de sérieuses inquiétudes.

Nous avons volontairement choisi d'être bref dans la présentation des *hedge funds* car le but premier de ce travail n'est pas de détailler la structure et les stratégies alternatives qu'utilisent ces derniers, mais il vise plutôt à analyser les risques spécifiques liés aux *hedge funds*, et l'incidence de ces fonds sur l'intégrité des marchés et sur la stabilité financière ainsi que le rôle qu'aurait joué ces fonds dans la récente crise des crédits *subprimes*.

Le choix du sujet, intitulé : « Le rôle des *hedge funds* dans la genèse et l'exacerbation du risque systémique : cas de la crise des *subprimes* » est commandé par deux logiques :

- La première est rendue primordiale par le fait, que ce sujet s'inscrit pleinement dans l'objet central de notre formation, à savoir, l'étude, l'analyse et la compréhension des phénomènes monétaires, financiers et bancaires.
- La seconde est dictée par la conjoncture actuelle, notamment marquée par une crise financière extrêmement virulente, laquelle s'est très rapidement propagée par effet de contagion à plusieurs établissements financiers et bancaires internationaux. Celles-ci, nouent et dénouent des positions, dont les montants sont démesurés, sur les marchés de gré à gré et même sur les marchés organisés au gré des tendances dictées par leurs stratégies opportunistes créant ainsi des situations d'extrême tension, favorisant des comportements irrationnels qui accentuent les déséquilibres des marchés de capitaux.

Ces faits sont, pour nous, autant de situations qui attisent notre curiosité et qui expliquent, *de facto*, l'intérêt que nous portons au présent sujet.

Le choix d'un tel sujet de recherche est également fonction de son originalité et de sa valeur scientifique non négligeable, de ce fait, il nous a semblé essentiel de confronter le substrat théorique relaté par bon nombre d'auteurs et de praticiens du monde de la gestion alternative à la réalité des faits. Il nous a donc semblé légitime d'articuler notre problématique sur trois questions directrices :

Peut-on définir les *hedg funds*, quel est le cadre réglementaire qui régent ces fonds et quelles-sont les stratégies qui confèrent à ces entités le rôle prédominant dont elles jouissent sur les marchés financiers internationaux ?

L'existence des *hedge funds* a-t-elle des effets bénéfiques ou pervers sur les systèmes financiers en termes de stabilité financière ?

Quel est le rôle spécifique joué par les *hedge funds* dans la crise des subprimes et quels sont les remèdes pour limiter dans l'avenir leur influence?

Telles sont les interrogations et les motivations qui guident ce travail de recherche et auxquels nous tenterons quelques éléments de réponse, ce qui nous a inciter à opter pour une structure scindée en trois parties :

Dans la première nous présenterons ces organismes longtemps restés mystérieux, nous essayerons de les définir à la lumière des nombreuses tentatives de définition fournies par la littérature scientifique et les professionnels exerçant dans ces fonds. Le second chapitre aura pour tâche de dresser un état des lieux du cadre réglementaire des *hedge funds*. Enfin, nous clôturerons la première partie de ce travail en mettant l'accent sur les stratégies utilisées par les gérants des *hedge funds*, car nous pensons qu'elles sont en grande partie à l'origine des risques démesurés que prennent ces derniers, nous avons préféré présenter les stratégies les plus utilisées par les *hedge funds* à l'heure actuelle, à savoir : les stratégies *Global Macro*, les stratégies *Long/short* et les stratégies *Relative value arbitrage*.

L'analyse du rôle ambiguë des *hedge funds* sur les marchés financiers – et par extension sur les établissements bancaires dont les activités de *trading* représentent de nos jours la part la plus grande de leurs chiffres d'affaires – constituera la seconde partie du présent travail. Partie qui sera scindée en trois chapitres traitant respectivement du rôle des *hedge funds* sur les marchés financiers,

des risques inhérents aux *hedge funds*, et en dernier lieu, nous reviendrons sur les *hedge funds* qui ont défrayé la chronique en ébranlant la finance mondiale.

L'ultime partie du présent travail continuera sur la même lancée, en essayant de répondre à plusieurs interrogations qui continuent de diviser la communauté scientifique à savoir : quel est le degré d'implication des *hedge funds* dans la crise des *subprimes* ? Quels rôles ont-ils joués ? Ont-ils participé à la création de la crise, ou sont-ils seulement des relais de transmission ? Les axes de réforme qu'entreprendront les autorités financières nationales et internationales sont mises en exergue dans le dernier chapitre de la troisième partie.

Expert PDF Evaluation

PREMIÈRE PARTIE

LES *HEDGE FUNDS*, PRÉSENTATION, DÉCLINAISONS ET CADRE RÉGLEMENTAIRE

INTRODUCTION

Hérésie pour les uns, saint Graal pour les autres, les *hedge funds* cristallisent, depuis peu, bon nombre de débats passionnés – qui se tiennent, ces temps-ci, à une fréquence élevée vu le contexte inédit marqué par une crise financière spectaculaire – entre acteurs financiers, économistes, leaders politiques et mouvements associatifs ; les articles consacrés aux *hedge funds* remplissent des pages entières dans la presse spécialisée. Cela n’a pas empêché ces institutions de garder toujours une part importante d’opacité. En effet, les informations à leur sujet, en plus d’être rares, sont difficilement vérifiables, poussant certains à les qualifier « d’OVNI financiers ». Les *hedge funds*, autrefois réservés à une clientèle fortunée et avertie, sont devenue à l’heure actuelle un des véhicules de placements préférés des investisseurs institutionnels et individuels plus ou moins qualifiés, particulièrement après la longue période haussière des années 90s¹.

Outre l’absence d’une définition légale, les *hedge funds* utilisent des stratégies alternatives qui procurent des rendements absolus déconnectés par rapport aux indices des marchés, ces stratégies ne sont généralement pas dévoilées, biens gardées au secret, ce qui accentue les inquiétudes des contreparties de ces fonds alternatifs. Dans ce cas de figure, une supervision, aussi minimale puisse-t-elle être, est vitale pour minimiser les risques que les *hedge funds* font courir, du fait de leur envergure systémique.

Dans la première section du premier chapitre de la présente partie nous tentons de définir les *hedge funds* en passant en revue les différentes définitions qui ont été livrées par les auteurs qui ont publié des travaux sur ce sujet, nous traitons également de l’origine des *hedge funds* ainsi que de leur évolution dans le temps. La deuxième section porte sur les caractéristiques des *hedge funds* qui nous permettront, entre autres, de les différencier des fonds classiques. L’ultime section du premier chapitre est consacrée aux contreparties des *hedge funds* que nous avons choisi de répartir en trois catégories.

Le deuxième chapitre traite du cadre réglementaire des *hedge funds* et ce, aussi bien aux États-Unis, en Europe qu’en Asie, nous verrons que les *hedge funds* ont su s’adapter aux nouvelles

¹ G. GALLAIS-HAMMONO et (al) : « Faut-il corriger les rentabilités de *Hedge funds* ? », Janvier 2007, p 02.

technologies de l'information et de la communication en publiant des informations cruciales via Internet, augmentant *de facto* le degré de transparence de ces fonds alternatifs.

Le troisième et dernier chapitre de la présente partie est réservé à la classification des *hedge funds* individuels par stratégies d'investissement, nous avons choisi de citer les stratégies les plus utilisées dans l'industrie des fonds alternatifs. Dans la première section nous avons traité des stratégies alternatives directionnelles et avons pris les plus utilisées dans ce domaine à savoir les stratégies *Macro*, après une présentation de la méthodologie de cette stratégie, nous l'illustrons par un exemple ludique et nous enchainons par une mise en relief des avantages et inconvénients de cette stratégie. Les deux autres stratégies restantes, qui sont, elles, non directionnelles, à savoir : *Long /Short* et *Relative value arbitrage* sont présentées de la même manière.

Expert PDF Evaluation

CHAPITRE I.

LES *HEDGE FUNDS*, ESSAI DE DÉFINITION

Expert PDF Evaluation

Définir ce qu'est un *hedge fund* n'est pas une tâche aisée, d'autant plus qu'il n'existe pas de critères unanimement acceptés par tous pour désigner telle institution ou telle autre de *hedge fund*. Ce problème de définition n'est pas que d'ordre sémantique.

« En effet, pour distinguer un *hedge fund* parmi les innombrables véhicules de placements collectifs, il convient de cibler les stratégies d'investissement qu'il met en œuvre pour se prémunir des risques et accéder aux rendements d'un certain type de classes d'actifs. L'absence d'une définition légale a des conséquences certaines sur toute tentative de réglementation de ces fonds. Pour comprendre ce qu'est un *hedge fund*, le plus simple consiste peut être à observer certaines de ses caractéristiques¹. »

Il convient donc d'affirmer que toute tentative d'analyse ou de régulation doit commencer par une définition : qu'entendons-nous exactement par le terme « *hedge fund* » ?

On devrait évidemment commencer toute discussion sur un sujet en s'accordant sur le contenu même de celui-ci. Ce truisme s'applique parfaitement à une discussion sur les *hedge funds* parce que la définition des *hedge funds* est quand même loin d'être claire.

Selon l'organisation internationale des commissions de valeur (OICV), aucune des vingt grandes places mondiales en matière de gestion d'actif n'a adopté de définition légale précise et formelle du terme *hedge fund*.

¹ A. CROCKETT, « évolution et régulation des *hedge funds* » *Revue de la stabilité financière*, Avril 2007, p 20.

SECTION 1. DÉFINITION ET ASCENSION DE L'INDUSTRIE DES *HEDGE FUNDS*

L'abondante littérature financière qui traite du sujet des *hedge funds* fournit un large éventail de définitions, notre but premier n'est pas de les citer toutes, mais plutôt de mentionner celles qui allient clarté, concision et pertinence.

1. *Hedge funds* : Définition générale

Nous commençons le « ballet » des définitions par celle figurant dans le journal officiel de la République française où figure la Liste des termes, expressions et définitions du vocabulaire de l'économie et des finances, en application du décret n° 96-602 du 3 juillet 1996 relatif à l'enrichissement de la langue française. Elle définit le terme de Fonds Spéculatif qu'elle a traduit de l'anglais *hedge fund* comme étant un « fonds d'investissement à haut risque portant principalement sur des produits à effet de levier particulièrement élevé, c'est-à-dire permettant, pour des mises limitées, d'opérer sur des montants beaucoup plus importants, mais avec des risques considérables ».

La définition des *hedge funds* que donne Axel A. Weber, président de la Deutsche Bundesbank est la suivante : « le terme *hedge fund* est une expression « passe partout », utilisée pour un groupe très hétérogène et difficilement définissable d'intervenants de marchés qui adoptent un large éventail de stratégies différentes. Le recours à des instruments à effet de levier (emprunts et produits dérivés par exemple) est généralement l'une de leurs caractéristiques communes. »¹

Michel AGLIETTA et Sandra RIGOT définissent les *hedge funds* de la façon suivante : « Un *hedge fund* est en principe un pool de capital privé qui combine des stratégies variées (avec une liberté absolue), un *trading* très actif, un levier via les marchés dérivés, dans le but de réaliser une performance absolue, le tout dans une remarquable opacité. »²

¹A. WEBER, « *Hedge funds* : un point de vue de banque centrale », in, *Revue de la stabilité financière*, Avril 2007, p. 178.

²M. AGLIETTA et S. RIGOT, « Le rôle spécifique des *hedge funds* dans la transmission du risque systémique : une contribution au débat réglementaire », *Revue de la stabilité financière*, Avril 2007, p. 231.

La *Managed Account Reports, Inc*, qui est une société spécialisée dans l'investissement alternatif, définit les *hedge funds* comme « des fonds qui chargent une commission à la performance et qui rencontrent au moins un des critères suivants :

- Le fonds investit dans différentes classes d'actifs ;
- Dans le cas de fonds ne prenant que des positions longues (achat et vente de titres que l'on possède), il utilise l'effet levier ;
- Le fonds utilise des techniques de couvertures ».

Roger T. COLE, Greg FLEDBERG et David LYNCH, respectivement, directeur, vice-directeur et analyste financier senior chargé de la supervision à la *division of Banking Supervision and Regulation, Board of Governors of the Federal Reserve System* aux États-Unis. Ils donnent cette définition : « Les *hedge funds* [...] peuvent se définir comme des fonds d'investissement privés qui investissent dans des instruments négociables (produits monétaires et dérivés), qui ont parfois recours à l'effet de levier par différents moyens, notamment l'utilisation de positions courtes, et qui ne sont généralement pas régulés »¹

Le vice-président de la banque nationale suisse, Philipp M. HILDEBRAND affirme que la définition des *hedge funds* demeure étonnamment floue. « Dans l'état actuel des choses, le terme « *hedge* » ne fournit pas beaucoup d'éclaircissements. Pourtant, plusieurs caractéristiques communes peuvent être et ont été identifiées. Les *hedge funds* sont considérés comme des fonds d'investissement privés à effet de levier utilisant une large gamme de stratégies d'investissements dénuées de contraintes dont l'objectif est de produire des taux de rendement absolu (alpha) supérieurs à la moyenne. Afin d'y parvenir, les *hedge funds* font un usage intensif des produits dérivés et recherchent des opportunités d'investissement sur les segments de marché traditionnels et non traditionnels, tels que les matières premières, le cinéma ou les marchés boursiers². »

¹R-T. COLE, G. FLEDBERG et D. LYNCH, « *Hedge funds*, transfert de risque de crédit et stabilité financière », *Revue de la stabilité financière*, Avril 2007, p 08.

²M-P. HILDEBRAND, « *Hedge funds* et prime broker dealer : éléments de proposition en matière de « bonnes pratiques », *Revue de la stabilité financière*, Avril 2007, p 74.

Le vice-président de la banque centrale Européenne, Lucas D. PAPADEMOS, considère que les *hedge funds* sont le plus souvent associés à trois éléments « des rendements exceptionnels (liés à des stratégies d'investissement sophistiquées et à effet de levier potentiellement élevé, exploitant les inefficiences du marché), des activités d'investissement *offshore* non transparentes et des accidents de parcours occasionnels, mais spectaculaires, illustrés par la situation de quasi-faillite de LTCM en septembre 1998. En d'autres termes, ils sont souvent décrits comme des fonds d'investissement qui prennent des risques élevés, offrant le potentiel de rendements associés au niveau de ces risques, le tout dans une grande opacité¹. »

Michel PRADA, Président de l'Autorité des marchés financiers en France soutient que « le terme de *hedge fund* en lui-même est trompeur. Sa traduction littérale en français est fonds de «couverture», ce qui tend à limiter théoriquement l'intervention des *hedge funds* à l'activité d'arbitrage. Or, ces fonds utilisent, en fait, des techniques de gestion de plus en plus diversifiées, dites techniques de gestion alternatives, qui permettent de spéculer, au sens premier du terme, sur l'évolution future des marchés, bref de prendre des risques de tendance. Et cela sur les marchés les plus divers, aux caractéristiques de liquidité et de transparence très variables, du marché du gaz naturel à celui de l'art contemporain, en passant par celui des devises². »

La définition fournie par Daniel CAPOCCI dans son ouvrage, introduction aux *hedge funds*, est fort intéressante en ce sens qu'elle est synthétique, il définit un *hedge fund* comme étant « une association privée d'investissement utilisant un large éventail d'instruments financiers comme la vente à découvert d'actions, les produits dérivés, le levier ou l'arbitrage, et ceci sur différents marchés. Généralement les gérants de ces fonds y investissent une partie de leurs ressources et sont rémunérés suivant leur performance. Ces fonds exigent souvent des investissements minimums élevés et leur accès est limité. Ils s'adressent particulièrement à une clientèle fortunée, qu'elle soit privée ou institutionnelle³. ».

Sur la base des définitions précédemment citées, nous apportons notre pierre à l'édifice en donnant notre propre définition ce qu'est un *hedge fund* :

¹L-S. PAPADEMOS, « La surveillance des *hedge funds* : un point de vue de stabilité financière », *Revue de la Stabilité Financière*, Avril 2007, p 126.

²M. PRADA, « le monde des *hedge funds* : préjugés et réalité – La contribution de l'AMF au débat sur les stratégies de gestion alternative », *Revue de la Stabilité Financière*, Avril 2007, p 141.

³D. CAPOCCI, *Introduction aux hedge funds*, Economica, 2004, p 19.

Les *hedge funds* sont des fonds d'investissement non régulés qui utilisent un large éventail d'instruments financiers en combinant des stratégies d'investissement sophistiquées à effet de levier potentiellement élevé, exploitant les inefficiences du marché et opérant sur des segments de marché traditionnels et non traditionnels, le tout dans une remarquable opacité.

Il convient toutefois d'insister sur le fait que chaque terme de la précédente définition a son importance. Ainsi, le caractère privé des *hedge funds* en tant qu'association d'investissement les différencie des fonds d'investissement classiques qui peuvent revêtir une forme publique, aussi, le recours à des produits dérivés, à la vente à découvert à l'effet levier à l'achat et à la vente à terme voir à des instruments financiers complexes ou sophistiqués tels que les *swaption*¹ ou les options exotiques accentue d'avantage cette différence et donne aux *hedge funds* une place unique dans le paysage financier mondial.

2. La genèse des *hedge funds*

L'existence des *hedge funds* remonte aux années cinquante du siècle dernier, on attribue leur apparition à l'Américain, Alfred W Jones² qui créa le premier *hedge fund* en 1949 aux États-Unis, il lança son fonds avec 100 000 dollars dont 40 % provenaient de ses avoirs propres. Le terme *hedge fund* a été publié pour la première fois par Carol J. Loomis dans un article paru en 1966 dans la revue Américaine *Fortune*.

La combinaison d'un certain nombre d'instruments et de techniques financières dans le fonds d'A W Jones, donna à ce dernier une caractéristique unique. Il prit en effet des positions acheteur et vendeur à rehausser le rendement et diminuer le risque d'exposition sur le marché, en d'autres termes, il se couvre contre le risque de marché, il devient alors très clair que le fonds de A W Jones est un *hedge fund* (fonds de couverture) au sens premier du terme. Combinant à cela une structure

¹Les *Swaptions* sont des titres financiers dérivés permettant d'acheter ou de vendre le droit de conclure un swap de taux d'intérêt sur une certaine durée ; c'est une option sur un swap. Le swap sous-jacent est précisé initialement. Il est défini par son montant notionnel, son échéance, le taux fixe et le taux variable auxquels il fait référence.

²Pour plus de détails sur l'histoire des *hedge funds*, se référer à l'ouvrage de Ted CALDWELL, "Introduction : The Model for Superior Performance," in *Hedge Funds: Investment and Portfolio Strategies for the Institutional Investor*, eds. Jess Lederman and Robert A. Klein (New York: Irwin Professional Publishing, 1995), pp. 1-17.

basée sur l'utilisation régulière de l'effet de levier, une position à découvert quasi constante et une structure de rémunération fondée sur l'octroi de 20% de l'ensemble des profits aux gérants. Ces caractéristiques représentent la structure type d'un *hedge fund*.

JONES utilisait dans sa gestion de portefeuille une technique de couverture basée sur la vente à découvert qui permettait aux actions détenues par Jones d'être couvertes quel que soit le *trend* du marché dans son ensemble. De ce fait, lorsque le portefeuille d'actions vendues à découvert par Jones est constitué, il est prémuni contre le risque de baisse du marché, il a alors tout le loisir d'acheter des titres sous évalués pour les vendre lorsque leur valeur s'ajustera et inversement, vendre des titres sur évalués pour éviter que leur valeur ne se corrige à la baisse. Il n'en demeure pas moins qu'une telle pratique basée sur la prévision de l'évolution future du marché, permettait à Jones de ne prendre en fait qu'une seule position à la fois, une position franchement courte quand il pense que les titres sont sur évalués (on en achète plus qu'on en vend), une position nettement longue lorsqu'il s'attend à une hausse du marché, les titres sont donc sous évalués (on vend plus de titres qu'on en achète).

Notons qu'une certaine confusion subsiste quant à la paternité de l'analyse des titres. Il semblerait, en effet que Jones connut à l'université de Columbia lors de ses études un certain Benjamin GRAHAM, qui aurait conçu la formule de paiement des gérants à la performance. Nombreux étaient les investisseurs qui ont emboîté le pas à Jones lorsqu'ils ont vu les performances de son fonds. La valeur des actifs sous gestion des *hedge funds* deux ans après la parution de l'article de Loomis en 1966 dépassa les deux milliards de dollars.

3. Croissance et mutation des *hedge funds*

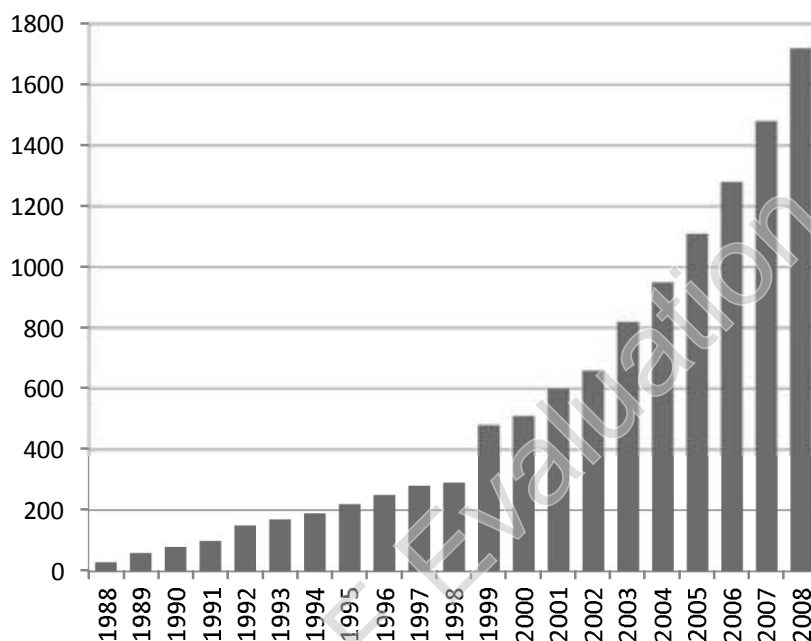
Le secteur des *hedge funds* croît rapidement depuis quelques années. Selon les estimations de *Hedge Fund Research* (HFR), de 610 fonds gérant 39 milliards de dollars d'actifs en 1990, il était passé à 3 873 fonds et 490 milliards de dollars gérés dix ans plus tard. À la fin du troisième trimestre 2006, 9 228 fonds géraient quelque 1400 milliards de dollars, soit une croissance annualisée de leurs actifs de 19 % depuis 2000¹. Sur ce total, plus de 1 000 milliards de dollars sont

¹Selon le cabinet spécialisé HFR, le montant des actifs gérés par les *hedge funds* vient de passer la barre des 2000 milliards de dollars en date du mois d'avril 2011.

aux mains de fonds américains, 325 milliards sont gérés en Europe et 115 milliards en Asie¹. *Van Hedge fund advisors international* nous présente les estimations de progression des actifs gérés par les *hedge funds* (Graphique 1) sur une période de vingt ans.

Graphique 1. Estimation de la progression des actifs gérés par les *hedge funds*

■ Estimation des actifs sous gestion des hedge funds (en milliards d'USD)



Source: Van Hedge Fund Advisors International. LLC et ses filiales, Nashville, Tennessee.

À mesure que le secteur des *hedge funds* prend de l'ampleur, le nombre de fonds de taille extrêmement élevée se multiplie. Fin 2002, le plus gros d'entre eux, *Moore Capital*, gérait 8 milliards de Dollars. À peine trois ans plus tard, ils étaient trente et un à afficher des actifs comparables, et Moore, dont les actifs avaient atteint 10,2 milliards de dollars, ne comptait même plus parmi les dix premiers (tableau 1). Depuis quelques années, le secteur se concentre : la part des actifs aux mains des cent plus grands *hedge funds* est passée de 54 % en 2003 à 65 % en 2005.

¹R. FERGUSON et D. LASTER : « *Hedge funds* et risque systémique », *Revue de la Stabilité Financière*, Avril 2007, p 50.

Tableau 1. – Les dix plus gros gérants de *hedge funds* (Fin 2005)

(Actifs en milliards d'USD)

Gérant	Lieu	Actifs
Goldman Sachs Management	New-York, NY	21,0
Bridgewater associates	Westport, CT	20,9
D.E. Shaws Group	New-York, NY	19,9
Farallon Capital Management	San Fransisco, CA	16,4
ESL. Investment	Greenwich, CT	15,0
Barclays Global Investors	Londres, RU	14,3
Och-Ziff Capital Management Group	New-York, NY	14,3
Man Investments	Londres, RU	12,7
Tudor Investment Group	Greenwich, CT	12,7
Caxton Associates	New-York, NY	12,5

Source: Rose-Smith (L.) (2006): "The hedge fund 100", Institutional Investor's Alpha. Juin 2005.

Même si leurs actifs représentent à peine plus de 1 % de l'encours total des obligations et des actions dans le monde, les *hedge funds* exercent une influence significative sur les marchés financiers. Étant donné que beaucoup d'entre eux sont très axés sur le *trading* et recourent à l'effet de levier, ils représentent environ 30 % du volume des transactions sur les actions aux États-Unis. L'un d'entre eux, SAC Capital, pèserait jusqu'à 3 % du volume moyen des transactions journalières du NYSE et 1 % du volume quotidien du NASDAQ. Lors d'une enquête auprès des principales banques de Londres qui procurent des services de *prime brokerage* aux *hedge funds*, la *Financial Services Authority* a constaté que le recours moyen de ces fonds à l'effet de levier s'établissait à 2,4 (soit 2,4 livres sterling d'actifs pour 1 livre sterling de capital). Les *hedge funds* dominent certains

marchés. Ainsi, ils représentent environ 70 % des positions acheteuses du marché des titres convertibles¹.

¹R .FERGUSON et D. LASTER, *op.cit.* p 50.

SECTION 2. LES CARACTÉRISTIQUES DES *HEDGE FUNDS*

Nous avons déjà cité dans la section précédente dans la définition des *hedge funds* un certain nombre de caractéristiques qui font que les *hedge funds*, sont des institutions d'investissement qui ne peuvent être assimilées aux fonds d'investissements classiques, ces caractéristiques sont composées d'un certain nombre d'éléments et de pratiques, nous nous bornerons à citer quelques spécificités sans trop s'étaler dans la description, car, comme nous l'avons précisé en introduction, ce n'est nullement l'objet de ce mémoire.

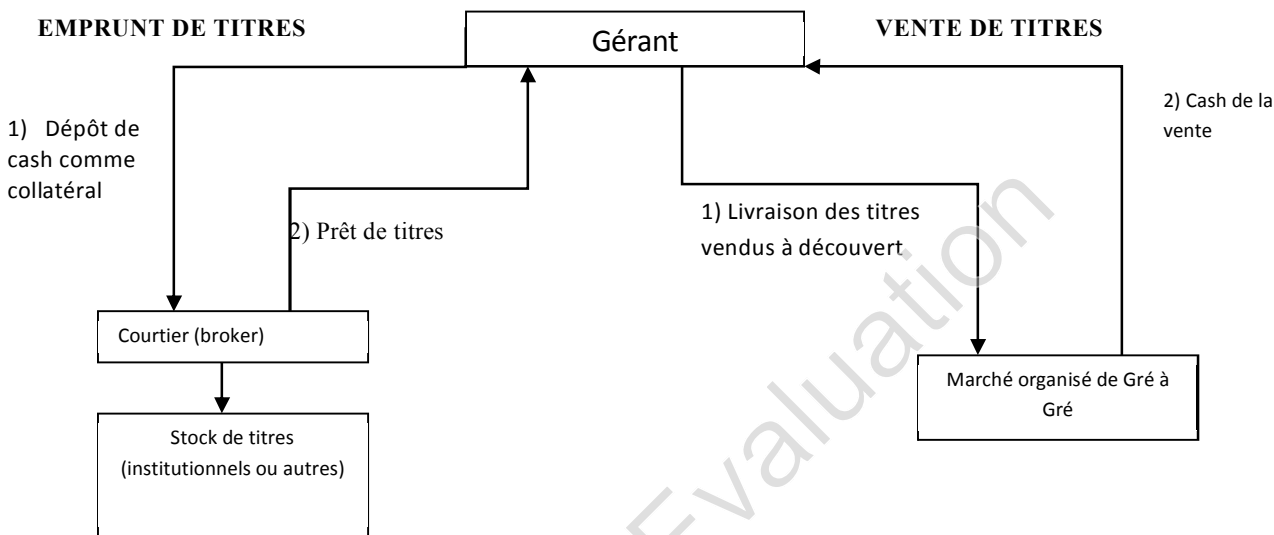
1. Vente à découvert, effet de levier et *active trading*

Le mécanisme de la vente à découvert est une technique largement utilisée dans l'industrie des *hedge funds*, les autres investisseurs classiques ne l'utilisent que rarement vu sa complexité ; cette technique mérite donc que l'on s'y intéresse de près. La vente à découvert peut être définie comme étant la vente d'un actif emprunté dans l'objectif de profiter d'une baisse future dans le prix de cet actif le jour où il faut le racheter afin de le rembourser. Pour plus de clarté, voici un exemple numérique qui a le mérite de faire le tour de cette technique. Il y a deux cas dans lesquels il est intéressant d'avoir recours à la vente à découvert :

- Spéculer à la baisse : par exemple, un manager emprunte un titre qui vaut 20 à $t = 0$. Il pense que le titre est surévalué ou qu'un événement impliquant une révision à la baisse de sa valeur va se produire. Il vend donc le titre qu'il a emprunté. Si à $t = 1$, le titre vaut 15, il le rachète, le rend à son propriétaire, et empoche 5 de bénéfice, qui représente la différence entre le prix d'achat et le prix de vente ;
- En guise de couverture sur une position longue : prenons un exemple de la stratégie Long Short : un gérant veut avoir une exposition uniquement au risque spécifique d'un titre, sans le risque systémique. Il est long sur un titre, mais short sur un indice type S&P (pour simplifier, on considère ici l'indice comme un titre traditionnel). Ainsi, il couvre son risque de marché avec la vente à découvert de l'indice. En effet, si le marché baisse de 10%, ce qu'il perd en étant long sur le titre, il le gagne en étant short sur l'indice. Il reste seulement avec la surperformance du titre par rapport au marché (qui peut être positive ou non).

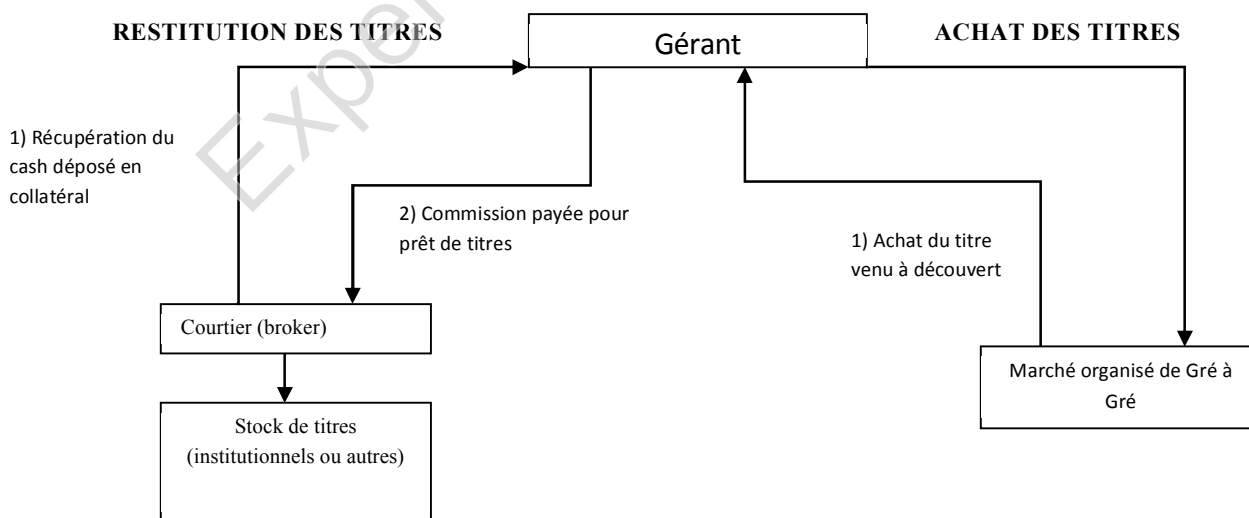
Les schémas 1 et 2, tirés de l’ouvrage de Daniel CAPOCCI, illustrent le fonctionnement d’une vente à découvert. Ils se composent chacun de deux parties. Le premier schéma reprend la mise en place d’une vente à découvert, le second rapporte son dénouement.

Schéma 1. – Mise en place d’une vente à découvert



Source : D CAPOCCI., Introduction aux *hedge funds*, p78.

Schéma 2. – Dénouement d’une opération de vente à découvert



Source : D CAPOCCI., Introduction aux *hedge funds*, p.78.

La vente à découvert a cependant un coût. En effet, il faut rémunérer le prêteur. Il faut aussi payer au propriétaire les dividendes du titre que l'on emprunte. Mais le gérant qui vend le titre place en général le produit de la vente des titres et perçoit un intérêt sur cette somme, ce pourcentage varie en fonction de la qualité des titres vendus. Il est surtout indispensable de comprendre les contraintes de liquidités auxquelles celui qui pratique la vente à découvert est soumis.

C'est en effet le risque principal. Le coût d'emprunt est d'ailleurs d'autant plus élevé que le titre est peu liquide. Le gérant doit déposer un collatéral lorsqu'il emprunte le titre, en général 10% du montant. Les ajustements journaliers de la valeur du titre s'effectuent sur cette somme ; Si cette somme tombe sous un certain seuil (car le titre remonte, i.e. il faut couvrir les pertes sur le short), il y a un appel de marge et le gérant doit remettre un nouveau collatéral. S'il ne peut pas, la position est dénouée, le gérant doit racheter le titre au prix du marché, donc potentiellement plus cher qu'à l'origine, et subit ainsi une perte sèche sans avoir pu garder sa position jusqu'à la maturité prévue. C'est en partie ce qui a conduit le fonds LTCM¹ à la faillite en 1998. Les gérants classiques ne peuvent recourir à la vente à découvert. C'est cependant un des principaux leviers de la création d'alpha.

Il existe également une technique largement utilisée par les établissements de gestion alternative qui se nomme l'effet levier. L'intérêt de ce procédé est d'amplifier une exposition à un titre, marché, ou passer un cap en termes d'actifs de manière à pouvoir entrer dans un *trade*², tout en gardant un niveau de capital initial identique. Le levier se mesure en ratio des capitaux totaux sur les capitaux propres initiaux. Par exemple, un gérant qui possède \$10M et en emprunte 40 crée un levier de 4:1. Il y a différents moyens de créer du levier :

- Le moyen le plus simple consiste à emprunter ;
- On peut aussi créer du levier en vendant à découvert ou en investissant dans des dérivés tels les *future contracts* , qui sont un moyen d'avoir une exposition à un titre, un marché, sans investir totalement (et donc immobiliser) la somme totale requise comme

¹ Voir *Infra*, deuxième partie, Chapitre 3.

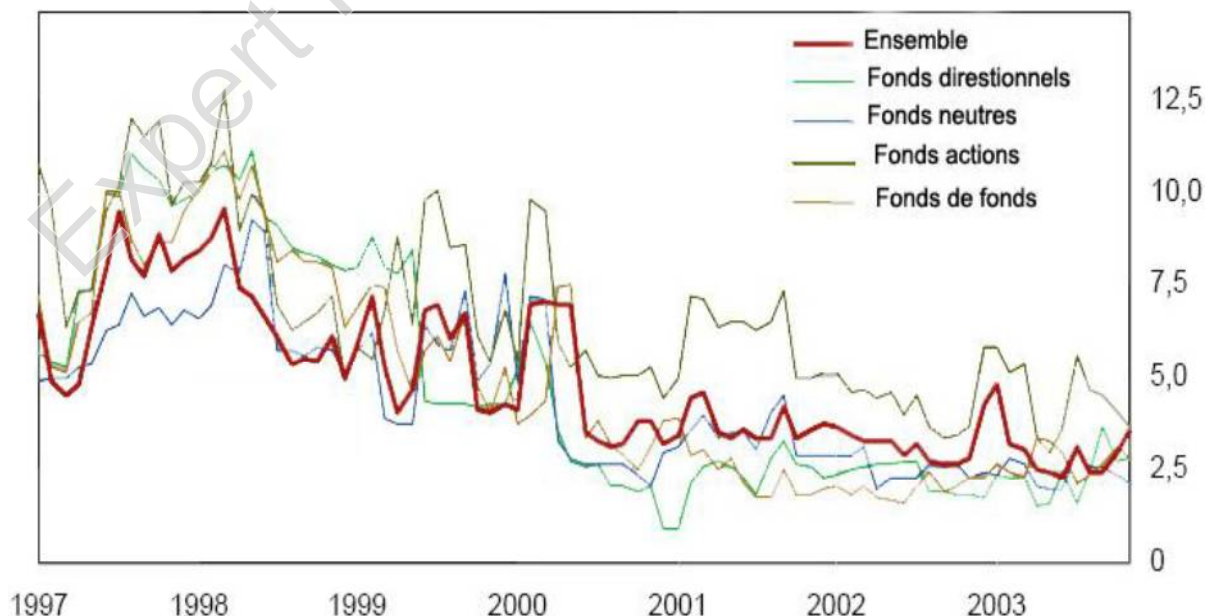
² Par exemple, un gérant ne peut parfois investir dans une stratégie que si le montant dépasse un certain seuil. Il est donc parfois contraint d'emprunter pour obtenir la taille suffisante pour entrer dans le trade.

ce serait le cas pour un achat de titres. Par exemple, avec une position de \$100M en *S&P futures*, il ne suffit que de 10% du montant. Ces \$10M sont déposées en collatéral, sur lequel les ajustements de la position de \$100M sont effectués en *market to market*, i.e. en continu. Le levier offre deux avantages ;

- La liquidité supplémentaire permet au gérant de produire un rendement additionnel supérieur au coût de cette même liquidité additionnelle (i.e. l'intérêt dans le cas d'un emprunt) ;
- Dans le cas d'un arbitrage, le levier permet de démultiplier les gains : très utilisé dans la stratégie *Fixed Income Arbitrage*, où les gains *unleveraged* sont relativement faibles (entre 1 et 80 bps).

L'évolution de l'utilisation de l'effet de levier au sein des *hedge funds* a connu une certaine régression à partir de l'an 2000 date de l'effondrement de la bulle Internet, le graphique suivant nous montre que le recours à l'effet de levier est passé d'un montant de recours de l'ordre de 10 milliards de dollars à moins de 5 milliards en l'espace de 2 ans.

Graphique 2. Mesures estimées de l'effet de levier



Sources : BRI et HFR.

En dernier lieu nous allons nous pencher sur l'*active trading* qui caractérise tant les *hedge funds*. Il s'agit d'une pratique qui a pour objectif de faire tourner massivement le portefeuille (à une fréquence élevée), de manière à profiter d'un maximum d'opportunités d'arbitrage. Il faut cependant que les gains de cette rotation accrue soient supérieurs aux coûts de transaction (frais de courtage, etc.)¹.

2. Classification par stratégie d'investissement et répartition de l'industrie des *hedge funds*

Il n'est pas inutile de rappeler combien la classification des *hedge funds* par stratégies d'investissement est problématique, en effet plusieurs intervenants proposent leur propre classification, laquelle, peut être similaire ou totalement différente de celles des autres intervenants. Notons également que, contrairement aux classifications des stratégies d'investissement classiques où le nom de la stratégie reflète l'objectif de rendement du fonds, les classifications des stratégies des *hedge funds* sont généralement plus descriptives des marchés dans lesquels les gérants investissent². Nous présentons ci-dessous (Tableau 2.) les différentes stratégies classées par chacun des intervenants dans l'industrie des *hedge funds*. La croissance fulgurante des *hedge funds* s'est accompagnée d'une maturité relative. Autrefois de petits groupes d'entrepreneurs, ils sont devenus aujourd'hui, le plus souvent, de grandes institutions financières qui emploient des centaines de personnes.

En 1990, les stratégies «macro» représentaient plus de 70 % des encours des *hedge funds*. Aujourd'hui, les *hedge funds* investissent dans de nombreuses classes d'actifs et stratégies, et aucune stratégie ne représente plus d'un tiers des encours des *hedge funds* (graphique 2). Même au sein de chaque stratégie, les *hedge funds* utilisent aujourd'hui des méthodes plus variées de sélection et de gestion de leurs positions.

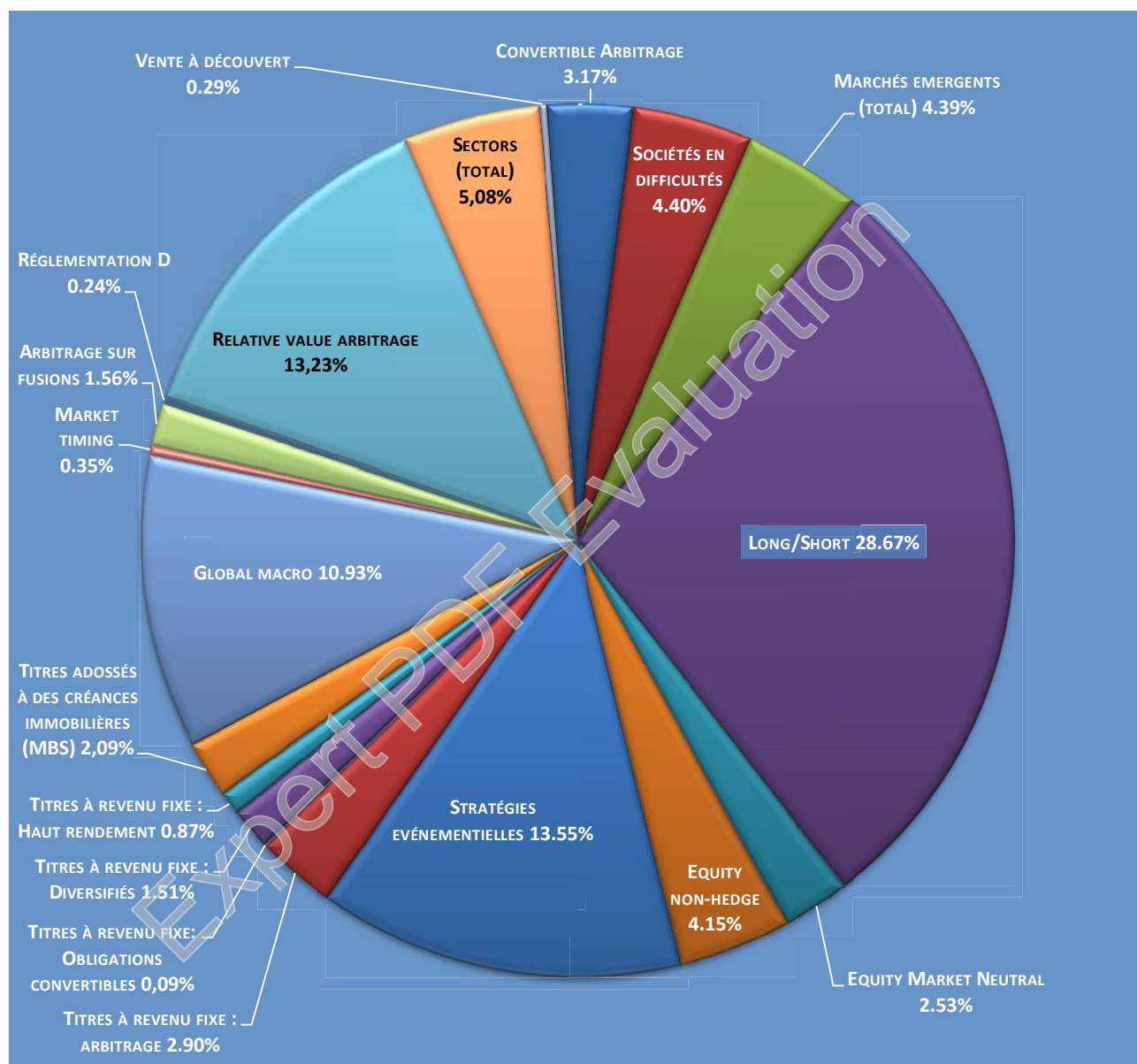
Même si les *hedge funds* prennent encore parfois des positions concentrées sur un seul marché, la diversité de leurs méthodes diminue la probabilité que les *hedge funds* agissent de

¹The President's Working Group on Financial Markets., "*Hedge Funds, Leverage, and the Lessons of Long-Term Capital Management*", p 5.

²D. CAPPOCCI, *op.cit.* p52.

concert et perturbent les marchés en effectuant des opérations similaires, le risque de déstabilisation de marchés en tant que créateurs de tendance semble improbable, ce qui était, jusqu'à une date récente, l'une des principales inquiétudes des autorités de supervision¹.

Graphique 3. Estimation de la composition des stratégies par encours



Source: Hedge fund research. Inc. Repris par COLE R. T, FLEDBERG. G et LYNCH D. *Revue de la Stabilité Financière*, 2007, p.8.

¹R. COLE T, G. FLEDBERG et D LYNCH, *op.cit.* p08.

Tableau 2. Classification des *hedge funds* par stratégies

<i>Hedge fund Research, Inc</i>	<i>MAR/CISDM</i>	<i>Termopnt Tass Resarch</i>	<i>Van Hedge Fund</i>
Non directionnelles	Even Driven	Even Driven	Aggressive Growth
<i>Even Driven</i>	<i>Distressed Securities</i>	<i>Merger Arbitrage</i>	Distressed securities
<i>Distressed Securities</i>	<i>Risk Arbitrage</i>	<i>Distressed Investing</i>	Emerging market
<i>Risk Arbitrage</i>	Global	<i>Multi-Strategy</i>	Funds of Funds
<i>Equity Hedge</i>	<i>International</i>	Long /Short Equity	Income
<i>Convertible Arbitrage</i>	<i>Emerging</i>	Convertible Arbitrage	Macro
<i>Fixed Income Arbitrage</i>	<i>Regional Established</i>	Equity Market Neutral	Market Neutral
<i>Fixed Income Convertibles</i>	Global macro	Fixed Income Arbitrage	<i>Arbitrage</i>
<i>Fixed Income Diversified</i>	Market Neutral	Managed Futures	<i>Hedging</i>
<i>Fixed Income High Yield</i>	<i>Long / Short Stocks</i>	Emerging markets	Market Timing
<i>Fixed Income Mortgage Backed</i>	<i>Convertible Arbitrage</i>	Short Seller	Opportunistics
<i>Equity Market Neutral</i>	<i>Fixed Income Arbitrage</i>	Global Macro	Several Strategies
<i>Relative Value Arbitrage</i>	<i>Stock Arbitrage</i>	Other	Short Selling
Directionnelles	<i>Mortgaged Backed Securities</i>		Special Situations
<i>Macro</i>	Short Sales		Value Sector
<i>Emerging Market</i>	<i>US Opportunities</i>		
<i>Equity non-Hedge</i>	<i>Value</i>		
<i>Short Selling</i>	<i>Growth</i>		
<i>Market Timing</i>	<i>Small Caps</i>		
Autres	Funds of Funds		
<i>Funds of Funds</i>	<i>Diversified</i>		
<i>Multi Strategy</i>	<i>Niche</i>		
<i>Sector</i>	Long Only Leverage		
	Sector		

Source: Hedge fund research, Managed account Report, reprise par CAPOCCI 2004, p 53-54.

3. Structure d'intéressement, Investissements minimums et performance des *hedge funds*

Le système de commissions des *hedge funds* est unique. Il combine une double structure de rémunération pour les gérants de ces fonds. Ils perçoivent, en effet, une commission de gestion (en général 1% à 2% des actifs gérés), ainsi qu'une commission de performance (en général 20% des actifs gérés). C'est ce que l'on nomme la structure « 1-20 », voire « 2-20 ». La commission à la performance pousse parfois les gérants à prendre un niveau de risque très élevé. De plus, un gérant qui fait \$100M de bénéfices la 1^e année et \$100M de pertes la 2^e année se verse \$20M, alors que le rendement sur 2 ans après commissions est nul. On voit ainsi les limites de ce système de rémunération. Pour y pallier, il existe des systèmes tels que le *hurdle rate*¹ et le *water mark*².

L'univers des *hedge funds* est un monde d'entrepreneurs dans lequel les gérants de *hedge fund* investissent souvent une partie significative de leur fortune personnelle dans les fonds qu'ils gèrent. Ceci peut les aider à rassurer les autres investisseurs sur le fait que leurs intérêts et ceux des gérants sont alignés. L'opportunité de gagner des commissions élevées et de profiter de leurs propres perceptions semble être les raisons qui attirent les meilleurs talents de l'industrie financière dans les *hedge funds*.

Certains des « plus brillants » gérants ont ainsi quitté la gestion traditionnelle pour la flexibilité, l'indépendance et les opportunités financières offertes par les *hedge funds*³. Du fait de la complexité des produits *hedge funds*, ils ne peuvent être vendus qu'à des investisseurs fortunés connaissant très bien le risque encouru, les minimums d'investissements pour les fonds individuels se situent entre 100 000 et 5 000 000 USD avec une moyenne entre 500 000 et 1 000 000 USD.

¹Certains *hedge funds* ne se versent pas de *performance fee* tant que la performance annualisée ne dépasse pas un certain niveau prédéfini (LIBRO par exemple). Ce genre de pratiques est de moins en moins répandu.

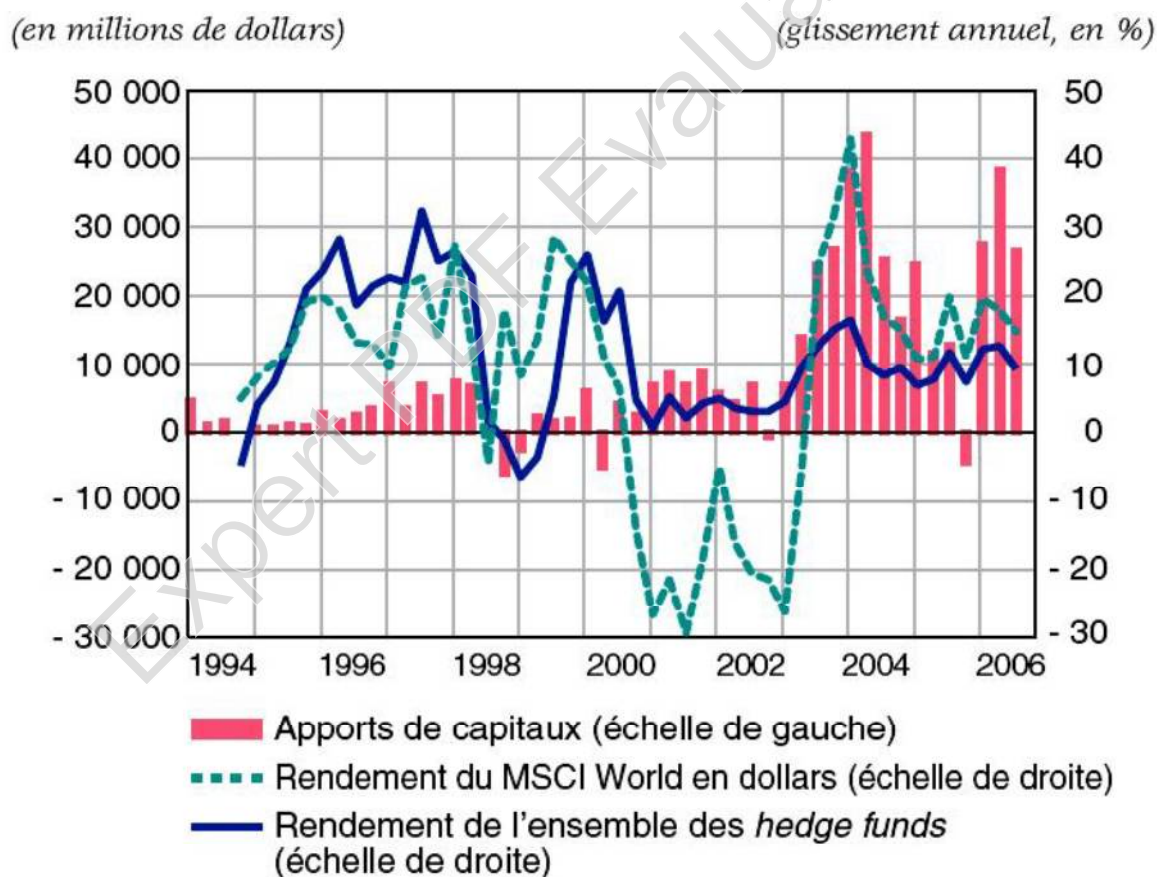
²La plupart des fonds pratiquent un « *High Water Mark* ». Cela signifie que le gérant ne se verse pas de *performance fee* tant que la valeur du fonds n'excède pas la plus grande NAV (*Net Asset Value*) qui a déjà été atteinte par le passé. Ainsi, un fonds qui a une valeur initiale de 120, qui perd 10 une année mais regagne 05 l'année suivante ne prendra pas de *performance fee* sur la 2^e année, malgré une performance positive, car la NAV reste inférieure à 120.

³L. Min-Woo : « Les Stratégies Global Macros des hedge funds », *Mémoire en majeur finance*, p10.

Cette règle a pour objectif de protéger les petits investisseurs des risques inhérents à des stratégies d'investissement sophistiquées¹.

Les *hedge funds* ont des objectifs de performance qui ne sont pas relatifs à un indice de référence mais possèdent des perspectives de rendements absolues, stables en toute circonstance, indépendantes de la performance des marchés et qui, souvent, protègent le capital. Ainsi, l'objectif d'un gérant de *hedge fund* est de générer un rendement absolu *absolute return* quel que soit la performance du marché et non pas de surperformer un indice de référence. Comme les performances des *hedge funds* sont totalement indépendantes de l'état des marchés financiers, elles doivent refléter les qualités propres du gestionnaire du fonds.

Graphique 4. – Rendements des *hedge funds* et apports de capitaux

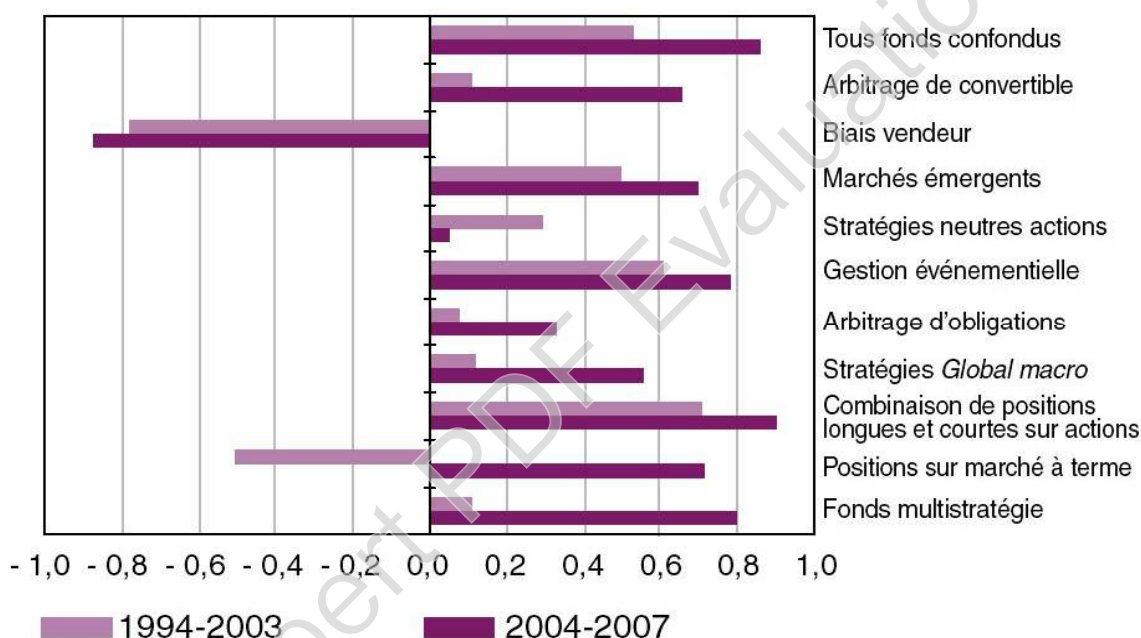


Source : CSFB Tremont, reprise par Hilderbrand P, RSF, 2007. P 76

¹D. CAPOCCI, *op.cit.* p 73.

Comme l'illustre le graphique 4, les taux de rendement historiquement élevés, notamment lors de la période de 2001 à 2003 caractérisée par des marchés d'actions baissiers, ont apparemment contribué aux afflux de capitaux importants vers ce secteur au cours des quatre dernières années. Ensuite, la baisse observée plus récemment de la performance relative, paraît associée à la rapide accélération des apports de capitaux, qui s'est traduite par une réduction apparente des performances¹.

Graphique 5. Corrélations entre les rendements des différents styles d'investissement et les rendements du MSCI World.



Source : CSFB Tremont, reprise par Hilderbrand P, RSF, 2007. P 76

Et enfin, comme le montre le graphique 5, les corrélations entre les rendements des *hedge funds*, quasiment toutes stratégies confondues, et ceux de l'indice MSCI World ont fortement augmenté ces dernières années par rapport à la période de 1994 à 2003. Ces chiffres suggèrent que, indépendamment des stratégies adoptées par les *hedge funds*, une part importante des récentes performances est attribuable aux expositions directes ou indirectes aux marchés d'actions².

¹ M-P. HILDERBRAND, *op.cit.* p. 76.

² *Idem.*

SECTION 3. INVESTISSEURS ET CONTREPARTIES DES *HEDGE FUNDS*

De par leur culture du secret, de l'importance des apports initiaux minimums, les *hedge funds* ne sont pas des véhicules d'investissements à la portée de n'importe quel type d'investisseur. C'est pour toutes ces raisons que les investisseurs institutionnels, les privés très fortunés et les autres fonds sont les entités qui investissent le plus dans les *hedge funds*.

1. Les investisseurs privés

De riches individus furent les premiers à s'intéresser aux *hedge funds*, comme investissement à haut rendement couplé à un risque peu important, cette clientèle fortunée, avait à elle seule accaparé la majorité des parts de *hedge funds*, tandis que les investisseurs particuliers moins fortunés se sont contentés d'investir dans des fonds réglementés, tels les fonds de placement. Il existe néanmoins une catégorie d'investisseurs peu accoutumés aux méandres de la gestion alternative, mais qui commencent à faire leur entrée dans ce cercle fermé des investisseurs avertis, cette tendance est amplement explicitée par DANIELSSON et ZIGRAND dans leur article paru dans la revue de la banque de France publié en 2007 dont voici un aperçu succinct.

Les investisseurs particuliers étaient traditionnellement protégés par les réglementations, car on considérait que leur manque d'expertise ne leur permettait pas de prendre des décisions d'investissement judicieuses si une communication financière adéquate et des limites à l'activité des fonds n'étaient pas en place. Ces dernières années, les frontières entre les deux groupes d'investisseurs sont devenues plus floues, alors que les conditions d'agrément aux États-Unis n'ont guère évolué jusqu'à une date récente, et certains pays, à l'image de l'Australie, n'imposent pas de restrictions sur les investissements dans les *hedge funds*. On constate simultanément une volonté croissante de « démocratisation » des *hedge funds* qui s'accompagne d'une certaine forme de protection. Les arguments en faveur de la démocratisation reposent généralement sur l'idée d'équité. Pourquoi la clientèle fortunée serait-elle la seule à pouvoir bénéficier du surcroît de rendement procuré par les *hedge funds* ? Il semble que certaines autorités de supervision aient parfois appelé à la démocratisation avant même les gérants de *hedge funds* ou les investisseurs particuliers.

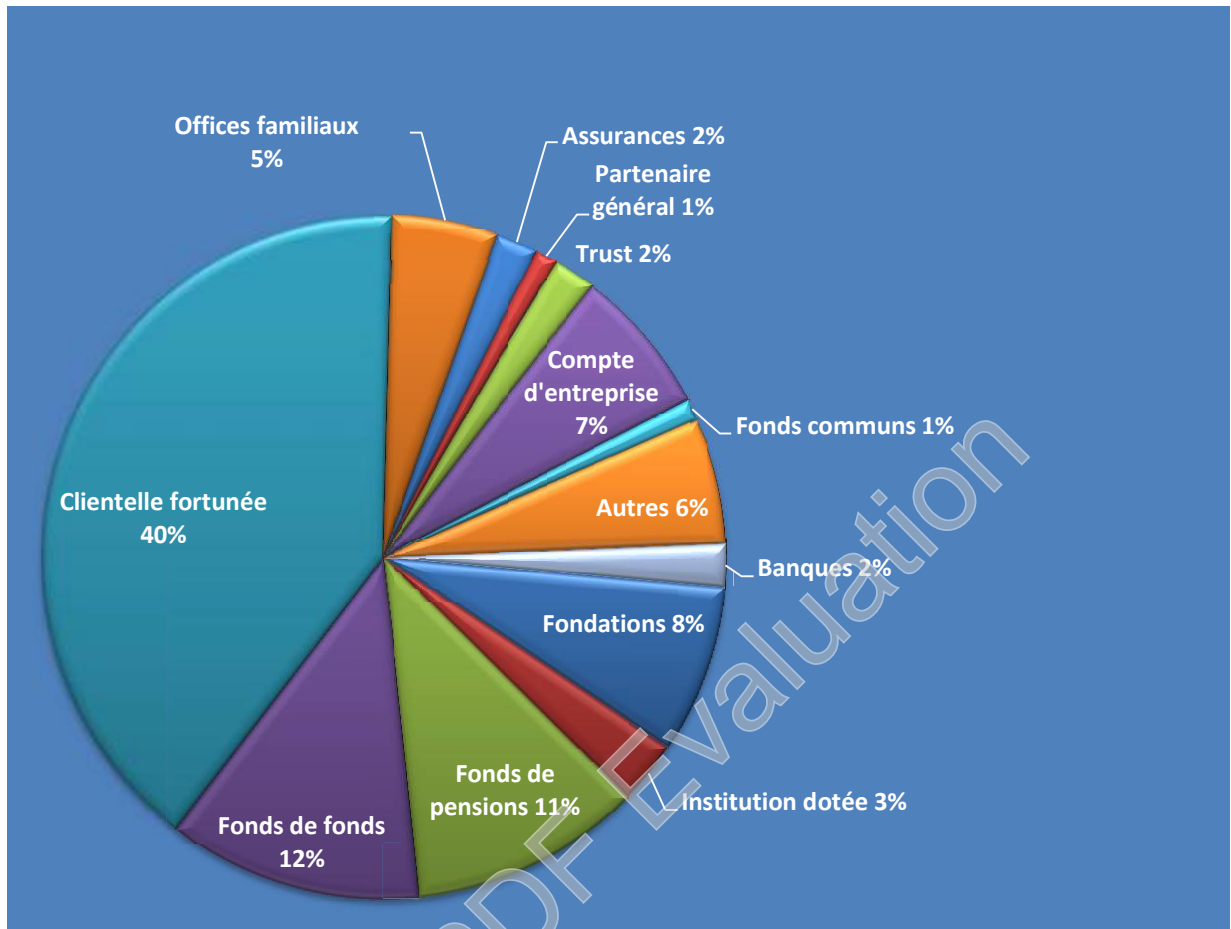
Néanmoins, nous pensons que cette démocratisation n'est pas souhaitable. Il existe de bonnes raisons qui justifient la réglementation des fonds de placement destinés aux investisseurs particuliers et, à la suite de pertes significatives enregistrées par le grand public, on constate une volonté de renforcement des réglementations.

En effet, à la suite de la faillite d'*Amaranth*, certaines demandes allaient dans ce sens. Selon nous, les *hedge funds* non régulés destinés aux investisseurs particuliers ne sont pas un concept viable à long terme. Nous nous réjouissons donc de la récente décision de la *Securities and Exchange Commission* (SEC) visant à relever le seuil minimal d'éligibilité à l'investissement dans un *hedge fund* à 2,5 millions de dollars de patrimoine hors résidence principale. Cela ne signifie pas pour autant que les investisseurs particuliers doivent être totalement écartés des *hedge funds*. Premièrement, les gérants de *hedge funds* offrent de plus en plus de produits standards « régulés », à l'image des fonds *long-only* ou des fonds 130-30. Ces fonds sont parfois réglementés sans que le gérant le soit nécessairement et offrent un accès à de talentueux professionnels de l'investissement¹

De ce qui précède, on peut aisément faire ressortir la tendance de l'évolution structurelle en matière de contrepartie des *hedge funds*. Particuliers fortunés jadis, individus beaucoup moins riches de nos jours, cette dernière catégorie a cependant une tendance à investir dans les *hedge funds* à travers d'autres tels que les fonds de pension et autres fonds de *hedge funds*, plus à même de réduire certains risques inhérents aux *hedge funds* à travers une diversification de leurs portefeuilles de fonds et profitant de l'expertise des dirigeants de ces institutions. D'autres intervenants s'intéressent également à la gestion alternative. Le graphique 6 met en exergue la répartition de la répartition des investisseurs américains dans les *hedge funds*.

¹J. DANIELSSON et J-P. ZIGRAND : « Quelle forme de régulation pour les hedge funds ? », *Revue de la Stabilité Financière*, Avril 2007, p 33.

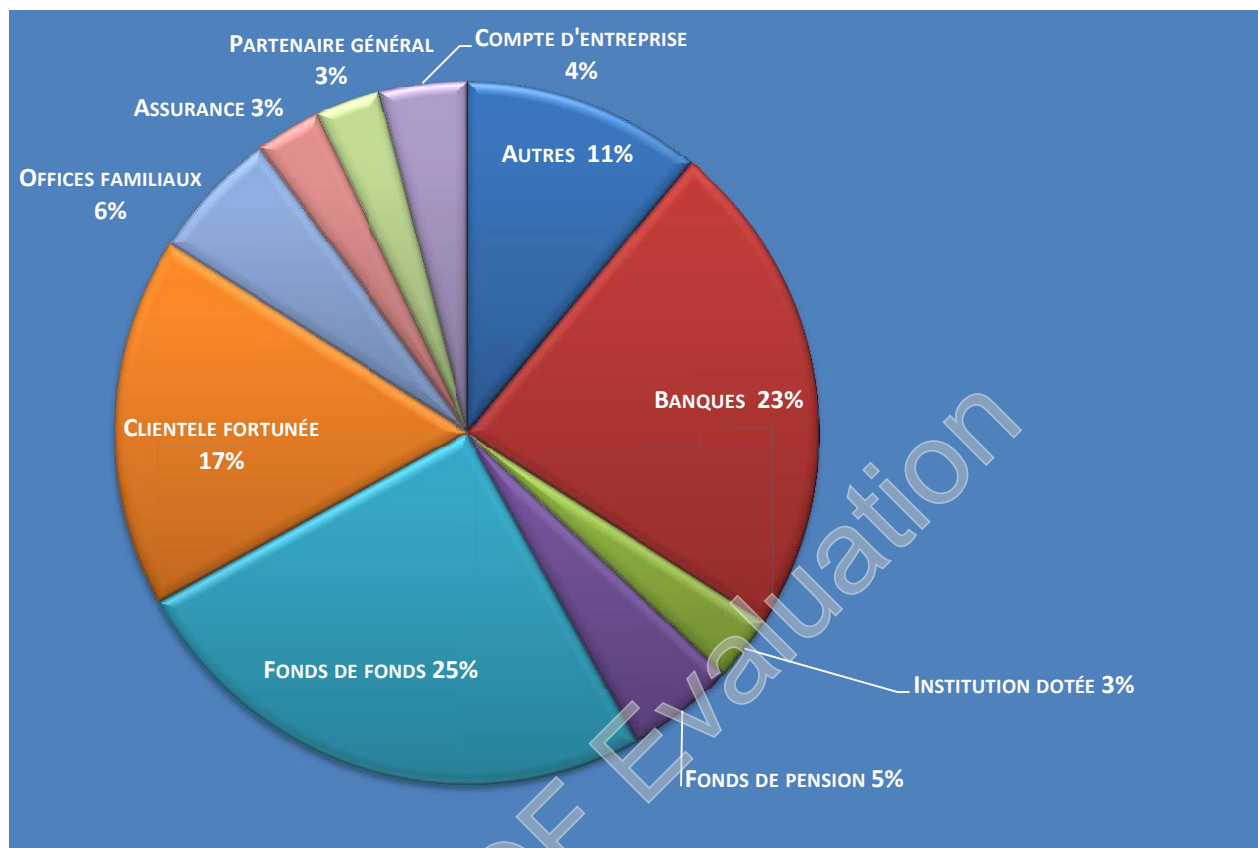
Graphique 6. – Répartition des investisseurs américains dans les *hedge funds*



Source: *Hedge fund Research Inc.* Reprise par CAPOCCI 2004. P 69.

La situation hors États-Unis est différente, la raison principale est à rechercher dans la différence dans le parcours historique de ces fonds, le graphique 7 présente la répartition des investisseurs non américains dans les *hedge funds*, la remarque que l'on peut faire d'emblée est que les investisseurs institutionnels sont les plus présents dans cette industrie.

Graphique 7. – Répartition des investisseurs dans les *hedge funds* internationaux



Source: Hedge fund Research, Inc. Reprise par CAPOCCI 2004. p70.

2. Les investisseurs institutionnels

L'éclatement de la bulle Internet en 2001 a causé une chute brutale des marchés financiers ce qui a poussé les investisseurs institutionnels, jusque-là retissant à investir dans les *hedge funds*, à s'intéresser de plus en plus aux *hedge funds*, les plus enthousiastes étaient les fonds de pension. Cet engouement soudain pour la gestion alternative est avant tout motivé par le fait que les *hedge funds* offrent des possibilités plus importantes à diversifier leurs actifs et par la même occasion à chercher des sources de rendements plus élevées¹.

¹ Les taux de rendement historiquement élevés, notamment lors de la période de 2001 à 2003 caractérisée par des marchés d'actions baissiers, ont apparemment contribué aux afflux de capitaux importants vers ce secteur au cours des quatre dernières années.

Depuis le début des années 2000 nous percevons une profonde modification dans la structure de la clientèle des *hedge funds*, elle s'est institutionnalisée avec notamment les fonds de pensions et les fonds de *hedge funds*. À tel point que 2007 était la première année où les investisseurs institutionnels représentaient plus de 50% des flux des *hedge funds*. On a assisté en moins de dix ans (1997-2006) à une baisse de la part des particuliers fortunés dans le capital des *hedge funds* passant de 61% à 40%, à une augmentation de la part des fonds de *hedge funds* de 14% à 23%, de même pour les fonds de pension de 5% à 11% avec des pics à 15% entre 2001 et 2004 et à une augmentation importante de la part des *endowments* et *foundations* de 11% à 18%. On peut noter que ce sont les fonds de pension et les fonds de *hedge funds* qui connaissent les taux de croissance annuels les plus élevés (voir tableaux 3 et 4). L'institutionnalisation croissante de l'industrie des *hedge funds* tend à affaiblir l'argument en faveur d'une réglementation allégée selon lequel les clients des *hedge funds* sont des particuliers peu nombreux et fortunés dotés d'une capacité d'expertise et dont les pertes potentielles n'entraînent pas de coûts sociaux¹.

Tableau 3 : L'évolution de la structure de la clientèle des *hedge funds* de 1997 à 2006

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Total des Augmentations (millions d'USD)	368	375	456	491	539	626	820	973	11105	1465
Part d'augmentation (%)										
Individus	61	54	53	54	48	42	44	44	44	40
Fonds de fonds	14	18	20	17	20	27	24	24	30	23
Fds de pension	5	10	12	14	15	15	15	15	12	11
Corporations et institutions	9	8	7	7	8	7	8	8	7	8
Endowments et fondations	11	10	8	8	9	9	9	9	7	18

Source : Hennessee Group LLC; estimates ; Mac Kinsey Global Institute Analysis, reprise par AGLIETTA et RIGOT, 2008.

¹ M. AGLIETTA et S. RIGOT : « La réglementation des Hedge funds face à la crise financière », *Une contribution au débat*, Avril 2008, p 6.

Tableau 4 : Évolution de la structure de clientèle des *hedge funds* (Taux de croissance des Aum en %)

Taux de croissance (%)	1996-2000	2000-2006
Individus	14	16
Fonds de fonds	19	31
Fonds de pension	52	17
Corporations /Institutions	8	20
<i>Endowments</i> /fondations	22	17

Source: Hennessee Group LLC; estimates ; Mac Kinsey Global Institute Analysis, reprise par AGLIETTA et RIGOT, 2008.

3. Les fonds de fonds

Les fonds de fonds sont des structures de placement collectives qui allouent des actifs à plusieurs *hedge funds*, afin de bénéficier des avantages de la diversification. Ils sont généralement gérés par des banques privées, des sociétés de gestion d'actifs ou des gestionnaires d'actifs institutionnels. Les gérants de ces fonds de fonds négocient avec chaque *hedge fund* le montant de l'investissement et la grille tarifaire. Les commissions sont répercutées sur les clients, en plus de la commission de gestion du fonds de *hedge funds*. Compte tenu de la multitude de difficultés que connaissent les investisseurs privés et institutionnels à investir en directe dans les *hedge funds*, les fonds de fonds se sont rapidement imposés comme une voie d'accès simplifiée aux avantages de la gestion alternative¹.

Comme nous l'avons précédemment rappelé, le principe des fonds de fonds est simple, il s'agit en fait de véhicules d'investissement collectifs réunissant le capital de plusieurs investisseurs dans le but d'acheter des parts de plusieurs *hedge funds*. Les avantages des fonds *hedge funds* sont multiples, ils incluent :

- Une diversification automatique, et ce dès le premier Euro investi ;

¹M. AGLIETTA et S. RIGOT, *op.cit.* p 6.

- Si certains fonds de fonds restent concentrés sur un secteur ou une stratégie particulière, la majorité préfère se diversifier et offrir une exposition dite multi-stratégies ou opportuniste ;
- En règle générale, tous investissent dans un portefeuille de plusieurs *hedge funds* afin de réduire les risques spécifiques à un gérant en particulier. En théorie, une surveillance professionnelle des fonds sous-jacents et une expertise en matière de sélection des fonds et d'allocation entre les différentes stratégies est évidente. En pratique, toutefois, ces éléments doivent être vérifiés car certains gérants de fonds de *hedge funds* se contentent de courir après les gérants ayant une bonne performance passée sans se soucier de leurs allocations ;
- Des minimas d'investissements, en général bien plus faibles que ceux exigés par les fonds sous-jacents. On trouve ainsi aujourd'hui des fonds de fonds dont les parts sont accessibles à partir de quelques centaines d'euros ;
- Une liquidité en générale bien meilleure que celle des fonds sous-jacents¹.

Les fonds de *hedge funds* ont malgré tout une facette moins étincelante, la double structure de frais s'impose à ceux qui sollicitent les fonds de *hedge funds*, la première est reversée par le gérant du fonds de fonds au *hedge fund* sous-jacent, la seconde est perçue par le gérant du fonds de *hedge fund*, cette double rémunération suit bien entendu le schéma de la double structure de rémunération, citée plus haut, à savoir, une *performance fee* et une *management fee*.

Nous avons vu tout au long de ce chapitre combien définir un *hedge fund* était et est toujours loin de faire l'unanimité, la différence dans les styles de gestion et le déficit d'information qui les caractérisent accentuent cette difficulté à donner une définition unique à ces véhicules d'investissement. L'origine des *hedge funds* a également été abordé, nous avons décrit la croissance et la mutation des *hedge funds* et avons donné les principales caractéristiques qui font que les *hedge funds* soit des véhicules d'investissement uniques, et nous avons démontré combien ces fonds sont devenu des investissements incontournables dans l'environnement financier international. En dernier lieu, nous avons voulu citer les principaux clients des *hedge funds*.

¹F-S, LHABITANT, *Gestion alternative : comprendre et investir dans les hedge funds*, Dunod, 2004, p 287.

CHAPITRE II.

LE CADRE RÉGLEMENTAIRE DES *HEDGE FUNDS*

Contrairement à un préjugé répandu, les *hedge funds* ne prospèrent pas tous du fait d'une absence totale de transparence ou de régulation. Bien qu'ils bénéficient d'une grande liberté dans leurs stratégies d'investissement, ils sont, pour beaucoup, déjà soumis, de manière plus ou moins directe, à un ensemble de règles et de contrôles. Ainsi, en Europe, l'absence de régulation des fonds, généralement enregistrés *offshore* pour des raisons réglementaires ou fiscales, ne signifie pas que le gestionnaire lui-même n'est pas enregistré ou ne fait pas l'objet d'une surveillance : c'est le cas au Royaume-Uni et en France.

Les règles en matière d'abus de marché leur sont, en effet, applicables et tout gérant de *hedge fund* serait coupable d'un manquement avéré sur les marchés réglementés européens¹, ce qui n'est vrai semblablement pas le cas Aux États-Unis, avec la fracassante fraude du fonds *Madoff*² et l'incapacité de la SEC à flairer le pot aux roses avant l'éclatement de l'affaire au grand jour, malgré ses multiples enquêtes et perquisitions. Ces acteurs sont en outre soumis au contrôle indirecte des autorités de supervision bancaire au travers des *prime brokers*, dont l'activité de prêt aux *hedge funds*, si elle est possible, reste limitée. Seuls les fonds *onshore* enregistrés auprès de l'Autorité des Marchés Financiers française peuvent être commercialisés activement, et auprès de certains publics bien déterminés, définis notamment par un ticket minimal d'entrée.

Ces professionnels de la multi-gestion alternative (communément appelés *Investments Advisors*) ont le choix lors de la création de leurs fonds, entre une structure réglementée, soumise à une autorité de contrôle qui attire plus facilement les investissements et qui les confortent en cas de problèmes et une structure privée qui présente plus d'opacité et dans laquelle seuls les investisseurs avisés osent investir. Il apparaît évident que la plupart des *hedge funds* choisissent une structure juridique leur permettant d'échapper au code fiscal du pays d'origine de son gérant³.

Une fois ce choix opéré, reste le souci d'attirer les investisseurs potentiels pour financer les opérations de ces fonds alternatifs. Les *hedge funds* doivent respecter en effet des contraintes d'investissement strictes en ce qui a trait à la manière de faire de la publicité pour leur propre compte, faute de quoi, ils seront tenus, en vertu des lois régissant l'appel public à l'épargne, à

¹G. RAMEIX : « Les défis de la régulation des *hedge funds* », *Revue d'économie financière*. p 142.

² Voir, *Infra*, deuxième partie : chapitre II.

³D. CAPOCCI, *op.cit.*p 264.

divulguer de nombreuses informations, non seulement aux investisseurs mais également : aux créanciers, aux contreparties, au grand public et aux régulateurs.

Comme nous l'avons explicité précédemment, la dénomination *hedge funds*, n'est pas un terme légal, et ce, que ce soit en Europe aux États-Unis ou ailleurs dans le monde. De là, l'intérêt de la question du cadre réglementaire des *hedge funds* apparaît très clairement. En effet, la différence dans la réglementation qu'appliquent certains pays à l'égard de ces véhicules d'investissement, dans le but de fournir une image plus ou moins fidèle de ces activités, semble être un sujet très intéressant que l'on va tenter d'éclaircir tout au long de ce chapitre. Nous verrons, notamment, quels sont les principales règles applicables aux *hedge funds*, et quels sont les choix opérés par ces derniers en termes de structure, et cela à travers de nombreux pays.

Nous découvrirons la situation de l'industrie des *hedge funds* en termes de structure et l'avenir de la réglementation de ces fonds par les autorités de supervision ; la situation en Europe sera également présentée à travers notamment, le Royaume-Uni, et en dernier lieu nous présenterons la situation en Asie et mettrons en exergue les bases de données électroniques qui fournissent désormais l'essentiel des informations relatives au *hedge funds*.

SECTION 1. LA SITUATION RÉGLEMENTAIRE DES *HEDGE FUNDS* AUX ÉTATS-UNIS

Les États-Unis ont, depuis toujours, été les fervents défenseurs du capitalisme patrimoniale ; grands adeptes du libéralisme de marché, ils ont fermement défendu la sacrosainte autorégulation et autodiscipline des marchés financiers. Ces idéaux ont, cependant été très vite abandonnés après la terrible débâcle du système financiers puis économique qu'ont connus les États-Unis en 1929 et durant une grande partie des années 30 du siècle dernier. C'est à la suite de ces faits que plusieurs organismes ont vu le jour, on leur a incombé le rôle de contrôler le marché des valeurs mobilières, de veiller à la protection des petits porteurs et surtout d'encadrer et de surveiller les professionnels de la finance, parmi lesquels, les *hedge funds* figurent bien entendu.

Les *hedge funds*, enregistrés aux États-Unis sont directement supervisés par deux organismes, à savoir : la *Securities and Exchange Commission (SEC)* et par la *Commodity Futures Trading Commission (CFTC)*, la structure juridique d'une grande partie de ces fonds prends la forme d'un *limited partnership*¹. Cette forme juridique offre deux avantages principaux : un traitement fiscal avantageux et une responsabilité limitée pour les investisseurs. Les fonds établis aux États-Unis, disponibles uniquement pour les citoyens américains, sont soumis, aux deux instances précédemment citées (*SEC & CFTC*)². Il convient de mentionner que de très nombreuses sociétés de gestion alternatives développent des fonds qui n'entrent pas dans les formes juridiques précédemment citées.

1. Le rôle contraignant de la *securities and exchange commission (SEC)*

La SEC est une agence fédérale américaine indépendante qui a pour mission de veiller à la transparence et l'intégrité des marchés financiers, et d'assurer un accès équitable à l'information pour tous les intervenants sur ces marchés. Elle fut créée en 1934 sur la base d'une série de lois, à savoir :

¹ Le *Limited Partnership* est un partenariat économique selon lequel l'une des parties, « le partenaire principal » ou (*general Partner*) est en charge de la gestion économique du fonds. À ce titre, sa responsabilité est limitée, à l'inverse des autres partenaires qui sont engagés à hauteur de leurs investissements.

²D. CAPOCCI, *op.cit.*p 266.

A. La *Securities Act* (1933) qui a deux missions :

- Réglementer le fonctionnement des marchés d'émission de titres ;
- Obliger les émetteurs à fournir un minimum d'informations lors de ladite émission.

Cette loi, pose un sérieux problème pour les *hedge funds*, car elle oblige les émetteurs à inscrire leur nouveaux titres qu'ils viennent d'émettre auprès de la SEC avant de les offrir en souscription au public. Ce processus est long et onéreux. De plus, une fois l'enregistrement effectué, les émetteurs sont assujettis à un devoir de transparence et de divulgation continue d'informations sur toutes leurs activités et leurs actifs.

B. La *securities Exchange Act* (1934), qui réglemente les sociétés de courtage, et les sociétés de bourses de valeurs mobilières. La *securities Exchange Act* oblige les personnes ayant pour fonction principale, le commerce de titres pour leur propre compte, à s'enregistrer, réunir et conserver un ensemble d'informations exactes, claires et détaillées sur chacune de leurs transactions.

C. L'*investment Company Act* (1940), qui réglemente le fonctionnement des structures d'investissements collectifs dont les titres sont accessibles au public. Cette loi impose pour toute structure collective d'investissement de s'enregistrer auprès de la SEC, et exige une diversification minimale du portefeuille de ladite structure, ainsi qu'une transparence quasi complète des positions, et ce, à intervalle régulier, le versement de dividendes aux porteurs de parts est également prescrit, ainsi que des restrictions substantielles quant à l'usage de l'effet de levier et /ou de produits dérivés, techniques et produits dont les *hedge funds* sont les plus grands utilisateurs.

D. L'*Investment Advisors Act* (1940, révisé en 1996), qui réglemente les intermédiaires financiers rémunérés pour leurs conseils en matière d'investissement. L'*Investment Advisors Act* exige également aux investisseurs de se conformer à un certain nombre de standards professionnels, lesquels ont tendance à limiter fortement le type et les montants des commissions qu'un gérant d'une structure d'investissement quelconque peut prélever, surtout en ce qui est en rapport à la *performance fee*. Il interdit également à un gérant de

faire de la publicité ou d'utiliser la poste américaine ou tout autre moyen de communication interétatique en relation avec ses activités professionnelles, sauf à avoir obtenu l'autorisation de la SEC¹.

2. Les immunités de la *Securities and Exchange Commission*

Les lois sur lesquelles se base la SEC telle que la *Securities Exchange Act* prévoit un certain nombre de cas particuliers où les investisseurs ne sont pas tenu d'enregistrer leurs titres auprès de la SEC, c'est le cas pour les *hedge funds*, l'on trouve ces exceptions énoncées dans les règlements C et D :

- Le règlement S offre la possibilité pour un fonds de ne pas enregistrer les titres dont la cession se fait en dehors des États-Unis à condition que les bénéficiaires ne soient ni de nationalité ou de résidence américaine. Néanmoins, cette pratique a été sévèrement encadrée après la constatation en 1998 d'un certain nombre d'abus ;
- Le règlement D, ou plus exactement la règle 506 appelée *Private off ring*, dispense d'enregistrement les titres émis aux États-Unis si :
 - i. Presque tous leurs détenteurs sont des investisseurs accrédités ;
 - ii. Ces titres sont proposés uniquement dans un cercle privé ;
 - iii. Ces titres sont acquis comme investissements à long terme et non pour une revente ou une redistribution immédiate à d'autres investisseurs².

Il est toutefois intéressant de noter que les fonds exemptés d'enregistrement, doivent malgré cela présenter un document confidentiel appelé prospectus d'émission, en anglais, *offering memorandum*. Ce document doit présenter les éléments tels qu'une présentation générale du fonds, ses objectifs, la méthode d'allocation des pertes et profits entre les différents partenaires, l'investissement minimum pour devenir actionnaire, ainsi que les biographies des personnes clés du fonds.

Le *Securities Exchange Act* et l'*Investment Company Act*, prévoient tous deux des exemptions à l'obligation d'enregistrement des *hedge funds*. Pour la première, les gérants de *hedge funds* doit

¹F-S. LHABITANT, *op.cit.*, p 64.

²*Idem.*

s'abstenir de passer des ordres pour motif de spéculation pour le compte de ses clients ou partenaires, il doit plutôt investir ; il est également déconseillé, si l'on veut être exonéré d'enregistrement, de recevoir des commissions lorsque le fonds vend ou achète des titres, la section 12 du *Securities Exchange Act* signale que les titres du fonds doivent être détenus par moins de 500 investisseurs. Pour *l'Investment Company Act*, la condition suivante doit être respectée pour qu'un fonds puisse être exonéré :

En premier lieu, les titres détenus par les fonds doivent être répartis sur moins de 100 investisseurs américains. Quant au nombre de partenaires de ces fonds, la section 3C-7 ne prévoit aucune limitation ; cependant, dans la pratique ils dépassent rarement les 499 à cause de la section 12 du *Securities Exchange Act*. *L'Investment Company Act* précise que si un gérant possède plusieurs fonds, il ne pourra pratiquer la même stratégie pour tous ses fonds, car dans ce cas il pourrait contourner la règle de limitation des investisseurs à un nombre inférieur à 100, en créant plusieurs fonds identiques dont le nombre ne dépasse les 100 investisseurs.

3. Les réformes « post-Madoff » de la SEC

Le scandale Madoff a profondément secoué le monde de la finance en général et l'industrie des *hedge funds* en particulier. L'escroquerie géante portant sur plus de 65 milliards de dollars vient remettre en cause la sacro-sainte liberté dont se réclament les gérants de ces fonds alternatifs. La SEC a mis sur son site Internet¹ une page entièrement consacrée aux réformes qu'elle a dû entreprendre suite au scandale financier Madoff. Nous pouvons lire sur ledit site, qu'en décembre 2008, Bernard L. Madoff, gérant du fonds qui porte son nom, a été reconnu coupable d'une escroquerie pyramidale massive suivant un schéma dit de « Ponzi »², la SEC a aussitôt pris des

¹ Voir *Infra*. Annexe 4.

² Le schéma de Ponzi est un système de vente pyramidale, une forme d'escroquerie par cavalerie, fonctionnant par effet boule de neige, consistant en la promesse de profits très intéressants, financés par l'afflux de capitaux investis progressivement, jusqu'à l'explosion de la bulle spéculative ainsi créée. Ce système tient son nom de Charles PONZI qui est devenu célèbre après avoir mis en place une opération immobilière frauduleuse à Boston fondée sur ce principe. Pour bien saisir son mécanisme de fonctionnement imaginons que quelqu'un propose un investissement à 100 % d'intérêts : vous lui donnez 10 euros, il vous en rend 20 en utilisant l'argent déposé par les clients suivants (il lui suffit d'ailleurs de proposer un rendement double des rendements connus du marché pour s'attirer de la clientèle et pour durer). Le système est viable tant que la clientèle afflue, attirée en masse par les promesses financières (et d'autant plus tentantes que les premiers investisseurs sont satisfaits et font une formidable publicité au placement). Les premiers clients, trop satisfait de ce formidable placement, reviennent dans la chaîne eux aussi, s'ajoutant à tous ceux auxquels ils ont prêché. Le phénomène fait alors boule de neige, entretenu tant que l'argent rentre et permet de payer à 100 % les nouveaux investisseurs. L'organisateur prend une commission. La chaîne peut durer tant que la demande suit la

mesures fermes et décisives afin de prévenir dans l'avenir tout risque de non détection de telles fraudes. Aujourd'hui, la SEC poursuit toujours ses réformes qui visent, entre autres, à améliorer sa manière d'opérer. Parmi les dispositions prises par la SEC, nous pouvons citer, sans toutefois prétendre à l'exhaustivité, celles-ci :

- Améliorer la gestion des plaintes et assurer une meilleure prise en compte des informations que la SEC reçoit de manière importante chaque année, à travers la création d'un système centralisé. Une équipe spécialement dédiée à ce travail de collecte, d'enregistrement et d'analyse des informations provenant de plusieurs sources a déjà été mise sur pied et est en train d'activer sur le terrain.
- Encourager une plus grande coopération par le biais d'individus appelés *Insiders*, autrement dit, des personnes se trouvant à l'intérieur d'entités engagées dans une activité frauduleuse. Cet accord de coopération, est similaire à celui utilisé dans le cadre d'enquêtes criminelles, la loi protège désormais ce genre d'informateurs en leur assurant une immunité ou un allègement des éventuelles sanctions dont ils pourront écoper. Chaque procédure de coopération peut produire des témoins et des informations pertinentes pouvant accélérer les enquêtes ultérieures et les rendre plus efficaces.
- Accroître la protection des actifs des investisseurs. À partir de Décembre 2009 la SEC a mis en place des règles qui permettent désormais de mieux protéger les clients des gérants de fonds alternatifs contre l'abus et l'escroquerie. Et cela en donnant aux investisseurs les assurances que leurs portefeuilles ne contiennent que les fonds dont les gérants affirment qu'ils contiennent. Entre autres, ces règles vont pousser les gérants à placer (mettre en détention) les actifs de leurs clients dans des firmes indépendantes, contrairement à ce que Bernard Madoff a fait.
- Amélioration des aptitudes d'évaluation des risques. La SEC améliore ses propres procédures et techniques d'évaluation des risques, pour mieux identifier les firmes ainsi que les secteurs à risque et en informer les investisseurs désireux d'acquérir ces produits alternatifs. La SEC a également créé tout récemment une nouvelle division, dite : de

croissance exponentielle imposée par ce système, les clients arrivant par 2, 4, 8, 16, 32, etc. Lorsque la chaîne se coupe, la bulle éclate : tous les derniers investisseurs sont spoliés. Sont gagnants ceux qui ont renoncé au placement à temps et, surtout, l'organisateur.

risque, de stratégie et d'innovation financière, capable d'offrir une meilleure expertise en matière d'évaluation des risques, de produits financiers et d'ingénierie financière.

- La SEC va également mener une série de vérifications par l'entremise de certains de ses employés (*Examiners*), ses dernières auront pour objectif de confirmer que certaines firmes ont véritablement les fonds adéquats pour mener à bien leurs opérations financières ; sont essentiellement visés, les gérants de fonds tels que les *hedge funds*, dont une partie de leurs fonds sont constitués d'apports de leurs clientèle, ainsi que les fonds qui n'utilisent point d'auditeurs ou qui font appel à des auditeurs inconnus. La SEC vise également par ces vérifications les *broker-dealers* qui vendent des parts de *hedge funds* ou de sociétés juridiquement organisées en *Limited partnership*.
- La SEC, dans une mesure peu commune, a institué des mesures pour intégrer les gérants de *hedge funds* et les broker-dealer dans son programme de vérifications, la raison de cette démarche inédite est de s'assurer que ces commissions d'enquête, soient composées des personnes les plus en vue et les plus expérimentés dans ce domaine, afin de rendre ces dernières plus efficaces.

Expert PDF Evaluation

SECTION 2. LES DISPOSITIONS RÉGLEMENTAIRES EN EUROPE

Malgré le consensus et le cadre commun qui existe en ce qui concerne les fonds d'investissements non alternatifs SICAV¹ et FCP², l'Europe est divisée en ce qui attrait aux *hedge funds*. En effet, chaque pays adopte sa propre législation en la matière, les points de divergence concernent à la fois, la méthodologie de création et la publicité des *hedge funds*. Nous allons voir ces différences à travers trois pays, et ce, de manière succincte.

1. La situation réglementaire des *hedge funds* en Grande-Bretagne

En 2006, plus de 315 milliards de dollars étaient gérés par les *hedge funds* anglais soit 80% du total des actifs sous gestion des *hedge funds* Européens.³

Pour s'établir en Grande-Bretagne, un gérant de *hedge fund* doit faire un choix quant à la personnalité juridique du fonds : une *limited partnership* ou une *limited company*. Il doit déterminer également dans quel secteur financier doit-il investir, car le gérant est dans l'obligation d'obtenir une autorisation au préalable de la part des autorités financières Britanniques en charge de la réglementation et de la sécurité, en l'occurrence la *Financial Services Authority* (FSA). Cette

¹ Une SICAV (société d'investissement à capital variable) est une société anonyme ayant pour objet exclusif la gestion d'un portefeuille de valeurs mobilières. Elle a comme particularité d'avoir un capital variable au cours du temps, mais à tout instant égal à la valeur de ses actifs nets. Ce capital est divisé en actions, lesquelles peuvent être admises à la cotation sur un marché réglementé en fonctionnement régulier. Aucune formalité n'est généralement pas requises pour des augmentations ou réductions de capital, et les actions de la SICAV sont émises et rachetées à tout moment par la société à la demande des actionnaires, le plus souvent à la valeur liquidative majorée ou minorée, selon le cas, des frais et commissions.

² Les FCP sont comparable aux *Mutual funds* américains, les fonds communs de placement (FCP) sont en fait une indivision de valeurs (le portefeuille) dont les propriétaires indivis (les investisseurs) ne sont engagés que jusqu'à concurrence de leur mise. Un FCP n'a pas de personnalité juridique et doit donc être géré par une société de gestion. Ses parts sont des valeurs mobilières émises et rachetées à la demande des porteurs à la valeur liquidative majorée ou minorée, selon le cas, des frais et commissions. Elles peuvent être admises à la négociation sur un marché réglementé en fonctionnement régulier.

³ www.isfl.org

autorité de réglementation de l'industrie des services financiers cherche à atteindre quatre objectifs qui sont :

- Le maintien de la confiance du marché ;
- La promotion de la compréhension du système financier par le public ;
- Le maintien d'un niveau approprié de protection des consommateurs ;
- La lutte contre la criminalité financière.

La FSA contrôle les gérants de *hedge funds* domiciliés au Royaume-Uni, mais elle ne réglemente pas les fonds eux-mêmes. C'est la raison qui a fait que la part des actifs gérés par des fonds d'arbitrage basés à Londres est passée de 10 % en 2002 à 21 % en 2007¹, les quatre cinquièmes des actifs gérés par des *hedge funds* en Europe sont détenus par les quelques 900 fonds installés à Londres².

La FSA, fait de la surveillance des *hedge funds* entièrement basée sur le risque (*Risk Based*), son cheval de bataille, malgré cela, elle ne cherche nullement à épargner toutes les sociétés de la faillite et encore moins à réglementer toutes les sociétés de la même façon. Elle vise plutôt à consacrer ses ressources là où elle juge que l'impact potentiel d'une société financière sur les objectifs poursuivis par la FSA peut se révéler important. Pour certaines sociétés³ cela se traduit par une relation étroite et continue.

Nous pouvons dire en résumé que la FSA s'appuie sur des principes et répugne à utiliser la manière forte. La réalité est plus complexe puisque la FSA cherche du mieux possible à se fonder sur le risque, en appliquant un mélange évolutif de principes et de règles, et en n'hésitant pas à sanctionner sévèrement. Ce qui a eu un impact négatif, la crise financière récente et la pression exercée par les gouvernements de l'union européenne on fait en sorte que l'industrie des *hedge funds* se délocalise de plus en plus dans des juridictions *offshores*. En avril 2009, le gouvernement

¹ Chiffres issus d'après une étude de l'International Financial Services London, repris par G-M Henry p 163.

² Voir *Infra*. Annexe 1.

³ Moins de 1 % des 29 000 sociétés supervisées.

britannique a augmenté de 40 à 50 % la tranche maximale d'imposition sur le revenu et le parlement Européen a proposé une directive très restrictive sur les *hedge funds*, 130 est le nombre estimé de *hedge funds* déjà installés sur le territoire suisse.

2. La situation réglementaire des *hedge funds* en France

La cadre réglementaire de l'industrie de la gestion alternative en France reste très difficile d'accès, c'est la raison pour laquelle, elle s'est principalement délocalisée pour se développer dans des juridictions *offshore* permettant d'utiliser des structures réglementaires moins sévères. Les OPCVM français ont ainsi été empêché par ces structures *offshores* de constituer une véritable alternative aux *hedge funds*.

Les autorités réglementaires françaises (Commission des Opérations de Bourse et Autorité des Marchés Financiers) ont œuvré à partir de 2003 pour la mise en place d'un cadre plus flexible pour permettre le développement d'une véritable gestion alternative en France tout en assurant la protection des investisseurs, c'est ainsi que de nouvelles structures ont vu le jour, suite à la promulgation de la loi de sécurité financière d'août 2003 ; il s'agit des OPCVM ARIA et OPCVM contractuels.

Les OPCVM ARIA sont des OPCVM Agrées à Règles d'Investissement Allégées, il en existe trois catégories :

- La première est dite simple, ils sont ouverts à des investisseurs avertis « ticket d'entrée » est de 125 000 €, la loi leur permet d'utiliser des effets de levier d'ordre 2, ainsi qu'une liberté pour l'utilisation des stratégies *Even Driven* et *LS* ;
- Pour les ARIA à effet de levier, ils peuvent utiliser un effet de levier d'ordre 4 et des stratégies *Fixed Income Arbitrage* ainsi que l'utilisation éventuelle des services d'un *Prime-Broker* ;
- « Les ARIA de fonds alternatifs permettent d'accéder dès le seuil de 10 000 € à la gestion alternative au travers de la sélection de fonds français ou de droit étranger mettant en œuvre des stratégies alternatives. Les fonds d'investissement sous-jacents peuvent mettre en œuvre tous les types de stratégies, mais les fonds étrangers sont soumis à des critères d'éligibilité juridique.

L'ARIA fonds alternatifs doit présenter à l'Autorité des Marchés Financiers un programme d'activité spécifique qui détaille :

- L'expertise et l'expérience de l'équipe de gestion ;
- Les procédures de sélection et de suivi des investissements ;
- Les procédures de contrôle des risques ;
- Les moyens techniques utilisés ;
- Les types de fonds sous-jacents et leur localisation géographique ;
- Les modalités de commercialisation retenues »¹.

Quant aux OPCVM contractuels, ils bénéficient d'un certain nombre d'avantages en termes d'absence de contraintes sur l'effet de levier, sur l'utilisation illimitée de *prime-broker*, sur l'absence de règle sur la dispersion des risques, le seuil minimal d'investissement doit être d'une valeur minimale de 25 000 €.

Nous pouvons résumer l'industrie de la gestion alternative française à 37 OPCVM ARIA à effet de levier avec 2.93 milliards d'euros d'actifs sous gestion, 198 OPCVM de fonds alternatifs avec 23,38 milliards d'euros d'actifs sous gestion.

3. La situation réglementaire en Allemagne

L'Allemagne a été depuis longtemps le pays où il était quasiment impossible de créer ou de distribuer des *hedge funds*, et ceux, à la fois, pour des considérations réglementaires et fiscales. « Du côté de la demande, la majorité des investisseurs institutionnels étaient soumis au *German insurance Act* qui interdisait tout simplement les investissements dans les fonds à liquidité réduite ou ne fournissant pas un minimum de diversification.

¹G-M.Henry, *Les hedge funds*, EYROLLES, 2008, p159.

Du côté de l'offre, les deux structures juridiques domestiques théoriquement disponibles, les fonds d'investissement de droit allemand et la société d'investissement, convenaient assez mal à la création de *hedge funds*. Le premier (i) ne pouvait pas investir dans des valeurs non cotées, (ii) n'était pas autorisé à vendre à découvert, (iii) ne pouvait pas recourir à l'effet de levier, trois exigences souvent incompatibles avec les activités de *hedge funds*. La seconde permettait plus de flexibilité, mais ses bénéficiaires étaient soumis à un double impôt (une fois au niveau de la société et une fois au niveau de l'investisseur), ce qui les rendait peu attrayantes.»¹

En ce qui concerne les fonds de droit étranger, la distribution est restreinte aux seuls privés, ces derniers pouvaient également souscrire des parts de fonds *offshore*. Le *Foreign Investment Fund Act* a le pouvoir de pénaliser les investisseurs qui souscrivent des parts dans des fonds dits « Noirs », ces fonds regroupent des *hedge funds* étrangers.

Une nouvelle loi concernant les *hedge funds* est entrée en vigueur en Allemagne à partir de 2004, et cela dans le but d'encourager l'industrie de la gestion alternative. Cette nouvelle loi avait donc à traiter deux types d'institutions alternatives ; les *hedge funds* et les Fonds de *hedge funds*.

Le gouvernement allemand qualifie de fonds d'investissements spéciaux avec des risques additionnels les *hedge funds* (*spezial- Sondervermögen mit zusätzlichen Risiken, hedge funds*), ces fonds peuvent utiliser du levier financier et/ou la vente à découvert comme technique d'investissement, ils sont libre d'utiliser tout type de stratégie d'investissement alternative, ils doivent cependant respecter certaines restrictions :

- Les parts ou actions des *hedge funds* ne peuvent être vendues à plus de 30 clients institutionnels ;
- Les parts ou actions de *hedge funds* non allemands ne peuvent être distribuées au public ;
- Un *hedge fund* ne peut pas investir plus de 30% de ses actifs sous-gestion dans des titres non listés dans un marché connu, et ne peut commercer dans les matières premières.

¹F-S .LHABITANT, *op.cit.* p 93.

Pour les fonds de *hedge funds* (*Dach- Sondervermögen mit zusätzlichen, funds of hedge funds*), ils peuvent investir dans des *hedge funds* domestiques ou étrangers, mais ils peuvent être distribués qu'à un nombre limité d'investisseurs, et ne peut pas investir plus de 49 % de son capital en liquidités dans un compte en banque ou dans toute autre institution monétaire. Il ne peut également pas avoir plus de 20 % de son capital investi dans un seul fonds, ni avoir plus de 40 % de son capital investi dans des fonds qui ont la même stratégie d'investissement ou encore investir dans plus de 2 fonds créés par le même gestionnaire.

Expert PDF Evaluation

SECTION 3. PARADIS FISCAUX ET PLACES *OFFSHORES*

Il n'est pas inutile de se pencher sur l'aspect historique de l'apparition des premiers *hedge funds*, car cela nous renseigne sur le fait que, ces derniers auraient vu le jour dans des places *offshore* sous la forme de sociétés d'investissement à capitaux fixes, de *trusts*¹ ou de partenariats placés sous des juridictions à fiscalité allégée.

Les gérants de ces fonds administrent leurs fonds depuis des pays où la juridiction est plus restrictive tel que les États-Unis ou l'union Européenne. Pour pouvoir comprendre le pourquoi d'un tel choix de la part des gérants de ces fonds alternatifs, commençons par expliciter ce qu'est une juridiction *offshore*.

1. Qu'est-ce qu'un paradis fiscal ?

Il n'existe pas de définition officielle d'un paradis fiscal, d'où la difficulté de les nommer et de les dénombrer, à la fois, de manière exacte et exhaustive. Il est intéressant de rappeler que le terme même de paradis fiscal n'existe pas dans le jargon des organisations financières internationales : on les appelle « les territoires non coopératifs ». On a pris également l'habitude de distinguer les paradis fiscaux et les paradis bancaires (ou réglementaires) :

Selon l'OCDE, un paradis fiscal présente les caractéristiques suivantes :

- impôts inexistantes ou insignifiants ;
- absence de transparence dans l'application de la loi fiscale ;

¹ On entend par *trust*, un patrimoine, que ce soit financier, immobilier ou encore artistique, qui est rendu juridiquement indépendant de son propriétaire initial. Avec ce système, le *settlor* (le constituant) va transférer la propriété juridique de son patrimoine à une autre personne ou société (le *trustee*) qui va le gérer dans l'intérêt d'un ou de plusieurs bénéficiaires (le *beneficiary*). L'avantage du *settlor* est qu'il n'apparaît plus comme propriétaire juridique de ses avoirs. Il jouit ainsi d'une discrétion absolue et d'une kyrielle d'avantages importants.

- absence d'échanges de renseignements à des fins fiscales ;
- absence d'activité réelle des sociétés, parfaitement tolérée.

Si on accepte ces caractéristiques, il existerait selon l'OCDE 35 territoires non coopératifs, selon l'ONU 48 et selon le FMI 62, quelques-uns sont situés à l'intérieur même de certains pays, à l'image par exemple de l'État du Delaware aux États-Unis¹.

Les paradis bancaires (ou réglementaires) sont souvent aussi des paradis fiscaux, mais ils présentent des caractéristiques plus spécifiques :

- secret bancaire : c'est-à-dire interdiction de révéler le nom du titulaire d'un compte. Cette interdiction pouvant être totale ou soumise aux injonctions de la justice du pays. Cette notion existe depuis 1934 en Suisse ;
- secret des transactions entre sociétés ;
- secret sur l'origine des fonds placés dans le territoire ;
- absence plus ou moins nette de coopération avec les organismes internationaux qui traquent l'argent sale et la criminalité organisée.

Il faut alors noter que si dans les cas les plus fréquents les paradis fiscaux sont aussi des paradis réglementaires, le lien n'est pas absolument automatique :

Il y a des paradis fiscaux qui ne sont pas vraiment des paradis réglementaires : c'est assez globalement le cas des pays anglo-saxons qui acceptent (plus ou moins) de coopérer en matière de traque à la criminalité (mais pas à la fiscalité).

Il y a des paradis réglementaires qui ne sont pas nécessairement des paradis fiscaux : c'est l'exemple de la Suisse, plus connue pour son secret que pour son absence d'impôts, dans les deux cas, la technique la plus simple et la plus utilisée pour investir dans un paradis fiscal est de créer une

¹ Voir *Infra* p72, la carte relative à l'implantation des paradis fiscaux à travers le monde.

société *offshore*, c'est-à-dire une société qui n'a aucune activité productive ou commerciale dans le pays d'accueil, et qui se contente donc d'une activité financière.

De nos jours, il existe quatre pôles principaux de centres *offshores*, également surnommés paradis fiscaux, répartis sur la planète. Premièrement, nous avons le pôle Caraïbes avec les îles Caïman, les îles Vierges britanniques, Belize, etc. Ensuite, vient le pôle européen avec les îles anglo-normandes (Jersey et Guernesey), Chypre et Gibraltar. Le pôle africain fait référence aux Seychelles et à l'île Maurice car ce sont des juridictions qui géographiquement se situent plus près de ce continent.

Il faut savoir qu'en 2008, les Seychelles est la juridiction où il y a eu le plus d'incorporations au monde. C'est la juridiction qui a connu la plus forte croissance ces dernières années. Enfin, il y a le pôle Asie-Pacifique avec les îles Cook, Singapour, Hong Kong, etc. Actuellement, toutes les sociétés *offshores* se retrouvent sur ces quatre pôles principaux et on dénombre une cinquantaine de juridictions.

2. Le pourquoi du choix d'un enregistrement extraterritorial

Un grand nombre de *hedge funds* sont domiciliés dans des paradis fiscaux, cet engouement est justifié par plusieurs raisons, on peut citer :

- Une absence partielle ou totale de taxe sur les bénéfices, car de nombreuses juridictions *offshore* ne prélèvent pas de taxes sur les bénéfices ;
- Une infrastructure complète en termes de domiciliation de fonds ;
- Faible coût de domiciliation des fonds, l'installation des *hedge funds* dans certaines juridictions est inférieur à 20 000 € ;
- Rapidité dans les procédés d'enregistrement, en effet, certaines places *offshores* permettent l'enregistrement en quelques semaines (contre quelques mois dans des juridictions *onshore*). Pour les Antilles néerlandaises, l'enregistrement se fait en moins d'un jour;

- Contraintes légales limitées : les gérants de *hedge funds* ont une liberté totale de choisir et de mettre en place leurs stratégies d'investissement ;
- Capital minimum légal : les minimums d'investissement dans les juridictions avantageuses sont souvent faibles (voire inexistantes dans certains cas), ce qui permet d'ouvrir un fonds avec une mise limitée.¹

Difficile de résister, pour les gérants de *hedge funds*, devant de telles commodités juridiques et réglementaires « alléchantes », c'est d'ailleurs, la raison pour laquelle 80 % des fonds d'investissements mondiaux (*hedge funds*, *private equity* et fonds de fonds compris) sont enregistrés aux îles Caïman et la place attire de 45% à 65% des nouveaux fonds, gérant un montant supérieur à 1 200 milliards de dollars.²

Cette opacité que procurent ces places *offshores* pose un véritable problème pour les régulateurs financiers internationaux soucieux de préserver le monde de risques en matière de stabilité financière. Les *hedge funds* n'offrent, en effet, que peu d'informations sur leurs positions, et ce, même pour leurs actionnaires. Cet état de fait, a fortement contribué à perpétuer le mythe entourant le fer de lance de l'industrie de la gestion alternative, cristallisée par les *hedge funds*. Cependant, cette situation a brusquement pris un grand tournant à la suite de la tempête financière qu'a essuyé le monde en 2008-2009.

3. Changements et perspectives réglementaires pour les places *offshores*

Jean Marc SIROËN affirme dans un article paru quelques jours après le sommet du G20 à Londres en avril 2009 ce qui suit à propos des paradis fiscaux et leur rôle présumé dans la récente crise financière : «

« [...] Les paradis fiscaux ou places *offshores* ont été mis au-devant de la scène et se sont vu imputer une responsabilité lourde dans la crise même si le communiqué du G20 de Londres (2 avril 2009) ne leur consacre que quelques lignes. Cette accusation est justifiée par un constat : le poids

¹D. CAPOCCI, *op.cit.* p 280.

²C. CHAVAGNEUX, *Les paradis fiscaux*, La découverte, 2001, p 72.

des paradis fiscaux dans les transactions financière. Par exemple, ils représenteraient à peu près la moitié des prêts internationaux ou des dépôts. Ils permettraient aux institutions financières – banques, hedge funds, fonds de pension accumuleraient des actifs toxiques ou favoriseraient des prises de risques excessives accroissant le risque systémique [...].¹»

Au lendemain de la première réunion du G20 après la crise financière internationale qui s'est tenue à Londres en avril 2009, l'Organisation pour la Coopération et le Développement en Europe (OCDE) publie sur son site Internet trois listes de pays comprenant des places financières *offshores* :

Sont répertoriés sur une « liste noire » des États ou territoires qui ne se sont pas engagés à respecter les standards internationaux, ce sont : Le Costa Rica, l'Uruguay, la Malaisie et les philippines.

Deux listes « grises » désignent des États ou territoires qui se sont engagés à respecter les standards internationaux mais ont à ce jour signé moins des douze accords requis :

- La liste « Gris Clair » de paradis fiscaux comprend : l'Autriche, la Belgique, le Brunei, le Chili, le Guatemala, le Luxembourg, Singapour et la Suisse ;
- La liste « gris foncée » de pays ou territoires correspondant à la même définition mais déjà identifiés en 2000 par l'OCDE contient 32 noms. Ce sont : Andorre, Anguilla, Antigua, Barbade, Aruba, Bahamas, Bahreïn, Belize, les Bermudes, les îles vierges anglaises, les îles Cayman, les îles Cook, la Dominique, Gibraltar, Grenade, Liberia, le Liechtenstein, les Îles Marshall, Monaco, Montserrat, Nauru, les Antilles néerlandaises, Niue, Panama, St Kitts and Nevis, Sainte Lucie, Saint Vincent et Grenadine, Samoa, San Marin, les îles Turks and Caicos et Vanuatu.²

¹ J-M. SIROËN, « Paradis fiscaux et crise financière », *Université Paris-Dauphine*, 25 Avril 2009.

² www.oecd.org/tax/progressreport.

À la lumière de tout ce qui précède les dirigeants du G 20 ont conclu à la nécessité d'une coopération accrue de la part de ces territoires, un contrôle renforcé doit être mis en œuvre pour rendre ces paradis fiscaux plus transparents, et les institutions qui y investissent moins nébuleux.

On peut dire, d'ores et déjà, que les moyens techniques pour suivre les mouvements de capitaux dans les paradis fiscaux existent, et donc que le contrôle est techniquement possible, pour au moins trois raisons :

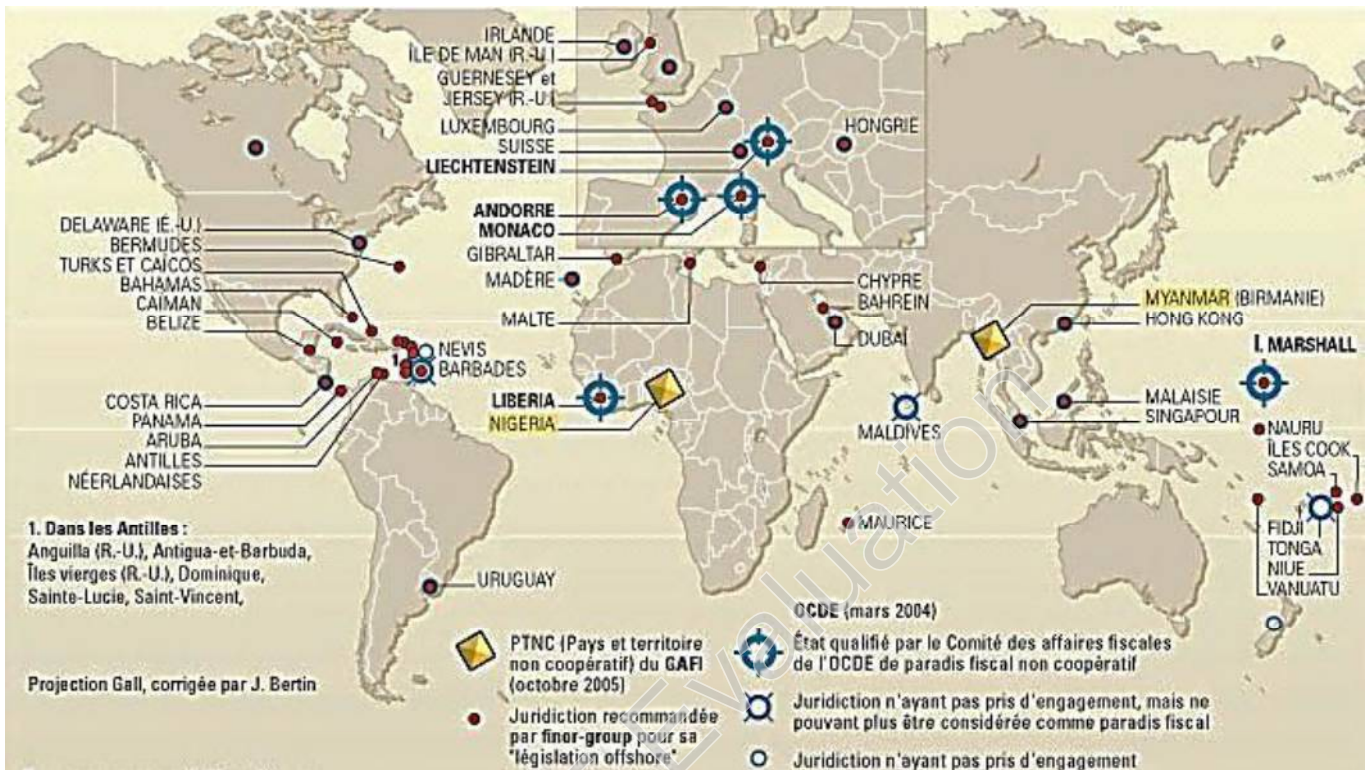
- d'une part, la plupart des transactions se font par monnaie électronique. Mais le paiement électronique doit être sécurisé. Il passe donc par des réseaux de paiement sécurisés, dont le plus important est le réseau SWIFT (Security World Investment and Financial Trade) ;
- Mais en passant par ces réseaux, l'argent laisse des traces électroniques que l'on peut suivre avec un minimum de compétences informatiques ;
- d'autre part, ces mouvements internationaux de capitaux exigent, comme sur le plan interne, des phénomènes de compensation, puisqu'ils portent la plupart du temps sur plusieurs banques. Cette compensation internationale peut se faire :
 - soit par l'intermédiaire de la Banque des Règlements Internationaux (BRI) qui sert alors de banque centrale des banques centrales ;
 - soit par l'intermédiaire de sociétés de compensation internationale privées (dont l'une des plus connues s'appelle *Clearstream*). Dans les deux cas, là aussi, on peut retracer l'origine et la destination des fonds.
- il existe enfin une sorte de police financière internationale, le GAFI (Groupe d'Action financière) qui est un organisme intergouvernemental créé en 1989 qui regroupe 32 pays (la Commission européenne et le Conseil de coopération des pays du Golfe).

Le rôle du GAFI est de lutter contre le blanchiment de l'argent de la drogue et contre le financement du terrorisme, mais il peut à l'occasion enquêter dans des paradis fiscaux. Il a édicté pour se faire 40 recommandations auxquelles les États sont « invités » à se soumettre. Le problème

est que le traité qui a instauré cette « police financière » n'a pas prévu de sanctions pour des pays qui refusent de coopérer, sauf le fait d'en établir la liste. Et son action est pour l'instant limitée au seul cas de la drogue et du terrorisme. D'ailleurs, si des sociétés ou des personnes sont nommément citées, plus aucun pays ne figure sur cette liste noire. Le problème du contrôle des paradis fiscaux est donc plus politique que technique.

Expert PDF Evaluation

Figure 1. Implantation des paradis fiscaux à travers le monde (2005)



CHAPITRE III.

LES STRATÉGIES D'INVESTISSEMENT DES *HEDGE FUNDS*

Les *hedge funds* constituent un ensemble hétérogène, quoiqu'on puisse les classer en stratégies alternatives, chacune ayant des spécificités propres en termes de style de gestion, d'actifs utilisés, de rendements, de profil de risque, de liquidité et de coûts. Ces stratégies utilisées par les gérants des *hedge funds* peuvent apparaître complexes au premier abord. Pourtant, elles relèvent pour l'essentiel d'un mélange de bon sens et de logique financière¹.

Rappelons aussi que chaque gérant a sa propre manière de mettre en place sa stratégie, et qu'au sein d'une stratégie, les styles des différents fonds diffèrent fortement. Beaucoup de gérants adaptent leur processus d'investissement aux conditions du marché, sans se cloisonner dans une stratégie unique. L'objectif principal de la segmentation en stratégies est de pouvoir proposer aux investisseurs des produits plus à même de satisfaire leurs besoins (en termes de rendement / risque par exemple).

Il nous semble utile, à ce stade du présent mémoire, d'insister sur le fait qu'un bon nombre de stratégies ainsi que leurs caractéristiques, sont susceptibles de changer au cours du temps et de l'évolution de l'industrie.

Nous avons opté à travers ce chapitre entièrement consacré aux trois plus importantes stratégies d'investissement que les *hedge funds* utilisent actuellement, pour une présentation de la stratégie, ses origines et son principe de fonctionnement, s'ensuit une description aussi détaillée que possible de la méthodologie de fonctionnement de la stratégie suivie d'un exemple illustratif, et enfin, nous essayerons de donner les points forts et les limites de chaque stratégie.

¹F-S. LHABITANT, *op.cit.* p 105.

SECTION 1. LA STRATÉGIE *GLOBAL MACRO*

Cette stratégie a été conçue à l'origine par un gérant de *hedge funds* Julian Robertson lors de la création de son fonds en 1986, fonds qu'il baptisera JAGUAR. Les gérants des fonds *global macro* cherchent à avoir une vue globale des marchés internationaux, et tentent de comprendre leurs interconnexions, la philosophie des gérants de fonds *macro* est unanime. Premièrement, ils tablent sur le fait que les mouvements internationaux sont des forces irrésistibles qu'il est plus simple à comprendre que les anticipations macroéconomiques. En second lieu, ils considèrent qu'une analyse intensive et exhaustive des données des marchés mondiaux permet de déceler dans ces indicateurs souvent ignorés par les acteurs du marché, des éléments qui permettent de prévoir les événements du futur. Ces événements produisent, en effet, des écarts de prix dans les variables macroéconomiques les gérants utilisent des procédés qui permettent de se concentrer sur les estimations de l'impact qu'auront les événements macroéconomiques et politiques sur les prix des actifs financiers.

1. Définition et méthodologie de la stratégie

Les stratégies *Global Macro* sont des stratégies qui cherchent à bénéficier d'opportunités macroéconomiques (Macro) en investissant, sans limitation de véhicules d'investissement, c'est-à-dire, dans les marchés actions, obligataires, de devises, de matières premières ou de dérivés, ni de limitation géographique (Global)¹. Ces fonds sont également définies comme étant des fonds opportunistes prenant des positions sur des paris macroéconomiques, tous instruments et marchés confondus. Ces paris économiques sont faits à partir d'algorithmes. Ils sont directionnels utilisant des leviers significatifs.²

L'univers des *hedge funds* fut dominé pendant des décennies par les fonds *macro*. Ils représentaient plus de 70 % de l'ensemble de l'industrie des *hedge funds*, ces encours étaient sous le giron de quelques personnes. En effet, en 1997 trois célébrités du monde des *hedge funds* s'accaparaient plus de 40 % des encours du style *Global Macro*, il s'agissait du *Soros Fund Management* (20 milliards de Dollars), du *Tiger Management* (15 milliards de Dollars) et du *Moore*

¹L. MIN-WOO et L. YOON-KYUNG, *op.cit.* p 33.

² N. AMENC et (al.), *La gestion alternative*, Economica, 2004, p127.

Capital (6 milliards de Dollars). La stratégie *macro* ne tarda pas à perdre de son éclat, et ce dès la fin des années 1990.

Comme nous l'avons souligné plus haut, les gérants de fonds *macro* cherchent des écarts de prix ou des fluctuations inhabituelles, éloignées de leur situation d'équilibre. Pour bien comprendre ce qui précède, prenons une situation fictive où un marché financier est en situation de baisse (un marché baissier). Comme les gérants *macro* ont généralement un regard qualitatif sur les intuitions macroéconomiques, ils considèrent une situation macroéconomique donnée comme étant anormale à partir d'un certain seuil de l'ordre d'un écart type autour de la moyenne, si la volatilité des prix reste cotonnée dans cet intervalle, ces gérants la considèrent que la situation est tout à fait normale, ce qui n'entraîne pas des opportunités d'investissement particulières. En revanche, si les prix d'instruments financiers ou les indices de marchés varient et s'éloignent de la moyenne avec un écart-type d'une certaine valeur, on se trouve dans une situation exceptionnelle, une opportunité d'arbitrage s'offre alors au gérant, car le prix du marché d'un actif diffère de son prix réel.

L'investisseur *macro* réalise alors des profits en misant sur le retour des prix à leur niveau réel. Notons que de telles circonstances ne se produisent généralement que quelques fois par décennie. En effet, des exemples de tels éloignements de prix par rapport à leur niveau d'équilibre sont les marchés des eurodollars en 1994, la crise asiatique de 1997-1998, ou encore la chute des marchés suite aux attentats du 11 septembre 2001.

Lors d'une prise de position d'un fonds *macro* tout débute par une phase initiale, dans laquelle une tendance macroéconomique se confond avec un biais entraîné par les investisseurs dominants, de sorte que les deux se renforcent mutuellement. À titre d'exemple, considérons le cas de la croissance macroéconomique accélérée soutenue par des investissements importants, comme ce fut le cas jusqu'en 2000.

Les marchés montent en flèche jusqu'au jour où la valeur des titres s'éloigne tellement de la réalité que le biais est réellement identifié comme tel. Le marché n'est alors plus renforcé par les participants et, au point d'inflexion, cette perte de confiance entraîne un retournement de tendance. Le point d'inflexion est généralement signalé par un changement de politique majeur qui précipite

les krachs et dans lequel le biais de marché opposé à la tendance originale accélère le retour à la normale¹.

Un bon gestionnaire *macro*, sait reconnaître le moment où on se rapproche de ce temps d'inflexion pour profiter des opportunités, car s'il prend une position, trop tôt sur un marché où l'instabilité règne, il se peut qu'il subisse des pertes sur la période de temps qui reste à la situation pour qu'elle retrouve un état normal. Il en va de même lorsque le gérant prend position trop tard, il peut subir de sérieux revers si la tendance est contraire à ce qu'il a prévu. Nous voyons que les gérants *Global Macro* gagnent de véritables fortunes sur des événements rares, il leur faut donc suivre un maximum de pays et de marchés pour parvenir à dégager régulièrement des performances.

2. Exemple illustratif d'une stratégie *Global Macro*

Pour illustrer le fonctionnement de la stratégie *Global Macro*, nous prenons l'exemple illustratif suivant : un pari sur l'évolution du taux de change du yen contre le dollar américain.

Situons nous début Novembre 2001. L'économie japonaise est dans une situation désespérée et l'ensemble des réformes tant vantées tardent à arriver. Les États-Unis commencent à retrouver la confiance perdue le 11 Septembre et la Réserve Fédérale cherche à réinstaurer un calme dans les marchés financiers. La transaction consiste à parier sur un affaiblissement du yen par rapport au dollar. Ceci peut, par exemple, se faire par l'intermédiaire d'une option de vente yen contre dollar. On peut trouver de telles options avec un prix d'exercice de 127 sur le marché, alors que le taux de change sur le marché est légèrement supérieur à 120².

Un autre exemple, est celui de l'épisode où G.SOROS a utilisé une stratégie directionnelle en pariant sur la sortie de la livre sterling du Système Monétaire Européen (S.M.E). En effet, au premier semestre 1992, la livre sterling, face à une forte demande générée par des taux d'intérêt élevés et par son statut de monnaie refuge pour ceux qui étaient sceptiques à propos de l'Euro, était surévaluée par rapport aux autres monnaies européennes (deutschemark, franc français) ; ce qui pénalisait les exportations britanniques.

¹D. CAPOCCI, op.cit.p 114.

²*Idem.*

Soros a alors parié sur la sortie du Royaume-Uni du S.M.E. et sur la baisse de la livre sterling et a ainsi acheté des *put* (options de vente) lui permettant de vendre des livres sterling contre des marks. Sa vision de la baisse de la monnaie britannique lui a fait vendre massivement cette devise jusqu'au 16 septembre 1992 où Robin Leigh-Pemberton, le gouverneur de la Banque d'Angleterre, a annoncé le retrait de la livre sterling du Système Monétaire Européen. Georges Soros a pris un pari opportuniste sur la baisse à court terme de la livre sterling et la réalisation du retrait de la livre du S.M.E s'est effectivement effectué.

Jim Leitner¹, dans son approche de la stratégie directionnelle, a une vision plus à long terme de l'investissement. Ainsi, lorsqu'il investit dans le Ghana, il se représente un horizon d'investissement d'une trentaine d'années et se fonde sur la pertinence des visions économiques et politiques du président Kufuor pour estimer que l'investissement dans ce pays est un pari à prendre. Leitner repose aussi ses choix d'investissements sur des observations, des recherches ou des lectures qu'il effectue. Ainsi, après avoir lu dans *the Economist* que la consommation moyenne de bière au Nigeria avait baissé de 34 litres à 3 litres puis était remonté à 4 litres, Leitner s'est étonné de la baisse de consommation de 90%, surtout dans un pays chaud, suivi d'un début de reprise. Il a alors acheté des titres de Guinness of Nigeria et parié avec succès sur la tendance positive de la consommation de bière au Nigeria².

3. Avantages et inconvénients de la stratégie *Global Macro*

L'un des avantages de la stratégie *global macro* est qu'elle ne suit pas une stratégie formalisée qui pourrait la cantonner. Les gérants ont donc une grande flexibilité dans le choix des opportunités qu'offrent les marchés, ceci est d'autant plus important que les fonds *macro* disposent de fonds considérables, il semblerait même que la stratégie *macro* est la seule stratégie qui a le mieux résisté à cette dernière crise financière comme le démontre le graphique 8, lequel illustre le rendement de 147 fonds macro dans le monde comparés à un *benchmark*³ représenté par l'indice mondial des rendements des marchés financiers.

¹Jim LIETNER est le gérant du fonds Falcon Management, Wyckoff, New Jersey.

²L Min-Woo, *op.cit.* p35.

³Se dit d'un indice utilisé par exemple pour étudier la performance d'un fonds d'investissement. Ainsi, les gérants d'OPCVM actions françaises peuvent avoir comme objectif de dépasser l'indice de référence que constituerait le CAC 40.

Il est également utile de rappeler à ce stade que, les différentes stratégies employées par les *hedge funds* peuvent contenir des sous stratégies, et c'est justement le cas de la stratégie *macro*, le *carry trade* en est sa sous stratégie. Cette sous stratégie est généralement utilisée pour emprunter de l'argent à un taux d'intérêt bas et l'investir à un taux plus élevé, pour obtenir cette différence de taux, la sous stratégie utilise souvent des monnaies différentes étant donné que les taux d'intérêt résultent de différentes politiques économiques de chaque pays. Le profit dégagé par le *carry trade* provient ainsi de deux sources : le revenu venant de l'écart de taux d'intérêts entre les monnaies concernées et celui qui provient de l'appréciation de la monnaie à taux d'intérêt plus élevé.

Graphique 8. Rendement des fonds macro par rapport à l'indice mondial des marchés financiers.



Source : eurekahedge.com

Le *carry trade* en tant que sous stratégie *Global Macro* est, elle aussi, bénéfique et très attractive, car le *carry trade* est plutôt simple à exercer et apporte une rentabilité stable et constante. On peut prendre l'exemple d'un *exchange-trade fund* que *Deutsche Bank* et *PowerShares Capital Management* ont développé.

Selon les tests effectués par *Deutsche Bank*, ce fond, qui réplique la stratégie de *carry trade*, générerait une rentabilité moyenne de 11,4% par an sur 10 ans, un chiffre très élevé quand on le compare à 8,2%, rentabilité dégagée par S&P 500.¹ Pour ces raisons, un grand nombre de *hedge*

¹www.businessweek.com

funds emploie cette sous stratégie *macro*, et même les investisseurs classiques comme fonds de pensions commencent à bénéficier de cette pratique via *hedge funds*.

Après avoir traité des bénéfices des stratégies *macro*, nous nous intéressons à présent aux aspects négatifs de la stratégie *Global Macro*. En effet, la stratégie *macro* est vue comme étant particulièrement risquée car il est extrêmement difficile d'être à même de déterminer le moment opportun pour investir. Cette image est renforcée par les profits et les pertes réalisés par les différents fonds *macro*. Les fonds *macro* ont en effet cette fâcheuse tendance à abuser du levier qui exacerbe et amplifie le risque relativement important de cette stratégie.

La chute des « grosses pointures » de la gestion *macro* a laissé le terrain vide aux jeunes gérants pleins de talents qui, à leur tour, ont mis en place de nouveaux fonds qui font du contrôle du risque leur cheval de bataille. Aussi, ces nouveaux gérants s'interdisent d'investir sur tous les segments de marchés, et la performance semble au rendez-vous comme en témoigne, une fois encore le graphique 8.

Expert PDF Evaluation

SECTION 2. LA STRATÉGIE *LONG/SHORT*

La stratégie *long/short* (*LS* dans l'exposé ci-après), également appelée *equity hedge* est la plus ancienne de toutes les stratégies et également la plus importante en termes d'encours en pourcentage de l'ensemble des stratégies qu'utilisent les *hedge funds* à l'échelon mondial (voir graphique 2). Le premier fonds d'A.W.Jones, le père fondateur de l'industrie des *hedge funds*, était très proche de la stratégie *LS*. En effet, le terme *hedge* faisait référence à la capacité de vendre des actions tout en se couvrant contre les risques inhérents à cette opération.

1. Présentation de la stratégie Long/Short

Le Long/Short est une stratégie assez répandue et on peut arguer que cette stratégie est en ligne avec la philosophie même de la notion de *Hedge*, qui en passant, ne désigne pas le fait de spéculer, mais de se couvrir. L'idée principale du Long/Short stratégie consiste à diagnostiquer des déviations de valeur sur les marchés et de vendre à découvert, donc prendre une position « short », l'actif surévalué pour ensuite acheter, c'est-à-dire prendre une position *long*, l'actif sous-évalué.

L'opération est financée par la vente à découvert car les sommes encaissées peuvent être utilisées pour acheter l'actif sous-évalué. C'est là, l'exemple type, de ce que les économistes appellent un *self-financed portfolio*, c'est-à-dire un portefeuille qui s'autofinance. Quel est l'impact des variations des actifs. En ce qui concerne la position *long*, le rendement est positif lorsque l'actif en question s'accroît. La position « short », quant à elle, fonctionne de manière inverse. Le rendement est positif lorsque l'actif perd en valeur.

La stratégie *LS* consiste donc à vendre à découvert des titres en contrepartie d'une position longue sur d'autres titres. Contrairement aux fonds communs de placement, les fonds *LS* recourent généralement à l'effet de levier, prennent des positions vendeuses à découvert et utilisent les dérivés. Certains, éliminent même le risque de marché ($\beta = 0$) et la plupart sont acheteurs nets.

¹C'est un rapport historique de la volatilité du prix d'un actif (par exemple le cours de bourse d'une action) sur celle des prix du marché en général (par exemple un indice boursier). C'est un indicateur utile pour mettre en place une stratégie de diversification des risques. Le bêta d'un fonds se définit mathématiquement comme le rapport de la covariance de la

L'on remarque en conséquence que cette stratégie est doublement intéressante. Elle permet de réduire le risque (couverture bloc) d'une part, et d'autre part, elle augmente la performance du portefeuille par des choix spécifiques d'actions surévaluées. Notons que la vente à découvert nécessite l'existence d'un marché de prêts/emprunts de titres, autrement dit, des marchés très liquides. En effet, l'on remarque que cette stratégie est employée essentiellement sur des actions de moyennes et grosses capitalisations boursières¹.

2. Construction d'une stratégie *Long/Short*

La mécanique fondamentale de la stratégie *LS* consiste pour les gérants de ces fonds à analyser un grand nombre de sociétés en termes de valeur. Les méthodes de valorisations sont multiples, certains gérants se basent sur l'analyse fondamentale², le ratio prix/bénéfice ou encore

rentabilité implicite du portefeuille avec celle du marché et de la variance de la rentabilité implicite du marché, soit :

$$\beta = \frac{\text{COV}(R_p, R_m)}{\text{VAR}(R_m)}$$

Par exemple, si le bêta d'une action est de 0.8, son cours a varié en moyenne dans la période précédente de 0,8 % quand le marché variait de 1 %. Autrement dit c'est la sensibilité ou élasticité du cours du titre par rapport à l'indice boursier représentant le marché. Le bêta est également un indicateur de risque ; en effet, si l'évolution du marché est à la baisse, l'action sera susceptible de baisser moins que le marché s'il est inférieur à 1 et plus que le marché s'il est supérieur à 1. Il y a donc un lien entre la rentabilité et le risque : plus le cours d'un titre est censé pouvoir progresser fortement quand le marché est haussier, plus il a de risque de baisser fortement quand il est baissier.

¹N. AMENC, op.cit. p. 103.

²L'analyse fondamentale consiste à analyser l'ensemble des informations économiques, comptables et financières des entreprises cotées de manière à pouvoir déterminer leur valeur fondamentale. Le problème qui se pose alors est celui du calcul de cette valeur fondamentale, car elle est très difficile à déterminer avec précision. Beaucoup d'analystes financiers réunissent une documentation considérable, ne sachant pas toujours comment l'utiliser pour parvenir à déterminer une valeur fondamentale d'un titre d'une entreprise donnée. Ces analystes pratiquent une évaluation comptable, consistant à évaluer séparément les actifs de la firme et sa capacité à réaliser des bénéfices (le Goodwill), puis à additionner ces deux éléments distincts ; ils déterminent également ladite valeur en tentant de prévoir les dividendes futurs de la firme et à estimer la somme de ses dividendes actualisés. Ou encore, en actualisant la somme des bénéfices futurs. Une question légitime s'impose alors avec stridence, quel est le taux de croissance des dividendes et quel taux d'actualisation appliquerons-nous ? L'écrasante majorité fixe alors souvent cette valeur de façon purement subjective. Ces évaluations comptables, avons-nous constaté, diffèrent d'un analyste à un autre. C'est pour cette raison précisément que des sociétés financières spécialisées proposent de réaliser des moyennes des évaluations des principaux analystes, concluant ainsi à un consensus autour de l'évaluation moyenne de la firme cotée. De manière générale, les

l'analyse technique¹ qui permet de faire ressortir un *trend*. Les professionnels de la stratégie *LS* cherchent sur les marchés des titres sous-évalués pour les acheter et des titres surévalués pour les vendre à découvert. Une fois ces titres déterminés, on attend le moment opportun afin de prendre position et réaliser un bénéfice maximum. La mise en place d'une position combinée, acheteuse de l'action A/ vendeuse de l'action B, permet de tirer parti de ces inefficiences dans l'évaluation des actifs.

Pour illustrer cette stratégie considérons l'exemple figurant dans l'ouvrage collectif de Noël AMENC. Un fonds *LS* dont le capital initial est de 100 €. Le gérant du fonds tranche en faveur de l'achat d'une action X, dont la valeur au moment de l'achat est de 100 €, supposons que la seule motivation de cette opération d'achat réside dans le fait que ledit gérant juge l'action X, comme étant sous-évaluée. Le fonds *LS* est alors dans une situation où sa trésorerie est nulle et avec une position longue, de plus le gérant doit placer les actions achetées en collatéral de prêt car le gérant ne paie pas totalement le montant des actions achetées, son *prime broker*² lui accorde un crédit dont le taux de marge est librement fixé par lui-même, il est généralement, légèrement plus important que le taux fixé par les autorités réglementaires de chaque pays.

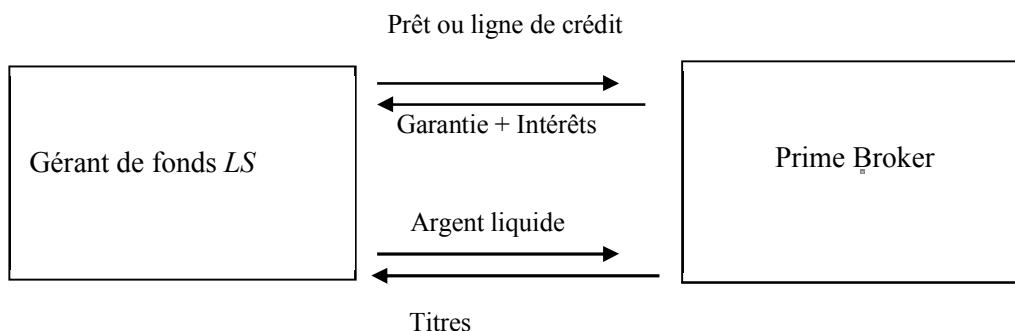
Une condition unique est assortie à cette procédure d'achat, il s'agit de la mise en collatéral de prêt des actions achetées. Cette procédure d'achat peut être illustrée par le schéma suivant :

prix des différents titres financiers des sociétés cotées, tournent autour de leur valeur fondamentale, sans toutefois s'éloigner de façon durable.

¹Ce procédé repose sur l'analyse des séries chronologiques de cours boursiers passés pour tenter de déterminer une tendance d'évolution des prix des titres ou pour mettre en évidence des signaux permettant de prévoir, à partir de la série des cours passés, les hausses ou les baisses de cours. Dans la mesure où l'analyse technique utilise des graphiques, elle est également appelée, analyse graphique ou analyse chartiste. Cette analyse se fonde sur des graphiques opposant le prix du titre en ordonnée et le temps en abscisse.

² Le *prime broker* d'un fonds est l'agent bancaire détenant dans ses livres l'ensemble des comptes titres et monétaires du fonds. Ces comptes permettent au fonds d'accéder au marché financier. Ils centralisent et réconcilient tous les ordres de gestion passés dans le marché pour le fonds. Leur valorisation sert de base de calcul pour la valeur liquidative du fonds.

Schéma 3. Procédure d'achat sur marge



Source : G-M HENRY, *Les hedge funds*, p. 97.

Le prime broker va s'assurer de la solvabilité du gérant, qui dépend de la valeur des actifs qu'il a achetés. Plus précisément, il existe deux ratios que surveille le prime broker :

- Le dépôt de règlement ou de garantie *initial margin*, qui est défini par les règlements T et U de la réserve fédérale Américaine ;
- La marge de maintenance « *maintenance margin* » qui vise à compléter le dépôt de garantie pour qu'il soit un collatéral suffisant pour l'encours vendu.

Le niveau de déclenchement est lié au cours initial par la formule illustrant ce mécanisme de provision :

$$\text{Prix déclencheur} = \frac{[\text{prix initial} \times (1 - \text{dépôt de garantie \%})]}{(1 - \text{marge de garantie \%})}$$

Dans notre cas, l'action achetée à 200 € :

- Un dépôt de règlement de 50 % permettrait de payer seulement 50 € au broker ;
- Une marge de garantie de 25 % imposera un appel de marge dès le cours de 66€.

Autrement dit, dès que le cours atteint 66 € considère que le cours de l'action a trop baissé et qu'il est temps de réduire l'effet de levier accordé au gérant du fonds *LS*.

Le gérant identifie ensuite une action B sur le marché, qui est surévaluée. Il décide de la vendre à découvert pour une valeur de 90 €, l'exposition globale du fonds augmente dès lors de 90 €. Il est donc nécessaire d'emprunter l'action B à une contrepartie tierce. Cette dernière demandera, en contrepartie, un actif « collatéral » d'une valeur équivalente au montant du titre emprunté, en guise de garantie. Le gérant remet en collatéral, soit le cash qu'il vient de recevoir de sa toute dernière opération de vente, ou bien, les actions de la partie longue du portefeuille du fonds, s'il préfère désengager sa ligne de crédit précédente avec le prime broker¹.

3. Avantages et inconvénients de la stratégie *Long/Short*

« Cette stratégie d'investissement est fort pratiquée car elle offre tous les avantages d'une stratégie d'investissement classique investie uniquement de façon longue (acheteur) dans les actions, tout en permettant aux gérants de prendre position dans des titres qu'ils estiment surévalués. Ceci fournit une protection plus ou moins importante par rapport au risque de marché. Le principal inconvénient de cette stratégie est que son succès l'a rendue moins attrayante.

En effet, l'explosion du nombre de fonds qui appliquent cette stratégie a eu comme conséquence qu'il est de plus en plus difficile de trouver des opportunités d'investissement intéressantes, et surtout d'être le premier à les identifier. L'augmentation du nombre de fonds n'a pas créé plus d'opportunités qu'il n'en existait par le passé, mais elle a augmenté le nombre d'intervenants qui cherchent à les identifier² ». Les rendements de cette stratégie, répartis sur dix ans³ atteste les propos précédents.

¹N. AMNEC et (*al.*), *op.cit.* p 105.

²*Idem.*

³ Voir Annexe 2.

SECTION 3. LA STRATÉGIE *RELATIVE VALUE ARBITRAGE*

Cette stratégie que nous nous apprêtons à étudier est unique en son genre, car elle n'est en réalité qu'une combinaison de plusieurs stratégies, elle est donc loin d'être une stratégie authentique. Il importe toutefois de distinguer la stratégie *Relative Value Arbitrage* d'un fonds de fonds qui investit dans un portefeuille comprenant plusieurs *hedge funds* (indépendants du fond de fonds) utilisant des stratégies différentes certes mais qui ne sont pas pour autant des stratégies d'arbitrage.

1. Méthodologie et mécanique fondamentale de la stratégie

Les gérants des fonds *Relative value arbitrage* (RVA dans l'exposé ci-après) profitent de la différence de prix entre des titres dont les prix sont liés, et ce, en combinant plusieurs stratégies d'arbitrage particulières. En effet, la stratégie RVA se base sur la prise de positions longues et courtes sur des titres qui sont liés historiquement, et cela quand des écarts de prix se produisent de manière soudaine et inattendue.

Les spécialistes de cette stratégie réalisent des profits quand les prix retrouvent leur valeur d'origine ou quand ils s'en approchent. Il est toujours bénéfique de rappeler que cette stratégie est souvent construite sur une combinaison d'un ensemble d'autres stratégies d'arbitrage tels que : *Fixed income arbitrage, merge arbitrage, convertible arbitrage, pairs trading, capital structure arbitrage, statistical arbitrage* ou la stratégie appelée *regulation D*, ces fonds prennent également des positions dans des options ou des contrats à terme, c'est précisément pour cette raison qu'on nomme également cette stratégie (*multi strategies*).

Les gérants de fonds RVA sont repérables par le biais de stratégies qu'ils emploient, nous citerons les trois stratégies les plus couramment utilisées par ces gérants :

En premier lieu, nous évoquerons le *pairs trading* qui est une stratégie non directionnelle, car totalement indépendante de l'évolution des marchés elle se base sur la prise de positions opposées, mais équivalentes en termes de montants, sur des titres de secteurs d'activités similaires, en prenant des positions longues (acheteur) sur des titres que l'on juge sous-évalués, alors qu'on se positionne

short sur des titres sur évalués. Les gérants réaliseront des profits sur la base de la différence de prix entre les deux titres. Nous mettons l'accent sur le fait que l'intérêt des gérants RVA n'est pas dans le fait que le prix des titres long (achetés) augmente, ou que celui vendu baisse, mais il résulte de l'écart entre les prix des deux titres, l'un par rapport à l'autre ; en d'autres termes, si le titre acheté augmente plus fortement que celui vendu, ou si celui vendu baisse plus fortement que celui acheté, le gérant réalise un gain qui est d'autant plus substantiel si la différence l'est également.

Il existe plusieurs sous-stratégies dérivées du *pairs trading*, les opérations sur pairs directes en font partie, les spécialistes de cette technique basent leur expertise sur le fait que les sociétés qui détiennent des parts substantielles d'autres sociétés ont des rendements liés. Les opérations sur pairs indirects représentent une autre variante des opérations de *pairs trading*, elles concernent les sociétés qui sont absolument liées, de ce fait on anticipe un retournement au prix moyen, si les prix venaient à s'écarter de ce dernier.

Après le *pairs trading*, découvrons maintenant les opérations de *trading* d'options et de *Warrants*, il s'agit d'une stratégie d'arbitrage, assez similaire à la précédente, se basant sur la prise de positions opposées sur des options et actions, cette stratégie se fonde sur les mouvements de prix, autrement dit, sur la volatilité des prix, et ce, à la hausse ou à la baisse, profitant de l'écartement des prix d'une moyenne que les gérants connaissent à priori.

La troisième stratégie composant la RVA est dite *Capital structure arbitrage*, elle consiste pour un gérant d'acheter une partie de la structure du capital¹ d'une entreprise et de vendre à découvert une autre partie, de sorte que les positions prises évitent des pertes en cas d'évolution défavorables et de gains important si le scénario inverse venait à se produire.

2. Illustration de la stratégie Relative value Arbitrage

Pour mieux expliquer les opérations sur pairs directs, prenons l'exemple suivant² : « Considérons une société A et une société B, toutes deux cotées sur le *NYSE*. La société B est détenue à 84 % par la société A. Sur la base des titres en circulation et sur une base historique, toute variation d'un Dollars (1 *USD*) du cours de A correspond à une variation de 0,95 *USD* de B. Les

¹ Cette structure de capital peut être matérialisée soit par des titres de dettes ou des titres représentatifs du capital.

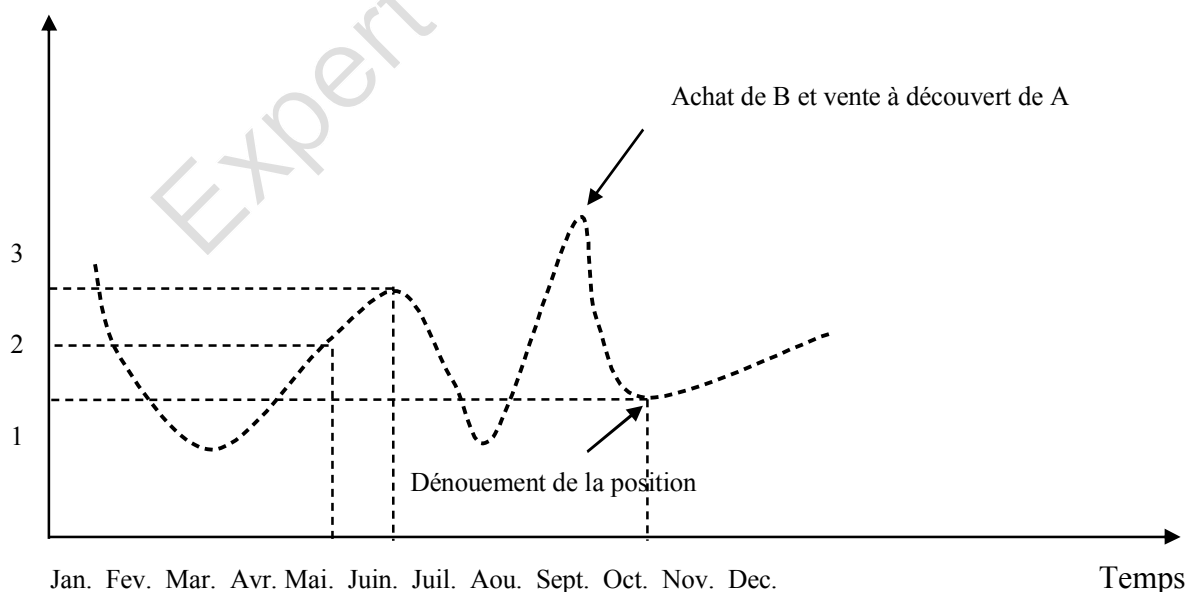
² Cet exemple est tiré de l'ouvrage de Daniel CAPOCCI, *Introduction aux hedge funds*, Economica, p 149.

gérants prennent position si le prix de B baisse (ou augmente) de manière significative alors que celui de A reste stable et inversement. Ce déboîtement rends le prix de B temporairement bon marché (ou relativement cher) et la position est dénouée lorsque la valeur relative de B retourne à la moyenne.

Le graphique 9 illustre le fonctionnement d'une telle stratégie, l'axe des abscisses reprend le temps et l'axe des ordonnées, le ratio du cours de l'action A sur le cours de B. Ce ratio permet d'estimer la cherté relative d'un titre par rapport à l'autre. Imaginons que dans le cas présent, le ratio moyen du cours de A sur le cours de B soit de 2 et que l'on soit à ce niveau à mi-mai. Le prix de A est à 20 \$ et celui de B est de 10 \$. Ensuite le cours de A augmente de 25 % à 25 \$ mi-juin, le cours de B reste stable. Dans ces conditions, le ratio cours de A sur cours de B passe à $25\$ / 10\$ = 2,5$ ce qui signifie que l'on s'écarte fortement de la moyenne historique. Si le gérant pense que cette situation est temporaire, il va prendre position en achetant des titres B (relativement peu chers) et en vendant à découvert des titres A (relativement cher). Il réalisera des gains si le ratio baisse. Dans le graphique 9, la position est dénouée mi-octobre à un ratio proche de 1,5 ce qui signifie, soit que le cours du titre A avait baissé, soit que le cours de l'action de B a augmenté, soit qu'une combinaison des deux s'est produite. »¹

Graphique 9. Exemple d'opération sur paires directes

Ratio du cours de A / cours de B



Source : Inspiré de : D. CAPOCCI, *Introduction aux hedge funds*, Economica p 150.

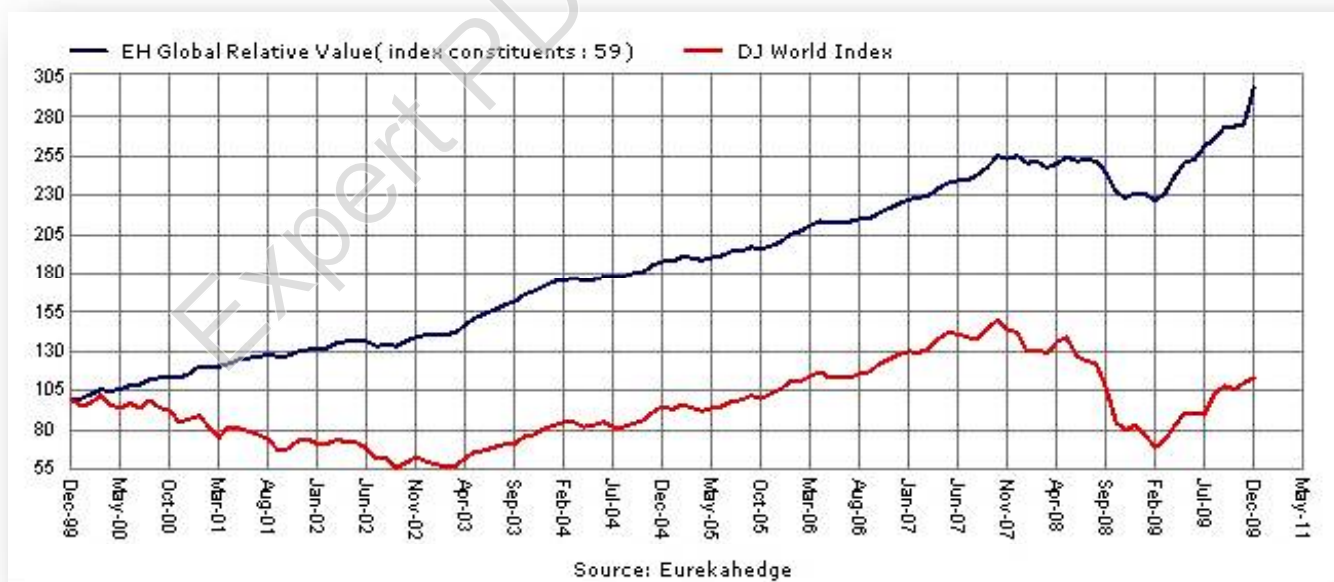
¹D. CAPOCCI, *op.cit.* p 150.

3. Avantages et inconvénients de la stratégie *relative Value Arbitrage*

Le principal avantage de la stratégie *RVA* tient du fait qu'elle permet de faire des arbitrages profitant des poches d'inefficiences qui existent entre différents titres et marchés pour réaliser des gains. Il n'en demeure pas moins que les gérants qui appliquent cette stratégie se doivent d'être extrêmement informés à propos des titres qu'ils ont dans leurs portefeuilles, et être de ce fait, constamment à l'affût du moindre changement qui pourrait inverser les tendances. Le risque de gestion est donc l'un des principaux inconvénients qui guette les gérants de stratégie *RVA*, il s'agit de l'importance qu'ils donnent à chaque stratégie qui compose leurs portefeuilles, une mauvaise appréciation peut conduire à un rendement peu flatteur.

Pour clore cette section consacrée à la stratégie *RVA*, nous mettons en relief, à travers le graphique 10, l'évolution des rendements de cette stratégie sur une période de dix ans en comparaison avec un indice global de bourses mondiales. Nous remarquons que la stratégie en question n'a pas véritablement pâti de la récente crise financière, et a très rapidement entamé une ascension fulgurante en fin d'année 2009.

Graphique 10. Évolution des rendements de la stratégie *RVA*



Source : EurekaHedge.com

Nous avons passé en revue, tout au long de ce chapitre, les principales stratégies alternatives pratiquées par la majorité des *hedge funds* de par le monde. On ressort de cette étude avec un constat qui confirme que les *hedge funds* sont loin d'être identiques au vu des différents styles d'investissements qu'ils utilisent. Leurs différences ne s'arrêtent pas à ce niveau, car leurs rendements, leurs risques et leurs volatilités varient considérablement d'un fonds à l'autre, ce qui peut constituer un souci majeur pour les investisseurs qui veulent se lancer dans la gestion alternative. Ce souci est exacerbé par l'évolution constante de ces stratégies de gestion, elles deviennent en effet, de plus en plus sophistiquées, à un point tel, qu'il serait quasiment impossible à ces investisseurs de saisir la mécanique fondamentale qui sous-tend la stratégie du fonds dans lequel ils veulent investir.

Expert PDF Evaluation

CONCLUSION

Dans cette première partie, nous avons fait un tour d'horizon des stratégies alternatives et du cadre réglementaire des *hedge funds*, mais nous avons surtout constaté l'absence d'un consensus sur la définition de ce qu'est un *hedge fund*. Nous avons montré qu'au cours de cette dernière décennie, l'importance accordée aux *hedge funds* de la part des autorités de surveillance et de régulation ainsi que par les banques et autres établissements financiers (compagnies d'assurances et fonds de pensions entre autres) s'est considérablement accrue en raison du rôle de plus en plus prépondérant que jouent ces fonds sur les marchés de capitaux.

L'importance apparente de leurs rendements et leur déconnection de l'évolution des rendements d'autres portefeuilles basées sur des stratégies de gestion dites « classiques », ont impressionné plus d'un, ce qui explique l'afflux massif d'investisseurs, et justifie *de facto* cette recrudescence de l'importance accordée à ces véhicules d'investissement. Toutefois, le manque de transparence et l'implantation *offshore* de ces fonds inquiète de plus en plus les autorités de régulations et les gouvernements de plusieurs pays. Les *hedge funds* sont à ce titre différemment appréciés, prisés et affectionnés par certains, craints et décriés par d'autres.

DEUXIÈME PARTIE

LE RÔLE COMPLEXE DES *HEDGE* *FUNDS* SUR LES MARCHÉS ET LEUR INCIDENCE SUR LA STABILITÉ FINANCIÈRE

INTRODUCTION

Il est communément admis sur un plan théorique que les *hedge funds* procurent des avantages aux marchés financiers en renforçant leur robustesse, et ce, de différentes manières. Les *hedge funds* sont, comme nous l'avons vu précédemment, des institutions financières innovantes et dynamiques, elles prennent des risques démesurés sur des positions très importantes, grâce au levier d'endettement dont elles disposent, dynamisant de la sorte les marchés de capitaux. L'utilisation d'un large éventail d'instruments et de marchés financiers, grâce notamment à la grande flexibilité des techniques d'investissement. Ces derniers augmentent *de facto*, la liquidité de ces marchés sur lesquels les *hedge funds* opèrent.

Les *hedge funds* en tant qu'investisseurs utilisent des stratégies de gestion arbitragistes, en prenant des positions inverses (long/short) sur des titres surévalués ou sous-évalués, augmentant considérablement l'efficacité¹ des marchés sur lesquels ils opèrent, car ils fondent leurs décisions sur des analyses fines des fondamentaux des titres, des marchés ou des indices qu'ils transigent, ils sont de ce fait, capables de détecter des déséquilibres de prix et de les corriger.

Il n'en demeure pas moins que ces fonds alternatifs sont générateurs d'un nombre de risques impressionnant, parmi lesquels, des risques systémiques pouvant produire des crises financière précipitant ainsi la sphère financière et économique dans un chaos intégral. Ces fonds sont également générateurs de risques atypiques dont la survenance est rare, mais à un très fort pouvoir de dévastation lorsqu'ils surviennent. Nous verrons tout au long de cette partie les avantages des *hedge funds* en termes de renforcement de l'efficacité des marchés financiers, nous étudierons ensuite la contribution de ces fonds à une plus grande liquidité des marchés ainsi que d'autres avantages tels que : la flexibilité des techniques d'investissement, les rendements relatifs plus élevés ainsi qu'une meilleure diversification de portefeuille. Les inconvénients ou les risques liés aux *hedge funds* seront abordés dans le second chapitre de la présente partie, ledit chapitre sera articulé autour de trois sections, la première intitulée, les risques généraux, traitera des risques communs que les *hedge funds* et autres institutions financières partagent. Le risque systémique lié aux activités des *hedge funds* est l'apanage de la seconde section, la troisième et dernière section de

¹ Voir *Infra*, section 1.

ce chapitre traitera des mécanismes qui font en sorte que l'activité de ces fonds est susceptible de générer des risques sur les institutions bancaires et financières.

Sous le titre expressif de : les *hedge funds* qui ont ébranlé la finance mondiale, nous amorçons le troisième et dernier chapitre de la présente partie, en retraçant le rôle joué par les fonds *macro* qui ont précipité la sortie de la livre du SME, nous évoquerons en particulier le rôle qu'a joué le fonds *QUANTUM*, géré par le célèbre George SOROS, qui a poussé la banque d'Angleterre à retirer sa monnaie du système monétaire européen en 1992. Au sein de la section deux de ce chapitre nous étudierons l'épisode de la quasi faillite du célèbre *hedge fund* dénommé LTCM, qui fut sauvé in-extremis par les autorités américaines, les répercussions de cette déconfiture seront amplement analysées et détaillées.

Quant à la dernière section qui clôturera de fait ce chapitre et la seconde partie de ce mémoire, elle sera consacrée au rôle des *hedge funds* dans la crise asiatique, après une présentation de la situation des pays de la région avant et pendant la crise, nous verrons quelles étaient les raisons qui ont causé ce séisme financier, et nous verrons également, les raisons fondamentales qui ont précipité les économies asiatiques au bord du gouffre, et la part de responsabilité qui incombe aux *hedge funds* dans toute cette histoire.

CHAPITRE I.

LES RÔLES BÉNÉFIQUES PRÊTÉS AUX *HEDGE FUNDS* SUR LES MARCHÉS FINANCIERS

Le titre du présent chapitre laisse transparaître d'emblée une certaine incrédulité quant à l'existence même d'un quelconque rôle bénéfique sur les marchés financiers que l'on pourrait attribuer aux *hedge funds*. Ceci est dû essentiellement au fait que ces fonds spéculatifs sont le plus souvent connus pour les effets pervers qu'ils suscitent plutôt que l'inverse, la littérature économique traitant du sujet des *hedge funds* est extrêmement avare en ce qui a trait aux rôles bénéfiques que peuvent avoir ces institutions sur les marchés financiers en général.

Cependant, et selon les termes du groupe d'experts de la Commission européenne sur les *hedge funds* ; « les *hedge funds* améliorent le fonctionnement des marchés financiers. Ils fournissent des liquidités aux marchés et exercent une influence stabilisatrice importante en répartissant les risques au sein d'une large gamme d'investisseurs. En effet, les *hedge funds* adoptent souvent des analyses de marché originales (stratégies « *contrarian* »), peuvent utiliser l'effet de levier et en général modifier la composition de leur portefeuille beaucoup plus fréquemment que les fonds classiques. Les *hedge funds* tendent aussi à être actifs sur les nouveaux marchés en développement, créant souvent une liquidité suffisante pour permettre aux gestionnaires traditionnels de les suivre (par exemple, dérivés de crédit, dérivés OTC et prêts bancaires syndiqués). Les *hedge funds* accroissent l'efficacité des marchés à travers l'arbitrage des différences de prix entre titres similaires sur différents marchés ou en découvrant des prix là où il n'y en a pas »¹.

Lors de l'étude des trois avantages dont les *hedge funds* semblent bénéficier, à savoir : efficacité, liquidité et flexibilité des stratégies d'investissements, nous verrons que malgré leur apparente dissemblance, ils sont en fait des concepts qui se rejoignent et se complètent. En effet, la flexibilité des techniques d'investissement a tendance à accroître le volume des transactions sur le marché augmentant de la sorte la liquidité de ces derniers et, par ricochet, réduisent l'asymétrie de l'information et participent au renforcement de l'efficacité des marchés. Il nous est apparu très clairement tout au long de ce travail de recherche sur les *hedge funds*, que les bienfaits que procurent ces fonds sont extrêmement limités ; la majorité des recherches dans ce domaine sont principalement axés sur les aspects négatifs que véhiculent ces institutions, lesquelles feront l'objet des deux prochains chapitres.

¹ http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/ucits/reports/hedgefunds_en.pdf

SECTION 1. L'IMPLICATION DES *HEDGE FUNDS* DANS LE RENFORCEMENT DE L'EFFICIENCE DES MARCHÉS FINANCIERS

Depuis 1965, l'hypothèse de l'efficacité de marché représente une hypothèse centrale de la finance. Conformément à la définition donnée par E.FAMA, l'efficacité des marchés représente une situation où les prix des actifs financiers reflètent toute l'information disponible.

En vertu de cette hypothèse, les acteurs (investisseurs et managers dans une égale mesure) seraient plutôt rationnels et les prix des actifs financiers (actions, obligations) seraient efficaces. Ces derniers seraient donc égaux à leurs valeurs fondamentales, soit du fait de la rationalité des investisseurs, soit du fait des arbitrages qui feraient disparaître toute anomalie de prix.

Du point de vue théorique, l'hypothèse d'efficacité des marchés repose essentiellement sur trois alternatives. En passant de l'une à l'autre, ces trois alternatives permettent d'illustrer les conditions de validation de l'hypothèse d'efficacité des marchés, tout en relâchant les contraintes de rationalité des acteurs.

Une première alternative correspond à la situation où tous les acteurs des marchés financiers sont rationnels et les prix des actifs financiers ne peuvent qu'être le reflet de cette rationalité. Chaque actif est alors estimé à sa valeur fondamentale. Dès que le prix d'un actif financier s'écarte de sa valeur fondamentale, les acteurs du marché réagissent spontanément à cette nouvelle information en achetant ou en vendant, selon que l'actif est sous ou surévalué.

Dans l'hypothèse d'efficacité de marché, cet ajustement se produit presque instantanément. Dans une deuxième alternative, une partie des investisseurs est irrationnelle, mais leurs transactions sont aléatoires, de manière à se compenser réciproquement et donc de neutraliser leurs effets sur les prix des actifs financiers. Une condition à la réalisation de ce cas de figure est l'indépendance des décisions des acteurs irrationnels. Dans un dernier cas, les investisseurs sont irrationnels et leurs actions sont corrélées. Dans ce cas, afin de respecter l'hypothèse d'efficacité des marchés, les actions des arbitragistes doivent être corrélées et opposées aux actions des investisseurs. Les arbitragistes sont, donc, rationnels, et leurs actions vont ramener les prix des titres à leur valeur fondamentale.

1. Définition du concept de marchés efficients

L'efficacité des marchés financiers est une théorie développée dans les milieux universitaires au milieu des années soixante. Comme nous l'avons souligné plus haut, c'est Eugène FAMA qui fut le premier à avoir publié en 1965 ses « articles fondateurs » traitant de la théorie d'efficacité des marchés. D'autres auteurs parmi les plus grands esprits de la finance moderne ont également contribué à son édification. On citera entre autres, TOBIN, BLACK, JENSEN et ROLL¹.

Des études plus anciennes, menées par les pionniers de la finance, considéraient l'efficacité comme étant une évidence, les autorités boursières n'étaient d'ailleurs pas en reste. Des travaux plus récents concernant les bulles spéculatives ou les investisseurs irrationnels et l'utilisation de méthodes statistiques plus sophistiquées, ont peu à peu démontré les limites des précédentes affirmations concernant l'efficacité des marchés.

De nos jours, la théorie d'efficacité des marchés financiers est de plus en plus contestée, sa définition a évolué dans le temps, elle est devenue plus souple. On ne parle désormais plus de « promenade aléatoire² » signifiant une marche ou une évolution au hasard des prix des actifs transigés sur les marchés boursiers, mais on est amené à parler plutôt de l'impossibilité de réaliser un gain important. Autrement dit, le caractère imprévisible de l'évolution de ces actifs est mis en cause.

De nombreux tests statistiques ont permis de mettre en évidence certaines évolutions dans le rendement des titres. De ce fait, on ne cherche plus aujourd'hui à mesurer le degré d'efficacité des marchés financiers, car on ne saurait affirmer ou infirmer cette hypothèse d'efficacité. On commence alors par imaginer une situation idéale, abstraite que l'on appellera model.

¹P. GILLET, *L'efficacité des marchés financiers*, Economica, 1999, P 08.

²L'expression « promenade aléatoire » ou marche aléatoire est utilisée dans la littérature financière pour caractériser une série de prix dans laquelle toutes les variations de prix à venir représentent des écarts aléatoires par rapport aux prix précédents. Les taux de rendement des titres sont de ce fait imprévisibles. Le terme a été utilisé pour la première fois au début du XXe siècle dans une série d'articles portant sur la méthode de recherche optimale d'une personne ivre qu'on a abandonnée dans un champ ! La solution est très complexe, mais le point de départ de la recherche est tout simplement l'endroit où avait été laissé l'ivrogne.

Ce modèle est celui de l'efficience des marchés financiers, son point de départ est constitué par des hypothèses simples et basiques, d'où on peut déduire par des enchaînements logiques, un certain nombre de conséquences permettant de mieux comprendre la réalité (model positif) ou prendre de meilleurs décisions (model normatif). Un même model peut être à la fois positif et normatif. C'est le cas du model des marchés efficients.

Un marché financier est dit efficient si et seulement si l'ensemble des informations disponibles concernant chaque actif financier coté sur ce marché est immédiatement intégré dans le prix de cet actif. De manière plus traditionnelle, on peut formaliser l'efficience mathématiquement de la façon suivante :

$$E(P_{j,t+1}|\delta_t) = P_{j,t} [1 + E(R_{j,t+1}|\delta_t)] \dots\dots\dots (1)$$

Légende :

δ : Représente l'information disponible à la période t

P_j : Représente le prix du titre j

R_j : La rentabilité du titre j

L'équation (1) représente un modèle d'équilibre du marché permettant d'estimer, étant donné l'information δ à la période t, la valeur du rendement du titre P_j à la période t+1. Un marché financier est donc réputé efficient, si et seulement si l'équation (1) est vérifiée pour tous les titres j cotés sur ce marché et qu'en plus, le prix desdits titres doivent refléter toute l'information disponible.

2. Découverte de prix d'équilibre et diversification

Les *hedge funds* concourent activement à la découverte des prix en affectant des ressources considérables à la recherche scientifiques qui aboutissent soit à la création de produits financiers nouveaux ou à améliorer la connaissance des acteurs présents sur le marché.

« En effet, lorsque les *hedge funds* traitent sur la base de travaux de recherche effectués en leur sein, ils influent sur les cours des titres transigés et les volumes échangés et divulguent, par conséquent, une partie de ces informations au marché, ce qui permet à la valeur de certains actifs

(parfois peu étudiés par les analystes) de se rapprocher de leur valeur réelle. Cette fonction bénéficie au système financier dans son ensemble ¹ ».

Par ailleurs, leurs activités de négociation intensifient les pressions concurrentielles sur les fourchettes de cotation des teneurs de marché (*Market makers*) ² et des autres intermédiaires, ce qui peut avoir comme conséquence un meilleur aiguillage des prix, prévenant tout dérapage ou déséquilibre de prix qui peut amener à une distorsion caractérisée le plus souvent par l'apparition de bulles spéculatives. Les *hedge funds* agissent donc sur les marchés comme une main invisible.

Lorsque le cours d'une monnaie ou d'un titre sur un marché s'écarte fortement de sa valeur « fondamentale », les *hedge funds* recherchent des opportunités d'arbitrage sur cette différence de prix, ce qui favorise le retour des prix des actifs à leur niveau réel.

Les *hedge funds* sont les seuls à pouvoir agir de la sorte, car leurs investisseurs sont généralement tenus d'obéir à des règles de durée d'investissement minimum (*lock-up*). Les *hedge funds* disposent également de lignes de crédit auprès des banques, qu'ils peuvent utiliser lorsque des opportunités d'investissement se présentent, et tout ceci rend les *hedge funds* extrêmement bénéfiques pour la découverte de bon prix d'équilibre sur les marchés dans lesquels ils investissent.

Le secteur réglementé de l'investissement est généralement limité par une série de réglementations autorisant ou non certains investissements. De ce fait, ce secteur n'est pas en mesure d'offrir des produits correspondant à certains profils de rendement-risque.

Les investisseurs à la recherche de profils de rendement-risque différents peuvent donc soit gérer eux-mêmes leurs actifs, soit déléguer les décisions d'investissement à des tiers, c'est-à-dire des *hedge funds*. Ce qui constitue une alternative aux investissements dits « classiques », permettant de la sorte une diversification des portefeuilles des investisseurs.

¹J. DANIELSSON et J-P. ZIGRAND, *op.cit.*, p35.

²Les teneurs de marché dépendent le plus souvent d'une société de bourse. Le teneur de marché agit pour le compte d'une société afin de faire office de contrepartie sur le marché. Les deux parties prenantes ont alors signé un contrat d'animation. Les teneurs de marchés sont également présents sur des marchés peu liquides afin de faciliter la liquidité des titres qui s'y échangent.

3. Partage des risques et stabilité des marchés financiers

Lorsque les institutions qui facilitent le partage du risque, telles que les marchés d'actions, des dérivés et de l'assurance, fonctionnent correctement, elles permettent de transférer les risques aux parties les plus disposées et les mieux armées pour les supporter, ce qui peut favoriser l'efficacité d'une économie.

Les *hedge funds* constituent désormais une source importante de capital risque. Sur le marché naissant de la titrisation assurantielle *insurance-linked securities* intégrant notamment les obligations catastrophe ou les obligations vie, les *hedge funds* sont devenus des investisseurs de plus en plus actifs.

« Certains ont pour vocation exclusive d'investir dans le risque assurantiel. Au fil du temps, les assureurs feront de plus en plus appel aux *hedge funds*, qui complètent la réassurance dans des domaines tels que les risques aigus de catastrophe, pour lesquels les assureurs ne disposent pas de suffisamment de financement. À plus grande échelle, les *hedge funds* absorbent les risques de crédit des autres institutions financières, dont les banques, ce qui répartit ces expositions sur un plus large éventail d'investisseurs, détenant des portefeuilles diversifiés.

L'amélioration du partage des risques permise par les *hedge funds* est de nature à stabiliser les marchés. En supportant une partie du volume croissant des risques de crédit et de catastrophe aux côtés des banques et des assureurs, les *hedge funds* se joignent aux établissements qui jouent un rôle d'amortisseur, ce qui peut endiguer la propagation des préjudices causés par les récessions, les crises de crédit et les catastrophes naturelles. ¹»

Les *hedge funds* peuvent aussi contribuer à stabiliser les marchés en période de turbulences par d'autres mécanismes. Lorsque la liquidité devient rare et que d'autres participants du marché évitent de négocier sur un titre donné, les *hedge funds* entrent souvent en jeu, par exemple sur des titres de sociétés proches du défaut. Cette intensification des transactions améliore la liquidité du marché, ce qui fait diminuer les primes de risque associées aux actifs financiers.

¹ R. FERGUSON et D. LASTER, *op.cit.*, p 52.

En fin de compte, c'est le coût du financement qui s'en trouve réduit. Lorsque le cours d'une monnaie ou d'un titre sur le marché s'écarte fortement de sa valeur « fondamentale », les *hedge funds* recherchent des opportunités d'arbitrage sur la différence, ce qui favorise le retour des prix des actifs à leur niveau fondamental.

Expert PDF Evaluation

SECTION 2. LA CONTRIBUTION DES *HEDGE FUNDS* À LA LIQUIDITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS

Il est désormais acquis, sur un double plan, théorique et empirique, que les *hedge funds* contribuent activement à la liquidité des marchés sur lesquels ils opèrent. L'une des interventions salvatrices que les *hedge funds* ont tendance à opérer, se révèle en période de turbulences, lorsque la liquidité devient rare, les *hedge funds* interviennent alors, le plus souvent pour négocier sur des titres désavoués par les investisseurs, tels que les titres des sociétés proches du dépôt de bilan, ce qui a pour conséquence de rehausser le niveau de liquidité du marché.

L'*active trading* et l'utilisation intensive de l'effet levier contribuent également et de manière significative à l'augmentation de la liquidité des marchés financiers.

1. Définition du concept de marché liquide

Traditionnellement, on considère qu'un marché est liquide si un investisseur a la possibilité d'acheter ou de vendre un volume raisonnable d'un actif sans que le prix en soit sensiblement affecté. Plusieurs caractéristiques de la structure du marché en améliorent la liquidité. Premièrement, la liquidité sera vraisemblablement plus élevée si les intermédiaires, les acheteurs et les vendeurs potentiels disposent de la même information sur la valeur de l'actif. Le fait que les intermédiaires fixent un écart important entre les cours acheteur et vendeur peut souvent être interprété comme le signe d'une asymétrie de l'information.

Deuxièmement, la liquidité est plus élevée si le volume global d'actifs disponibles à la vente ou à l'achat est conséquent par rapport au volume que chaque investisseur désire négocier. Ainsi, sur les marchés d'actions, plus le flottant¹ disponible à l'achat ou à la vente est vaste, plus la liquidité disponible est importante.

¹ Le flottant d'un titre correspond au nombre d'actions susceptibles d'être échangés sur le marché. Ainsi par exemple, une entreprise peut avoir un million de titres mais seuls 200 000 titres peuvent être achetés sur le marché. Le flottant peut être restreint à la part détenue par le public.

Troisièmement, l'écart minimum entre deux prix affichés est déterminant : si les transactions ne peuvent s'effectuer qu'en unités non décimales (par exemple un dollar, et non pas au *cent* près), alors elles n'auront lieu que lorsqu'un seuil à mi-chemin entre deux unités est franchi. Bien que, lorsque les pas de cotation sont relativement restreints, les résultats soient ambigus, dans la plupart des cas, plus l'écart entre deux prix est petit, plus la liquidité est élevée¹.

Une autre caractéristique importante de la structure du marché influe sur la liquidité : la manière dont les actifs se négocient. Il faut notamment savoir s'il existe ou non une partie désignée pour jouer le rôle d'intermédiaire (courtier ou spécialiste), qui est généralement censé fournir les cotations actualisées et parfois être muni d'un stock de titres. Un autre élément, également déterminant est le mode d'interaction entre les acheteurs qu'ils soient physiques ou électroniques.

Les environnements de négociations organisés, dans lesquels acheteurs et vendeurs peuvent se rencontrer et où existent des méthodes bien établies d'enregistrement et de publication des cours, tendent à rendre l'exécution des transactions plus simple que sur les marchés de gré à gré, où les couples acheteur/vendeur doivent d'abord se trouver pour que la transaction puisse s'effectuer.

De nombreux marchés de gré à gré recourent à des technologies permettant aux acheteurs et vendeurs de se rencontrer plus facilement, mais, bien souvent, ils sont encore dépourvus d'une chambre de compensation formelle, qui enregistre les transactions et garantit l'exécution de la part des parties en présence, réduisant par là-même l'incertitude relative aux contreparties.

Un autre élément de la liquidité, l'immédiateté, c'est-à-dire la capacité à trouver un acheteur ou un vendeur désireux de réaliser une transaction dans un bref délai, cet élément est également influencé par la présence ou l'absence d'un intermédiaire et l'immédiateté est également fonction du mode de négociation en vigueur².

Outre les caractéristiques du marché sur lequel les actifs se négocient, celles des actifs eux-mêmes sont également significatives. Plus elles sont homogènes ou standardisées, plus ces actifs ont de chances d'intéresser de multiples acheteurs ou vendeurs. Ainsi, les contrats à terme sur les

¹J. CARUANA et L. KODRES : « La liquidité sur les marchés mondiaux », *Revue de la stabilité financière*, 2007, p 73.

² *Idem*.

marchés organisés s'efforcent de standardiser diverses caractéristiques des actifs ou des matières premières sous-jacents afin d'attirer toute une palette d'acheteurs et de vendeurs. La date d'échéance, le pair ou le notionnel, un livrable spécifié aux caractéristiques transparentes, une unité de transaction (ou « pas de cotation ») défini ne sont autant de données standard pertinentes pour ce type de contrats.

« À l'opposé, une transaction de gré à gré « sur mesure » est conçue de sorte que le contrat soit spécifiquement adapté à l'acheteur et au vendeur d'une façon qui personnalise la transaction, dans certains cas pour couvrir un risque spécifique. Généralement, ces transactions ne visent pas à être négociées sur un marché plus vaste, mais simplement à être détenues jusqu'à l'échéance par l'acheteur initial. La plupart du temps, les caractéristiques d'un actif qui influencent son degré de liquidité sont fixées dès le départ. Partant, l'émission primaire de titres est un déterminant essentiel de la probable liquidité à venir¹. »

2. L'utilisation de l'*active trading* par les *hedge funds*

L'*active trading*, également nommé *High frequency trading* (HFT) est une pratique qui consiste à vendre et à acheter des titres avec une fréquence élevée (*High frequency*). Cette pratique est rendue possible grâce à un système informatique entièrement automatisé, nécessitant de très puissants ordinateurs, et ce, dans le but de transmettre un très grand nombre d'ordres, ce système permet en effet aux traders d'exécuter des millions d'ordres en scannant, à la fois, plusieurs marchés et places boursières en quelques secondes.

Il s'agit donc de stratégies de négociations caractérisées par des prises de positions courtes ou brèves dans le temps. En *Active trading*, des programmes informatiques dédiés, d'analysent les données du marché pour saisir des opportunités commerciales qui peuvent s'ouvrir pour seulement une fraction de seconde à plusieurs heures. Comme nous l'avons souligné plus haut, l'*Active trading*, est utilisé pour négocier sur toutes sortes de plateformes de marchés, tels que les marchés d'actions, d'options, de contrats à terme, de devises et autres instruments financiers qui possèdent des capacités de négociation électronique. Les utilisateurs de ces modes de transactions se font concurrence sur la base de la vitesse de réaction. Il est évident dès lors que nous sommes très loin

¹ J. CARUANA et L. KODRES, *op.cit.*, p 74.

des investisseurs à long terme (qui, généralement, cherchent des occasions sur une période de plusieurs semaines, mois ou années.

En conséquence, il a été démontré que les *High Frequency traders* ont un potentiel ratio de Sharpe (mesure du rendement par unité de risque) des milliers de fois plus élevé que le traditionnel «*buy-and-hold* stratégies ». En 2010, HFT représentaient plus de 70% des transactions sur actions en cours aux États-Unis et a été rapidement en popularité en Europe et en Asie.

3. L'impact de l'utilisation de la méthode de l'*active trading* sur la liquidité des marchés financiers

Comme souligné plus haut, ce procédé est utilisé par les grandes banques d'investissement, par des investisseurs institutionnels et plus particulièrement par les *hedge funds*, ces utilisateurs en tirent un avantage considérable.

Le système fonctionne sur la base d'algorithmes complexes, il permet d'analyser plusieurs marchés (marchés des matières premières, marchés dérivés ...) au même temps et repérer, en l'espace de quelques secondes, des changements de tendances concernant les indices de ces derniers. Cela permet une anticipation des tendances futures, d'où, une possibilité accrue pour les établissements qui adoptent l'*active trading* de réaliser des profits significatifs, car ils sont les premiers à disposer des toutes nouvelles modifications de valeur, ce qui est un privilège important en milieu boursier, où tout changement de cours, est susceptible de véhiculer une information significativement importante qui peuvent constituer autant de signaux pour dénouer des positions qui sont le plus souvent très importantes en termes de montants.

Nous pouvons donc affirmer que l'*active trading* est une pratique qui a pour but de faire tourner massivement les portefeuilles, de manière à profiter d'un maximum d'opportunités d'arbitrage. Les conséquences du recours des *hedge funds* à la technique de l'*active trading* sont claires ; un accroissement de la liquidité des marchés sur lesquels opèrent ces fonds est quasi automatique, vu le nombre très élevé de transactions, les défenseurs de cette pratique, à l'image du professeur Robert F. Stambaugh de l'université de Pennsylvanie, estiment que l'*active trading*

accroît la liquidité des marchés en assurant continuellement, autant aux acheteurs qu'aux vendeurs, une contrepartie prête à dénouer l'une ou l'autre des positions¹.

¹ S. FRUSH, *Hedge funds demystified*, McGraw-Hill, 2007, p56.

SECTION 3. AUTRES AVANTAGES PROCURÉS PAR LES *HEDGE FUNDS*

Il existe bien d'autres avantages et points positifs que les *hedge funds* procurent aussi bien au système financier qu'aux investisseurs individuels, nous les avons regroupés sous trois points, lesquels sont : la flexibilité des techniques d'investissement, une performance plus élevée comparés aux autres fonds non alternatifs et enfin une faible corrélation avec les indices de marché qui renseigne bien sur la dichotomie qui existe entre la gestion classique et alternative.

1. Flexibilité des techniques d'investissement et gestion de risque accrue

La flexibilité des techniques de gestion est sans nul doute un des gros avantages procuré par les *hedge funds* aux investisseurs, l'utilisation d'un large spectre de produits (actions, obligations et produits dérivés) et de marchés (marchés des devises, des matières première ... etc.), ainsi que le recours à la vente à découvert et le levier constituent des éléments importants en termes de flexibilité.

A titre indicatif, les fonds global macro, appliquent, pour leur part, un processus d'investissement basé sur le principe fondamental macro-économique, tendance des marchés et analyses techniques pour identifier des stratégies offrant un favorable risque-rendement. Sachant que les déséquilibres dans divers marchés financiers sont créés de temps à autres par l'influence des facteurs économiques, politiques et mouvements de capitaux. Ces fonds assignent leurs capitaux dynamiquement à travers un éventail de stratégies, de marchés et d'instruments globaux pendant que les occasions changent, et sont conçus pour tirer profit d'une grande variété de sources de marchés, évaluant des données pour produire des idées marchandes, ces fonds appliquent également un processus d'investissement qui essaye d'identifier des stratégies ou des combinaisons de stratégies qui offrent un profil favorable de retour de risque.

En matière de gestion du risque, il relève d'un processus intégré et permanent. Elle poursuit plusieurs objectifs principaux:

- La préservation du capital et la garantie de la viabilité du fond;

- Le maintien d'un juste équilibre entre la préservation et l'optimisation du capital (risque/rendement);
- La maximisation des valeurs et des opportunités pour les clients et les actionnaires;
- Le respect permanent des exigences en matière de réglementation et de surveillance.

Cette approche intégrée de la gestion du risque repose sur deux axes: d'un côté, la gestion du risque stratégique et, de l'autre, la gestion du risque tactique.

Le processus de gestion du risque stratégique relève d'une approche de la gestion du risque de type *top-down*, se focalisant sur la vision du risque, l'appétit pour le risque, la politique générale du risque et le processus global de gestion du risque.

La gestion du risque tactique est une approche de type *bottom-up*, organisée et structurée selon les diverses classes de risques (risque de marché, risque de crédit, risque opérationnel).

Les instructions relatives à la gestion du risque établies par le Conseil d'administration et le Comité exécutif des *hedge funds* sont clairement définies et codifiées dans les différentes politiques et procédures relatives au risque. L'objectif est de veiller à ce que tous les risques substantiels associés aux activités de ces fonds soient identifiés, évalués et contrôlés, en bonne et due forme et à temps, dans l'intérêt tant des clients que des actionnaires

En termes de structure organisationnelle, la majorité des *hedge funds* se composent de trois niveaux de responsabilité en matière de gestion du risque et de contrôle du risque:

- Direction et supervision générale, assumée par le Comité du Conseil d'administration qui est responsable de la définition de la politique générale relative au risque et de la stratégie de gestion du risque (vision du risque, appétit pour le risque et normes en matière de contrôle du risque);
- Gestion et supervision opérationnelle, assurée par le Comité du risque financier et opérationnel;

- Contrôle du risque, essentiellement effectué par l'Unité de gestion du risque *Risk Management* ainsi que par le *Compliance Desk*, le Département Contrôle Crédit et l'Unité *Internal Audit*.

2. Meilleure diversification des portefeuilles

Les investisseurs considèrent souvent les *hedge funds* comme des sortes de "boîtes noires", risquées par nature, mais susceptibles de générer des rendements élevés. C'est la raison pour laquelle les nouveaux participants ont tendance à investir essentiellement dans des stratégies *long/short equity* dont le style d'investissement est analogue à celui des placements traditionnels. Les *hedge funds* peuvent contribuer à améliorer la diversification de la plupart des portefeuilles. Les rendements sont peu corrélés aux marchés financiers, ce qui permet d'accroître la diversification du portefeuille et de réduire le risque global.

Cappuci et Hubner ont comparé en 2001 l'impact de l'insertion de *Hedge funds* et de fonds communs dans un portefeuille initial composé d'actions et d'obligations. Ils concluent que l'insertion de *hedge funds* et /ou de fonds communs dans un portefeuille d'investissement classique sont tous deux bénéfiques au portefeuille initial en terme de compromis rendement-risque, mais que les *hedge funds* permettent une diversification significative du portefeuille dans une plus grande proportion de cas.

« Du point de vue des investisseurs l'engouement pour les *hedge funds* est justifié tout d'abord pour les performances en moyenne plus élevées que celles de la plupart des indices boursiers. Dans la mesure où la performance des *hedge funds* est relativement non corrélée de la tendance des marchés, inclure ces fonds dans un portefeuille procure un moyen d'en accroître la diversification et donc une amélioration du couple rentabilité-risque. C'est pourquoi des investisseurs institutionnels tels les fonds de pension sont des clients importants des *hedge funds*, même si les événements récents¹ ont conduits à des retraits parfois importants². »

¹ La crise financière qui s'est exacerbée à l'automne 2008 a poussé un grand nombre de fonds de pension à retirer leurs actifs des *hedge funds*.

² B. JACQUILLAT et (all.), « Hedge funds, private equity, Marchés financiers : Les frères ennemis ? », *Presse Universitaire de France*, 2009, p67.

3. Rendements des *hedge funds* plus élevé que les fonds communs

De nombreuses études scientifiques à l'image de l'étude faite par Liang (1999) rendent compte, lors de comparaisons faites entre *hedge funds* et fonds communs, que les *hedge funds* offrent un meilleur compromis rendement-risque que les fonds communs, un ratio de Sharpe supérieur, un risque de marché inférieur et des rendements anormaux supérieurs. « En synthèse de littérature sur le sujet, on peut conclure que les *hedge funds* considérés en tant que groupe ont fourni des rendements moyens supérieurs aux fonds communs de placement. Ceci ne signifie pas que tous les *hedge funds* surperforment les fonds communs, mais qu'en moyenne, il en est ainsi.

Le tableau ci-dessous illustre le rendement annuel moyen composé et l'écart-type de l'indice *hedge fund* du *Morningstar Average Equity Mutual Funds*, cet indice regroupe les performances de plus de 7500 fonds communs individuels investit en actions. La première partie du tableau 5 ; la performance et l'écart-type¹ pour la période 1988-1998, alors que la seconde vaut pour la période 1988-2002. Il nous semble intéressant de rapporter les deux périodes. Le tableau indique que :

- Les *hedge funds* considérés globalement offrent une performance supérieure pour un risque moindre pour les deux périodes analysées ;
- Les *hedge funds* surperforment plus fortement les fonds communs en période de marché difficile.² »

Tableau 5. Performances comparées des *hedge funds* et des fonds communs de placement

	1988-1998		1988-2002	
	Rendement annuel moyen composé	Ecart-Type	Rendement annuel moyen composé	Ecart-Type
<i>Hedge funds</i>	17 %	7,8 %	15,8 %	8,8 %
Fonds communs	14 %	13,8 %	8,5 %	15,8 %

Source: *Hedge fund research, Inc* et *Van hedge fund advisors international, Inc.*

¹ L'écart-type étant utilisé en mathématique financière pour mesurer le risque d'un actif ou d'une classe d'actifs.

² D. CAPPUCI, *op.cit.*, p 314.

Malgré les effets de la crise financière, nombre de *hedge funds* ont continué à afficher des performances spectaculaires. En effet, de Janvier à fin septembre 2008, le fonds *MEDAILLON* a enregistré une performance nette de commissions de 58 %, le fonds *PULSON ADVANTAGE* 24,6 % ... etc. Il n'en demeure pas moins que ces chiffres aussi flatteurs qu'ils puissent paraître ne peuvent faire oublier que l'industrie des *hedge funds* a enregistré pour la même période une performance négative de l'ordre de 10 %¹. Pour le seul mois d'octobre 2008, elle a atteint – 5,4 %.

L'aspect critique de ces performances est qu'elles doivent être relativisées par les risques, lesquels ne sont pas toujours bien évalués et pris en compte. Une approximation de cette performance pondérée par le risque peut être obtenue à l'aide des différents ratios, sans oublier que de nombreux aspects (tels l'asymétrie, la non linéarité etc.) de risque ne sont pas intégrés dans de tels indicateurs qui restent, de plus, basés sur des résultats historiques.

¹ www.hedgefundresearch.com, consulté en janvier 2010.

CHAPITRE II.

LES RISQUES LIÉS AUX *HEDGE FUNDS*

Expert PDF Evaluation

Les avantages théoriques concernant les *hedge funds*, cités précédemment ne sont pas toujours vérifiables sur le terrain (au sein des marchés fréquentés par les *hedge funds*), l'opacité qui entoure ces fonds se trouve être l'une des raisons principales qui empêche les chercheurs d'avoir les informations requises afin de vérifier ces avantages que l'on prête aux *hedge funds*. L'une des plus grandes critiques faites au sujet des avantages de ces fonds concerne la non-corrélation des rendements de ces fonds de ceux des marchés. En effet, «Selon certaines estimations, la corrélation entre les rendements des *hedge funds* s'est renforcée au cours des dernières années, ce qui traduit une grande similitude entre leurs stratégies d'investissement. Le fait que ces rendements soient corrélés aux performances des marchés d'actions (voire aux rendements des marchés de taux et à ceux des opérations de portage de devises) amène à douter que les *hedge funds* produisent un rendement absolu et apportent une contribution effective à la diversification des portefeuilles»¹.

De plus, les opinions au sujet des *hedge funds* se sont divergées davantage à la suite de la récente crise financière qui a ébranlé le système financier mondial. Les opinions en faveur des *hedge funds* ont du mal à se faire entendre, car d'aucuns estiment que ces fonds spéculatifs sont une menace, ils se désintéressent totalement des investissements traditionnels et des placements à long terme². Les critiques ciblant les *hedge funds* sont essentiellement formulées en raison des risques multiples que ces derniers charrient dans leurs sillages. Les risques liés au *hedge funds* sont nombreux.

Tout investissement est sensible à certains types de risques, les *hedge funds* n'échappent pas à cette règle, ils sont exposés à des risques généraux tels que les risques de marché, risques opérationnels, risque de liquidité et les risques politiques, il n'en demeure pas moins qu'ils sont également exposés à des risques spécifiques à l'industrie des *hedge funds*, ces risques spécifiques sont également différents selon le type de stratégie utilisée par le *hedge fund*, ce qui complique davantage l'analyse des risques et la détermination de la technique adéquate pour la mesure de ces risques. En effet, certains risques importants pour des *hedge funds* utilisant une stratégie donnée, peuvent se révéler totalement couverts pour d'autres *hedge funds* adoptant un autre type de

¹ C. NOYER « Quelles sont les principales questions liées aux *hedge funds* », *Revue de Stabilité Financière*, 2007, p 119.

² P. COGGAN, *Guid to hedge funds*, 2008, p 78.

stratégie. Il existe néanmoins un risque majeur, que certains *hedge funds* de grande envergure peuvent susciter, il s'agit du risque systémique.

En plus de ces risques, les *hedge funds* sont une source majeure d'inquiétude pour les autorités de régulation dans la mesure où, ils peuvent, potentiellement, constituer une source de déstabilisation des marchés, à cause, notamment, du risque systémique qu'ils génèrent, mais également l'influence d'un nombre restreint de fonds, réputés pour la forte expertise de leurs gérants, sur d'autres fonds moins sophistiqués, ces derniers peuvent adopter des stratégies de suiveur de tendance¹.

Nous avons choisi de classer ces risques en trois grandes catégories, les risques généraux, le risque systémique et les risques extrêmes. Les risques liés au *hedge funds* peuvent également être vu sous un autre angle. En effet, on pourrait également envisager une répartition des risques en double structure, à savoir, des risques coté investisseurs et des risques opérationnels, on pourrait inclure dans le premier : le risque systémique, de liquidité, de marché, de valorisation, etc. Dans le second, on pourrait y faire figurer le risque des gérants et le risque des primes brokers.

¹ Voir à ce sujet la contribution de MARTIN et (all.), *26èmes journées d'économie monétaire et bancaire*, université d'Orléans, 25-26 Juin 2009.

SECTION 1. LES RISQUES GÉNÉRAUX

Nous avons choisi d'intituler cette section « les risques généraux », nous entendons par ce choix insister sur le fait qu'il s'agit de risques que d'autres institutions financières, bancaires ou non, peuvent subir, il s'agit donc de risques qui ne sont pas le seul apanage des *hedge funds*; cependant, une large gamme des risques auxquels sont exposés les *hedge funds* leur sont spécifiques.

Le risque opérationnel et le risque de fraude touchent directement leurs investisseurs et leurs banques créancières (les *prime brokers*). Dans de nombreux pays, et notamment aux États-Unis et au Royaume-Uni, les autorités de régulation partent du principe que puisque ces fonds ne sont accessibles qu'aux gros investisseurs avertis, il appartient à ces derniers, et non aux pouvoirs publics, de mettre en place des procédures de *due diligence*¹ sur les fonds sur lesquels ils misent. De plus, les intervenants frauduleux risquent des poursuites en vertu des dispositions en vigueur.

« Ces dernières années, plusieurs fonds ont perdu des centaines de millions, voire des milliards, de dollars (tableau 6). Sur les vingt et un cas rapportés par diverses sources publiques, deux catégories de fonds (arbitrage sur les marchés obligataires et *global macro*) totalisent ensemble 47 % des incidents déclarés et 63 % des pertes, soit nettement plus que leur part cumulée de 16 % des actifs sous gestion². »

¹ Le *due diligence* est un concept anglo-saxon (littéralement: "diligence raisonnable") qui signifie que le sujet doit travailler à se prémunir lui-même contre tout élément négatif d'une opération qui peut être évitée. En d'autres termes, c'est l'examen volontaire des aspects commerciaux, juridiques et opérationnels de la gestion d'un fonds dans lequel on envisage d'investir. C'est l'investisseur qui détermine entièrement l'ampleur d'un tel contrôle.

² R. FERGUSON et D. LASTER, *op.cit.*, p 53.

Tableau 6 : Lourdes pertes et défaillances des *hedge funds*

(Pertes estimées en millions de dollars)

Fonds	Stratégie	Année	perte estimée	Origine du problème
Amaranth	Multistratégie	2006	~ 6 400	Exposition excessive aux prix de l'énergie
Long-Term Capital Management	Arbitrage sur marchés obligataires	1998	3 600	Effet de levier excessif pendant la crise russe (moratoire sur la dette)
Tiger Management	Macro	2000	2 600	Pari malencontreux sur le yen : 2 milliards de dollars perdus
Soros Fund	Macro	2000	2 000 - 5 000	Lourdes pertes sur les titres Internet et technologiques
Fenchurch Capital	Arbitrage sur marchés obligataires	1995	1 264	Concentration sur le marché américain, pas de diversification sur les marchés européens
Princeton Economics Inter'l	Macro	1999	950	Pertes sur le marché, fraude
Vairocana Ltd.	Arbitrage sur marchés obligataires	1994	700	Pertes sur le marché, pari sur la baisse des taux
Lipper	Arbitrage sur titres convertibles	2001	700	Pertes sur le marché, fraude
Askin Capital Management	Arbitrage sur marchés obligataires (titres adossés à des crédits hypothécaires)	1994	660	Pas de couverture, pertes sur le marché, appels de marge
Lancer	Long/short actions	2003	600	Fraude
Beacon	Arbitrage sur marchés obligataires	2002	500	Pertes sur les dérivés hypothécaires, pas d'évaluation en <i>mark to market</i>
Manhattan Investment Fund	Long/short actions	1999	400	Fraude
MotherRock	Fonds énergétique	2006	230	Pertes sur le marché du gaz naturel
Global Systems Fund	Macro	1997	125	Emporté par l'effondrement du baht thaïlandais
Argonaut Capital Management	Macro	1994	110	Pertes sur le marché
Maricopa Investment	Long/short actions	2000	59	Pertes sur le marché, fraude
Cambridge Partners	Long/short actions	2000	45	Fraude
HL Gestion/Volter	Contrats à terme gérés	2000	40	Pertes sur le marché, intervention des autorités de régulation
Ashbury Capital Partners	Long/short actions	2001	40	Fraude
ETJ Partners	Valeur relative	2001	21	Pertes sur le marché, fraude
Ballybunion Capital	Long/short actions	2000	7	Fraude

Sources: Alexander Ineichen, UBS Warburg (2001): "The Myth of hedge funds: are hedge funds the fireflies ahead of the storm?", *Journal of Global Financial Markets*.

1. Le risque opérationnel

Le régulateur du dispositif Bâle II définit le risque opérationnel comme celui de pertes directes ou indirectes dues à une inadéquation ou à une défaillance des procédures, du personnel et des systèmes internes. Cette définition inclut le risque juridique; toutefois, le risque de réputation (risque de perte résultant d'une atteinte à la réputation de l'institution financière) et le risque stratégique (risque de perte résultant d'une mauvaise décision stratégique) n'y sont pas inclus.

Cette définition recouvre notamment les erreurs humaines, les fraudes et malveillances, les défaillances des systèmes d'information, les problèmes liés à la gestion du personnel, les litiges commerciaux, les accidents, incendies, inondations.

Le Comité de Bâle a retenu une classification qui institue sept catégories d'évènements liés à ce risque :

1. Fraude interne : par exemple, informations inexactes sur les positions, falsifications, vol commis par un employé et délit d'initié d'un employé opérant pour son propre compte ;
2. Fraude externe : par exemple, hold-up, faux en écriture et dommages dus au piratage informatique ;
3. Pratiques en matière d'emploi et sécurité sur le lieu de travail : par exemple, demandes d'indemnisation de travailleurs, violation des règles de santé et de sécurité des employés, activités syndicales, plaintes pour discrimination et responsabilité civile en général ;
4. Clients, produits et pratiques commerciales : par exemple, violation de l'obligation fiduciaire, utilisation frauduleuse d'informations confidentielles sur la clientèle, opérations boursières malhonnêtes pour le compte de la banque, blanchiment d'argent et vente de produits non autorisés ;
5. Dommages aux actifs corporels : par exemple, actes de terrorisme, vandalisme, séismes, incendies et inondations ;
6. Dysfonctionnement de l'activité et des systèmes : par exemple, pannes de matériel et de logiciel informatiques, problèmes de télécommunications et pannes d'électricité ;
7. Exécution, livraison et gestion des processus : par exemple, erreur d'enregistrement des données, défaillances dans la gestion des sûretés, lacunes dans la documentation juridique, erreur d'accès aux comptes de la clientèle et défaillances des fournisseurs ou conflits avec eux ;

Le risque opérationnel qui peut découler des insuffisances de l'infrastructure de compensation et de règlement sur laquelle s'appuient les activités de négociation des *hedge funds* certaines améliorations ont été apportées, mais beaucoup reste à faire.

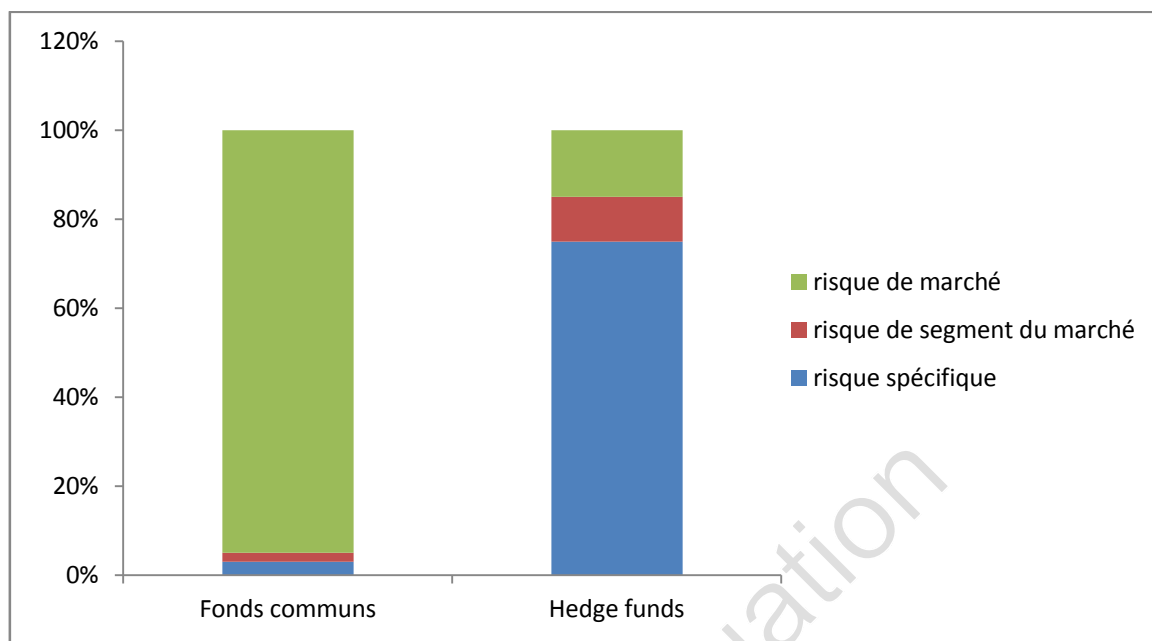
En effet, comme cela se produit souvent sur des marchés à forte croissance, les transactions sur certains marchés sont trop importantes pour permettre aux sociétés de mettre à jour efficacement leur infrastructure et leurs modes opératoires. En particulier, la *Federal Reserve Bank of New York (FRBNY)* et la *Financial Services Authority* au Royaume-Uni ont pris conscience des problèmes liés à l'infrastructure de compensation et de règlement utilisée au niveau des produits dérivés négociés sur les marchés de gré à gré, notamment les dérivés de crédit, à la suite d'enquêtes habituelles de la gestion du risque de crédit de contrepartie. Sur la base de ce constat, un groupe du secteur privé, le *Counterparty Risk Management Policy Group II*, a publié, en juillet 2005, un rapport soulignant (1) un retard croissant au niveau des confirmations de transactions non signées et (2) une pratique de plus en plus étendue au sein des intervenants de marché consistant à accepter des cessions de transactions par une contrepartie sans l'accord préalable de l'autre contrepartie, en dépit des obligations de documenter les opérations et d'obtenir un accord préalable.

2. Le risque d'investissement

Le risque d'investissement, qui a attiré aux *hedge funds* peut être appréhendé de deux manières différentes. La première est liée à la diversification du portefeuille, la seconde fait intervenir le risque lié spécifiquement aux gérants.

Il est hasardeux, en effet, d'investir dans un seul type de produits financiers. Le risque d'investissement peut être limité en diversifiant le portefeuille sur divers produits, issus de secteurs d'activités différents, et gérés par plus d'un gérant. Dans l'industrie des *hedge funds*, on remarque que le risque de portefeuille se cristallise essentiellement sur le risque que fait peser le gérant, il s'agit donc d'un risque spécifique aux *hedge funds*, cette remarque est importante dans la mesure où pour les fonds, dits traditionnels, tels les fonds communs, le risque d'investissement est en grande majorité représenté par le risque de marché. Le graphique suivant illustre ce propos.

Graphique 11 : Composition du risque de portefeuille de fonds



Source : D.CAPUCCI, *Introduction aux hedge funds*, p 65.

Quant au risque spécifique aux gérants, il résulte essentiellement du fait de l'incertitude relative à leur efficacité en période de forte tension et de crise sur les marchés, il se peut, en effet, qu'un bon gérant qui se distingue de ses collègues par des rendements substantiellement élevés dans des conditions de marché normales, ne subissent des pertes importantes quand la tendance s'inverse, il est également extrêmement difficile de savoir avec exactitude qu'elle est la part du rendement réalisé par le fonds que l'on pourrait attribuer aux seules compétences du gérant de celles générées par le hasard. « Finalement, il faut encore ajouter le risque qu'un gérant qui dispose d'un avantage concurrentiel par rapport à d'autres, ne perde cet avantage.

À titre d'illustration, considérons un gérant qui gère son fonds sur une base quantitative à l'aide d'un modèle particulièrement innovant. Si un modèle du même type est publié dans une étude scientifique ou qu'un de ses clients tente de construire un modèle du même type sur la base des informations glanées lors de rencontres ou lors de présentations, il est probable que ce gérant perde son avantage concurrentiel. ¹»

¹ D. CAPPOCI, *op.cit.*, 2004, p 65.

3. Le risque de model

La modélisation est inscrite dans les normes comptables en cas d'absence de marché pour la juste valeur, *mark to model*, et dans les règles prudentielles au niveau du risque crédit, de marché et opérationnel. Comme le souligne HILDEBRAND vice-président de la Banque Nationale Suisse, Bâle II a créé paradoxalement, en voulant maîtriser les risques, de nouveaux risques : les risques sur l'évaluation des risques. De fait la dépendance aux modèles s'est trouvée augmentée.

Certaines stratégies d'investissement utilisées par les *hedge funds* sont basées sur des modèles mathématiques qui reposent sur un ensemble de données de postulats et de relations pour évaluer le prix de certains titres ou d'anticiper l'évolution attendue de certaines relations. Le risque dû à ces modèles est double, certains gérants ont une confiance aveugle dans leurs modèle. Il suffit que le modèle ne convienne pas dans une situation particulière pour que le gérant fasse un mauvais investissement, et qu'il réalise des pertes conséquentes. D'un autre côté, certains gérants ne font pas toujours confiance à leur modèle. Il suffit qu'ils ne suivent pas à un moment donné lors de conditions de marché difficiles pour qu'ils subissent des pertes importantes.

En septembre 2002, les deux fonds *Mortgage Backed Securities* de la société *Beacon Hill Asset Management* ont fait cette malheureuse expérience. Les gérants n'ont pas fait confiance au modèle sur lequel la gestion de leurs fonds était basée, ce qui a entraîné une perte de l'ordre de 10 %. En outre, le fonds avait un levier de l'ordre de 5 :1. Au total, les fonds ont perdu plus de 50 % de leur valeur.

SECTION 2. LE RISQUE SYSTÉMIQUE

La progression fulgurante des *hedge funds* et leur poids significatif ainsi que les perturbations causées sur les marchés par ces derniers lors, entre autres, de l'épisode de la déconfiture du fonds LTCM en 1998, ont amené certains analystes à croire en la capacité des *hedge funds* à engendrer des risques de dimension systémique. Le groupe de travail *president's Working Group of Financial Markets* a étudié les problèmes posés par cet événement et publié en 1999 un rapport intitulé « *les hedge funds, l'effet de levier et les leçons de LTCM* ». Il est désormais possible, avec le recul du temps, de savoir si les recommandations du groupe de travail ont été efficaces, et si les nouveaux problèmes sont apparus qui nécessiteraient une nouvelle approche.

1. Qu'est-ce que le risque systémique ?

Pour cerner l'idée de risque systémique, il est utile de définir d'abord ce qu'est un événement systémique. Il en existe de deux types. Le premier est conforme à l'intuition de l'effet domino. Un choc néfaste ou une mauvaise nouvelle concernant une ou plusieurs institutions financières, ou un marché financier, se répercute en chaîne sur d'autres institutions ou d'autres marchés. Le second mobilise l'intuition d'une catastrophe. Un choc macro-économique affecte simultanément les conditions financières d'un grand nombre d'institutions et de marchés et induit une réaction négative commune. Dans les deux cas, la contagion est le processus par lequel un événement systémique peut provoquer une crise financière. Les modalités peuvent en être diverses : panique bancaire, étranglement du crédit, baisse générale et profonde des prix des actifs financiers, sinistres ou blocages dans les systèmes de paiements de gros montants.

« Le risque de système est alors défini comme le risque que se produise un événement systémique suffisamment violent pour déclencher des répercussions entraînant une crise financière. Le risque de système est donc une menace dont la réalisation a des incidences macro-économiques. C'est pourquoi on peut le définir comme la probabilité que l'économie passe d'un état d'équilibre normal à un état anormal, caractérisé par des pertes sociales sévères¹. »

¹ M. AGLIETTA, « Le risque systémique, actualité et prévention du risque systémique », *Séminaire*, CNRS, 7 Mai 2002, p 14.

La crise financière récente pose avec acuité la question de la prévention et de la gestion du risque systémique. La notion de risque systémique n'est pas nouvelle, elle recouvre des problématiques anciennes comme celle de l'existence d'un prêteur en dernier ressort. Mais l'analyse du risque systémique lié aux comportements des institutions financières relevait principalement jusqu'ici de la sphère académique, sans réelles déclinaisons en matière de régulation financière. L'ampleur des conséquences de la crise des *subprimes* sur la sphère financière et l'économie réelle a replacé le risque systémique au cœur des travaux internationaux de régulation financière, entrepris par les institutions de régulation à l'image de la Banque des règlements internationaux.

L'identification du risque systémique suppose de définir la crise systémique. À défaut d'une définition académique largement reconnue, les différentes enceintes internationales ont travaillé à une définition commune¹ : la crise systémique est une rupture dans le fonctionnement des services financiers, causée par la dégradation de tout ou partie du système financier et ayant un impact négatif généralisé sur l'économie réelle.

Le risque systémique est donc le risque de matérialisation de cette rupture dans le fonctionnement des services financiers susceptible d'affecter l'ensemble du secteur ainsi que l'économie réelle.

« Le risque systémique peut également être appréhendé à travers la notion d'externalités négatives. On parle d'externalités négatives pour qualifier une situation dans laquelle l'activité d'un agent économique a un impact négatif sur la situation d'un autre agent sans que le premier supporte les dommages engendrés au second. À l'échelle du secteur financier, le risque systémique correspondrait donc aux coûts que fait supporter le secteur financier à l'économie réelle en cas de crise systémique.

Cette notion a également un sens au sein même du secteur financier dans la mesure où la faillite d'un établissement financier, au-delà de l'impact direct qu'elle a sur ses actionnaires et ses créanciers, peut fragiliser les autres institutions financières en raison de ses interconnexions. Ainsi l'ensemble du système financier et l'économie réelle sont susceptibles d'être affectés par la

¹ Guidance to Assess the Systemic importance of financial institutions, markets and instruments, 20 Octobre 2009, FMI – BRI – CSF.

matérialisation d'un risque pris par un seul établissement. Il convient dès lors d'identifier la part des risques financiers de nature systémique qui menacent l'ensemble de la collectivité et qui génèrent des coûts qui ne sont pas supportés par les agents à l'origine de ces risques¹ ».

Concernant le système financier, le risque systémique exprime l'idée que des perturbations usuelles, telles qu'on les rencontre dans le cycle économique, peuvent donner des effets néfastes disproportionnés si elles se produisent dans des systèmes fragiles. La fragilité financière est le terrain sur lequel les chocs deviennent des événements systémiques.

2. l'incidence de l'activité des *hedge funds* en termes de risques systémique

Des risques sérieux peuvent se manifester à la fois directement, par le biais des pertes potentielles que les contreparties des *hedge funds* pourraient subir du fait de leur exposition à ces derniers, mais également de façon indirecte, en liaison avec des dynamiques de marché défavorables déclenchées par ces fonds (par exemple, les perturbations affectant la liquidité du marché en raison d'une liquidation désordonnée des portefeuilles).

« De telles dynamiques sont susceptibles d'avoir une incidence significative sur les banques, même si celles-ci ont géré leur risque de contrepartie avec prudence. Par conséquent, le défi consiste non seulement à favoriser la discipline de marché dans le cadre de la relation entre *hedge funds* et prime brokers, même si cet aspect est essentiel et demeure une condition préalable, mais également à prévenir, ou tout au moins à atténuer, les conséquences d'éventuelles dynamiques de marché défavorables. Les marchés financiers ont connu des changements structurels importants depuis le Rapport de 2000 du Forum de Stabilité financière sur les institutions à fort effet de levier. Schématiquement, ces évolutions se résument à l'observation suivante : la dynamique des marchés financiers est de plus en plus dissociée des opérations d'intermédiation bancaire. La distribution et l'allocation des risques, et donc de la liquidité, s'effectuent de plus en plus en dehors du bilan des banques, même si ces dernières conservent un rôle central dans le système financier par le biais du modèle « création et distribution ».

Ces changements concernent en premier lieu le développement de la titrisation et des dérivés de crédit, qui ont facilité la dispersion du risque de crédit entre acteurs et entre secteurs du système

¹ J-F, LEPETIT « Rapport sur le risque systémique », ministère de l'économie, de l'industrie et de l'emploi (France), Avril 2010, p 10.

financier. Toutefois, cette évolution aboutit également à rendre les marchés plus opaques, compliquant ainsi l'identification des porteurs finaux du risque et des interactions entre les différents compartiments du marché.

En liaison avec la croissance des produits dérivés, les moyens utilisés pour créer un effet de levier dans le système financier se sont développés et diversifiés au-delà du secteur bancaire. En particulier, l'importance des instruments de levier « intégrés » (par exemple dans le cas des CDO) s'est accrue, permettant l'accumulation de différents niveaux d'endettement et donc de nouvelles formes de concentration des risques.

Enfin, de nouveaux défis sont apparus en matière de valorisation des instruments financiers complexes. Les modèles utilisés pour mesurer l'exposition et évaluer le risque des instruments les plus récents, souvent peu liquides, ont, par définition, un fondement empirique moins solide. Jusqu'à présent, ces modifications structurelles sont intervenues dans un contexte financier très favorable caractérisé par une liquidité abondante, une hausse généralisée des prix d'actifs et une volatilité modérée. Certes, les techniques de gestion des risques se sont également améliorées de façon notable, dans un effort continu d'adaptation à ce nouvel environnement. Cependant, le système financier actuel reste essentiellement un monde qui n'a pas connu de situation de crise¹ ».

3. Les comportements qui peuvent induire un risque systémique de la part des *hedge funds*

Il existe trois mécanismes fondamentaux qui sont susceptibles de créer un risque systémique : la convergence des styles, la superposition des opérations de levier et les transactions pour compte propre des banques.

« On peut en premier lieu craindre que si beaucoup de *hedge funds* ont choisi des modèles et des styles de négociation analogues, ils finissent par entraîner des perturbations sur le marché en allant tous dans le même sens, ce qui les conduirait à vendre tous au même moment en cas d'apparition d'un élément déterminant. *Fung et Hsieh* ont observé une convergence des styles, qui peut amener les fonds à réaliser les mêmes transactions, peut-être pour des raisons différentes »².

¹ C. NOYER, *op.cit.*, p 122.

² A. W.LO, *hedge funds, an analytic perspective*, Princeton University Press, p 128.

L'effet de ce comportement moutonnier pourrait être amplifié par une superposition des opérations de levier. Les investisseurs empruntent pour investir dans des fonds de fonds ou d'autres catégories de *hedge funds*, ces fonds de fonds empruntent à leur tour pour investir dans des *hedge funds* et les *hedge funds* empruntent et utilisent des dérivés pour se financer. Il convient de se méfier tout spécialement de cette pratique, qui peut exposer les fonds à de lourdes pertes. Ce recours à l'effet de levier est particulièrement problématique, car les banques risquent d'aggraver les difficultés des marchés financiers en retirant des liquidités pendant ces périodes délicates. La multiplication des défaillances de fonds pourrait entraîner des appels de marge en cascade, et déstabiliser les marchés. « Des modèles non linéaires, fonctionnant comme des options, peuvent expliquer une grande partie des rendements des *hedge funds*. Cette méthode a permis d'observer que les *hedge funds* sont assortis d'un risque systématique non négligeable et que les fonds en actions affichent une exposition positive significative de leur bêta aux marchés d'actions et une distribution des rendements qui ressemble à celle des positions vendeuses sur option de vente.

Cette analyse cadre avec l'opinion communément admise selon laquelle les *hedge funds* sont vendeurs de volatilité. Vendre de la volatilité peut se révéler une stratégie extrêmement risquée, pouvant entraîner des rendements négatifs importants, même avec une position à couverture dynamique en delta neutre *delta-neutral*. Par ailleurs, selon des travaux du FMI, même des stratégies éliminant le risque de marché *market-neutral* ou de valeur relative, qui sont acheteuses de certains titres et vendeuses de certains autres dans la même classe d'actifs, peuvent enregistrer une forte progression du risque en périodes de rendements extrêmes et sont souvent corrélées à d'autres catégories d'actifs. Le risque peut augmenter même lorsque les fonds détiennent un grand nombre de positions non corrélées, technique de gestion du risque habituelle chez les *hedge funds*, car ces positions peuvent brusquement se corréliser en période de tensions sur les marchés »¹. Les opérations pour compte propre des grandes banques, qui pratiquent des stratégies de négociation analogues à celles des *hedge funds*, sont de plus en plus nombreuses et volumineuses. Chaque année entre 2003 et 2005², les sociétés membres du NYSE ont gagné davantage sur ces opérations que sur les commissions de courtage. Sur les neuf premiers mois de 2006³, ces opérations leur ont rapporté deux fois plus que leurs commissions.

¹ P. ARTUS, « Les hedge funds ont-ils une influence déstabilisante ? », *Revue d'économie financière*, 2008, p 113.

² F-A, FERNANDEZ, « US Securities industry 3Q'06 results », *SIMFA research report*, p. 46.

³ *Idem*.

SECTION 3. LES RISQUES QUE LES *HEDGE FUNDS* FONT PESER SUR L'ACTIVITÉ DES BANQUES

« On dénombre quelque 10 000 *hedge funds* dans le monde, les activités des banques d'investissement sont de plus en plus imbriquées avec ces fonds, dans la mesure où ceux-ci obtiennent des financements bancaires par le biais de service de courtage (*prime brokerage*) et sont clients ou contreparties de banques pour toutes les catégories de produits. Ainsi, le développement des *hedge funds* a créé de nombreuses opportunités pour les banques d'investissement. »¹

Cependant, À l'exclusion des données recueillies par les autorités de tutelle ou autres études thématiques ponctuelles, les informations relatives aux expositions des banques aux *hedge funds* sont limitées étant donné que les banques communiquent très peu d'informations sur leurs opérations de *prime brokerage*. Les *hedge funds* demeurant, pour une large part, domiciliés dans des centres offshore, les données de la Banque des règlements internationaux (BRI) relatives aux créances consolidées des banques sur les emprunteurs privés, autres que des établissements bancaires, situés dans des centres offshore, auraient pu être utilisées pour avoir une idée des expositions des banques aux *hedge funds*.

Toutefois, il est possible que ces créances sur les établissements autres que bancaires comprennent de plus en plus de créances sur des véhicules ad hoc et sur des entités autres que des *hedge funds* domiciliées à l'offshore, ce qui prive quelque peu ces informations de pertinence pour l'analyse des liens que les banques entretiennent avec les *hedge funds*.

1. Risques liés aux activités de *prime brokerage*

L'activité de *prime brokerage* est devenue une source croissante de revenus pour les banques. Parmi les composantes les plus sophistiquées des dispositifs offerts par les *prime brokers* figurent les services liés à la création d'entreprise, la recherche de capital, l'intermédiation du crédit, la gestion des risques, le traitement des opérations (*straight through processing – STP*), le clearing des contrats à terme et des options, la recherche, les *contracts for difference* et les *swaps*. Selon les estimations, les revenus tirés de l'activité de *prime brokerage* augmenteront de plus de 60 % pour

¹ G. MARIE-HENRY, *op.cit*, p 193.

atteindre 15 milliards de dollars au plan mondial en 2010. De nombreuses banques d'investissement élargissent également leurs services aux *hedge funds*, comme le montre l'acquisition récente par Fortis de *hedge Fund*

Services (HFS), le plus grand administrateur de fonds situés aux Îles Vierges britanniques.

Le service de *prime brokerage* a cependant tendance à devenir une activité banalisée dont les marges sont de plus en plus faibles. Ce déclin est compensé par de nouvelles opportunités de revenus et une efficacité opérationnelle de type plus industriel. La répartition des revenus évolue, passant de flux de recettes essentiellement liés aux actions à des recettes liées aux titres à revenu fixe, aux matières premières, au change et à la volatilité, et à une augmentation sensible des produits dérivés cotés et négociés de gré à gré liés à cette activité. En 2001, 70 % des fonds étaient investis en stratégies actions. Au cours du premier semestre 2006, 35 % des fonds alloués étaient investis en « stratégies mixtes » (multi-actifs) et 12 % en titres à revenu fixe. En 2007, plus de 50 % des investissements seront probablement effectués en dehors de la catégorie actions. Cette évolution devrait être favorable aux *prime brokers* dans la mesure où les marges de financement sont plus élevées. Elle favorisera ceux qui sont capables de proposer leurs services sur l'ensemble des actifs et pourrait entraîner une consolidation du secteur.

2. Les produits dérivés OTC

Selon certaines estimations, les *hedge funds* ont payé des commissions record pour les services de courtage en 2005, pour un montant de 7,5 milliards de dollars, en hausse de 32 % par rapport à 2003.

L'offre de dérivés OTC¹ aux *hedge funds*, qui va des produits standards à des produits plus complexes, sur mesure et exotiques, représente également un segment d'activité important pour les banques. Les opérations avec les *hedge funds* permettent aux banques d'investissement d'accroître leurs profits mais également d'en tirer indirectement avantage grâce à l'augmentation des activités de marché : sur certains marchés spécialisés spécifiques, tels que celui des produits dérivés

¹ Les produits dérivés peuvent être échangés sur deux types de marchés, à savoir des marchés organisés et des marchés de gré à gré, ce dernier est un marché structuré entre les opérateurs en dehors des bourses organisées et qui se déroule par des réseaux de télécommunication électroniques. Anglais: OTC over-the-counter market.

structurés complexes, il n'y aurait pas de marché sans l'existence de *hedge funds* prêts à assumer les risques.

En tant que porteurs finaux du risque, les *hedge funds* assument souvent un niveau de risque que la plupart des établissements sont réticents à prendre. Ils fournissent le maillon manquant dans une transaction complexe ou, plus simplement, prennent le risque que les autres organismes, y compris les banques, ne veulent ou ne peuvent assumer au-delà de certaines limites. En somme, ils fournissent une couverture pour les banques elles-mêmes. C'est ainsi que s'est développée une activité bancaire spécifique consistant à vendre les risques bancaires aux *hedge funds* ou à d'autres organismes, appelée « *alternative risk transfer (ART)* ».

L'expertise et l'expérience des gestionnaires de *hedge funds*, ainsi que leur appétence pour les rendements élevés, les incitent à investir dans les composantes les plus risquées d'une émission, comme les tranches *equity* de CDO, les obligations à rendement élevé ou les actions d'entreprises en restructuration, ou sur des risques de marchés complexes et exotiques, comme la corrélation ou l'asymétrie de la volatilité.

D'autres investisseurs, comme la plupart des investisseurs institutionnels, évitent naturellement ces marchés, du fait de la réglementation ou de leur manque de connaissances de ces domaines. En permettant aux banques d'investissement de placer ou de transférer des risques, les *hedge funds* leur offrent davantage d'espace pour continuer à développer leur activité avec la clientèle des entreprises, la clientèle institutionnelle et même la clientèle de détail.

Les *hedge funds* peuvent également assurer les besoins de couverture d'autres organismes, comme les compagnies d'assurance. Chaque avancée des régulateurs, par le biais notamment des normes comptables internationales (IFRS) et de la directive Solvabilité II, en vue de renforcer la prise en compte de leurs risques par les compagnies d'assurance et leur sensibilité à ces risques, aura pour effet d'accroître la demande de prise de risque adressée aux *hedge funds*.

Comme le note une étude de l'*Edhec Research Centre*¹ : « La directive Solvabilité II doit intégrer la question de l'adéquation actif-passif dans le niveau de capital exigé, ce qui doit conduire

¹ B. JACQUILLAT et B. SOLNIC, *Marchés financiers gestion de portefeuilles et risques*, Dunod, 2002, p48.

<http://www.edhecisk.com/edito/RISKArticleEdito.20061214.5028/attachments/EDHE>

à (...) des produits de taux plus structurés et plus sophistiqués et un transfert de certains des risques de l'assurance de masse et des grands risques d'assurance vers le marché financier ». Par cette directive, les régulateurs déplacent les risques des compagnies d'assurance vers les investisseurs non réglementés désireux d'assumer ces risques : les *hedge funds*.

3. Produits structurés sur *hedge funds*

Les *hedge funds* constituent également des sous-jacents possibles pour les produits dérivés. De nombreuses banques, y compris la Société Générale, ont développé des activités de vente d'options sur *hedge funds* ainsi que de financement de levier sur fonds de fonds (*funds of funds*).

L'activité des produits structurés sur les *hedge funds* permet, comme toute activité sur les produits structurés, de redéfinir et de restructurer les risques selon les souhaits des clients. Par exemple, elle permet aux banques d'investissement de fournir des garanties en capital aux investisseurs en *hedge funds* qui ne veulent pas prendre de risque en capital. La gestion d'assurance de portefeuille « classique » (Ou CPPI, *constant proportion portfolio insurance*) constituait la structure la plus habituelle. À partir des CPPI, la Société Générale a développé des structures comme Astaris¹, qui ont été largement imitées par la concurrence. Le secteur est de plus en plus créatif et utilise maintenant une grande variété d'options exotiques qui n'existaient auparavant que dans le monde des actions.

Les produits structurés joueront leur rôle dans le domaine des *hedge funds* comme ils l'ont fait dans le domaine des actions, en adaptant les formules de rendement aux besoins précis des investisseurs. La Société Générale, qui est leader dans ce domaine, estime que les revenus annuels de ce secteur s'élèvent au niveau mondial à 2 milliards de dollars environ. Sa croissance devrait se poursuivre à un rythme rapide. Le financement de levier sur *hedge funds* constitue la partie de l'activité des produits structurés dont l'objectif est d'accroître les risques plutôt que de les réduire, en ajoutant un effet de levier aux produits plutôt qu'en fournissant des garanties. Cette activité s'applique essentiellement aux fonds de *hedge funds*, qui ont en fait un très faible profil de risque : en fournissant un effet de levier, les banques augmentent les rendements du produit, moyennant une augmentation des risques.

¹ Astaris est une structure « CPPI renforcée » qui combine les avantages des options et ceux des CPPI.

L'univers des risques gérables détermine la gamme des transactions réelles, qui se fondent par conséquent sur des modèles de risque sophistiqués intégrant différents niveaux et différents types de risques. L'amélioration des modèles de risque est permanente et permet maintenant de nouveaux types de transactions qui n'étaient pas possibles il y a quelques années. Ensemble, ces deux partenaires imbriqués que constituent les *hedge funds* et les banques d'investissement ont accru le champ et l'efficacité des marchés de capitaux.

Les avantages que ce système apporte à l'économie dans son ensemble sont largement reconnus. Comme le note la Banque centrale européenne¹, « les *hedge funds* ont un rôle comme apporteurs de diversification et de liquidités et ils contribuent à l'intégration et à la complétude des marchés financiers ». Ce qui est souvent débattu, en revanche, ce sont les risques créés par les *hedge funds*, qu'il s'agisse des risques pour les investisseurs, pour les banques ou pour l'économie dans son ensemble.

¹ Banque centrale européenne (août 2005) : « *Hedge funds and their implications for financial stability* », étude concernant un sujet spécifique n° 34

CHAPITRE III.

LES *HEDGE FUNDS* QUI ONT ÉBRANLÉ LA FINANCE MONDIALE

Les *hedge funds* font la une des journaux avec une fâcheuse régularité. Les débâcles retentissantes, accompagnées généralement d'énormes pertes pour les investisseurs ainsi que d'actions en justice longues et onéreuses dont on parle beaucoup moins, ne sont pas des cas isolés. L'un des éléments les plus importants qui ressort des différentes études qui ont été menés après les différentes crises financières qui ont secoué les années 1990, 2000 et 2008, attribue une responsabilité sans équivoque aux établissements bancaires, dont, les activités sont imbriquées avec celles des *hedge funds*. Il existe également des faits nouveaux qui ont accentué la fréquence et la violence de ces crises financières, il s'agit des phénomènes de globalisation financière, de déréglementation et de sophistication des nouveaux instruments, dont les *hedge funds* sont les leaders.

« L'attention des régulateurs pour les *hedge funds* remonte à une dizaine d'années, à l'affaire LTCM et à la crise financière asiatique survenue à peu près à la même période. Les problèmes rencontrés par LTCM ont mis en évidence la taille de certains fonds et leur capacité, par l'intermédiaire de leurs positions à effet de levier auprès d'un certain nombre de contreparties, à générer des répercussions systémiques. La crise asiatique a, selon certains, montré que le pouvoir de marché de ces fonds pouvait, dans certaines circonstances, saper les politiques des autorités. ¹»

Il est clair que les *hedge funds* ne sont nullement des créateurs de crises financières, le terrain propice aux crises financières vient d'une interaction complexe entre des déséquilibres macroéconomiques qui s'accumulent au lieu de se corriger. En revanche, il est clair que les *hedge funds* ne jouent pas pour autant un rôle bénin, ils ne sont pas des catalyseurs fortuits et passifs.

Nous consacrons le présent chapitre à l'examen du rôle que les *hedge funds* ont joué dans les principales crises financières qui se sont produites ces dernières décennies. Une importance particulière sera portée sur la crise asiatique, le rôle joué par le fonds Quantum dans la crise de la livre sterling de 1992 ainsi qu'à la quasi faillite du fonds LTCM. L'analyse du rôle joué par les *hedge funds* dans la récente crise financière fera l'objet du second chapitre de la dernière partie du présent mémoire, où nous reviendrons en détaille sur la crise des subprimes, ses causes et ses conséquences.

¹ A. CROCKETT, *op.cit*, p 19.

SECTION 1. LE RÔLE ACTIF DES *HEDGE FUNDS* DANS LA CRISE MONÉTAIRE EUROPÉENNE

À partir du printemps 1992, la stabilité du SME commence à être mise en cause. La lire est la première monnaie contestée (affaiblissement du cours du dollar se traduisant par des achats de deutschemarks donc une dépréciation de la lire). L'incapacité à mettre en œuvre une politique de stabilisation budgétaire, attestée par la crise gouvernementale et la situation très dégradée des finances publiques (déficits publics et ratio dette publique/ PIB), viennent renforcer ces premiers doutes. Les marchés prennent conscience de l'insuffisance de la convergence réelle de l'économie.

1. Les circonstances et les causes de la crise monétaire européenne de 1992

Au cours de l'année 1991 et au début de 1992, Alan Greenspan menait une politique monétaire expansive pour lutter contre la crise immobilière et bancaire aux États-Unis. Le dollar baissait fortement : 1,67 Mark pour 1 Dollar mi-mars, 1,39 début septembre. La divergence des politiques économiques entre les États-Unis et l'Allemagne diffusa des tensions très fortes au sein du SME. Les secteurs exportateurs en Italie et au Royaume-Uni étaient très sensibles à la compétitivité des prix en dollars, ce qui rendait ces monnaies de plus en plus fragiles. Les spéculateurs dans les marchés de change commencèrent à former l'opinion selon laquelle la stabilité financière allait devenir prépondérante par rapport à la stabilité des prix dans les pays endettés.

C'est donc l'affaiblissement du dollar qui donne le coup d'envoi de la spéculation contre la livre sterling en juillet 1992. La Banque centrale britannique puise dans ses réserves de change, puis emprunte des devises grâce à la facilité à très court terme et enfin élève le taux d'intérêt jusqu'à 15%. La spéculation l'emporte finalement et la livre sort elle aussi du SME le 17 septembre. Ce même jour, l'Espagne, atteinte par la spéculation, s'en tire avec une dévaluation de 5% de la peseta. Un second réajustement de 6% sera nécessaire le 22 novembre en même temps que l'escudo portugais (lui aussi dévalué de 6%). La crise se poursuit l'année suivante. Le 1er février 1993, la punt irlandaise est dévaluée de 10%. Le 13 mai, la peseta et l'escudo sont à nouveau réalignés (respectivement de 8 et 6,5%). Enfin, en juillet, la spéculation se porte sur les francs belge et français et sur la couronne danoise. Ces devises n'évitent la dévaluation que parce

que les États membres du SME décident le 1er août un élargissement des bandes de fluctuation à $\pm 15\%$. Au total, toutes les monnaies du SME auront vu leur parité vis-à-vis du deutschemark remises en cause, à l'exception notable du florin qui bénéficie des fruits d'une politique macroéconomique strictement alignée depuis 1982 sur celle de l'Allemagne.

La crise de 1992 a deux causes principales. La première est la surévaluation de certaines monnaies, due à la persistance du différentiel d'inflation avec l'économie allemande. Cette explication ne vaut cependant que pour la lire italienne et dans une moindre mesure pour la peseta espagnole.

La seconde est liée à la réunification de l'Allemagne qui a constitué pour l'économie allemande dans son ensemble un choc de demande considérable à la fois par baisse de l'offre et par hausse de la demande.

« Du côté de l'offre, la plupart des entreprises, dont la productivité s'est révélée de deux tiers environ inférieure à celle de l'Allemagne de l'Ouest, ne sont pas compétitives et sont condamnées à disparaître ou à être recapitalisées. Du côté de la demande, la conversion d'un deutschemark-Est pour un deutschemark-Ouest, puis la perspective d'un rattrapage des salaires de l'Est par ceux de l'Ouest et l'octroi de transferts sociaux massifs, suscitent une forte hausse de la consommation. L'investissement est lui aussi puissamment soutenu. A taux de change nominal du deutschemark inchangé, une inflation en Allemagne supérieure à celle des États membres du SME (ce qui est le cas à partir de début 1992) signifie une surévaluation réelle du deutschemark. Cette appréciation réelle était d'ailleurs implicitement recherchée par les autorités monétaires allemandes.

Dès 1990, la Bundesbank s'engage dans une politique monétaire restrictive. En contraignant les autres pays européens à relever leurs taux d'intérêt, le resserrement monétaire allemand les incite à diminuer un peu plus leur taux d'inflation. La politique allemande de désinflation doit donc se traduire par encore un peu moins d'inflation en Europe, en fait une déflation. La Bundesbank avait cependant suggéré un autre moyen d'obtenir le même résultat pour l'économie allemande sans conséquences déflationnistes pour l'Europe. Il s'agissait de procéder à une réévaluation, ce qui avait le double avantage de faire baisser le prix des importations et de permettre un desserrement de la politique monétaire dont auraient profité les partenaires européens. Mais la France, puis l'Italie et le Royaume-Uni, lorsque leurs devises seront attaquées en septembre 1992, attachés à

défendre la parité nominale de leur monnaie face au deutschemark, ont refusé une telle solution¹.» La Bundesbank a alors cessé d'intervenir face à ces deux dernières devises qui ont dû en conséquence quitter le SME.

La récession en Europe est une troisième cause des crises de changes de 1992 et 1993. Le ralentissement de la croissance et la montée du chômage à partir de la fin de 1991 conduisent les marchés à anticiper le fait que les États vont être amenés à revoir l'orientation restrictive de leurs politiques économiques. Comme ils se sont engagés, en signant le traité de Maastricht, à respecter les critères relatifs au déficit et à la dette publique, il ne leur est pas possible d'engager une politique de lutte contre le chômage par accroissement des dépenses publiques. Les marchés anticipent donc que le choix d'une politique plus expansionniste passera par un desserrement des politiques monétaires dont l'issue ne peut être que la dévaluation. Les marchés ne sanctionnent pas dans ce cas des politiques passées ou présentes mais parient sur un changement inévitable de politique économique à venir.

Enfin il faut prendre en compte le mécanisme de la spéculation auto-réalisatrice. Les marchés ne se sont pas contentés d'anticiper les crises monétaires qui surviendraient inévitablement à la suite de changements de politique économique probables, ils les ont aussi provoquées, considérant que l'issue ne pourrait être précisément qu'un changement de politique économique.

2. Le rôle joué par les *Hedge funds* dans la crise du SME

« Cette crise est généralement la première à laquelle on associe les *hedge funds*. En effet, nombreux sont les auteurs qui ont analysé le rôle des *hedge funds* dans cette crise. Afin de comprendre les événements de 1992, il est nécessaire de se placer en 1987. Entre 1987 et 1991, il y eut d'importants mouvements de capitaux entre les pays à faibles taux d'intérêt et les monnaies de l'union monétaire européenne qui offraient alors des rendements plus intéressants. De nombreux *hedge funds* présents sur les marchés internationaux participèrent à cette tendance.

La stratégie était simple, elle consistait à jouer sur les différentiels d'intérêt qui existaient entre divers pays membres de l'union. Les gérants se finançaient dans des pays où il était possible de le faire à faible coût, comme en Allemagne, et ils investissaient dans d'autres pays offrant des

¹ R. BOYER et (all.), « Les crises financières », *Rapport du conseil d'analyse économique*, la documentation française, 2004, p 375.

rendements élevés comme l'Italie. Les pertes éventuelles dues à des variations de change étaient limitées, car les monnaies étaient liées. Elles ne pouvaient varier de plus de 2,25% à la hausse ou à la baisse.

Comme l'ampleur des variations de change était limitée, il était très peu probable qu'elles soient telles que le gérant perde plus par ces variations de change que le gain qu'il réalise par le différentiel d'intérêt. Cette stratégie qui sera, entre autres, également appliquée par LTCM en son temps était appelée le *jeu de la convergence*. Suite à la mise en place de cette stratégie, des problèmes de compétitivité sont apparus. Le coût d'une unité de travail italienne augmenta de près de 20% dans les quatre années qui précédèrent la crise. Les criantes que la lire soit surévaluée furent rehaussées par la détérioration de la balance courante du pays et par la faiblesse de la profitabilité des échanges. La situation était comparable en Grande-Bretagne. La livre sterling s'apprécia fortement dans la période qui précéda son entrée dans l'union monétaire en 1990. Ceci entraîna la naissance de craintes de surévaluation qui furent, tout comme dans le cas de l'Italie, renforcées avec l'élargissement du déficit courant. Ensuite, la Finlande et la Suède souffrirent toutes deux fortement de l'effondrement de leurs échanges avec les Soviétiques alors qu'en juin 1992, suite à un référendum, le Danemark rejeta le traité de Maastricht¹. »

Suite à cela, certains pays éprouvèrent des difficultés à financer leur déficit courant par des capitaux externes, ce qui rendit la stabilité des taux de change insoutenable. Deux événements catalyseurs entraînèrent la chute du système. La première fut le renforcement du deutsche mark par rapport au dollar américain de près de 20% entre mars et septembre 1992. Ce renforcement désagrégea encore plus la compétitivité européenne. La seconde fut l'augmentation de 75 points de base du taux d'escompte officiel allemand le 16 juillet 1992, ce qui augmenta le coût de financement.

Les gérants de fonds macro furent les premiers à déceler l'opportunité de tirer avantage de ce retournement de tendance et à prendre position. Alors que bon nombre d'entre eux avaient dans un premier temps joué le jeu de la convergence, la plupart prirent des positions courtes sur les monnaies européennes lorsqu'ils pressentaient que la situation se dégradait et que les monnaies allaient s'affaiblir. Pour ce faire, ils entrèrent dans des contrats de vente à terme de monnaies européennes. Ils s'engagèrent à vendre les monnaies (à un cours proche du cours au moment de la

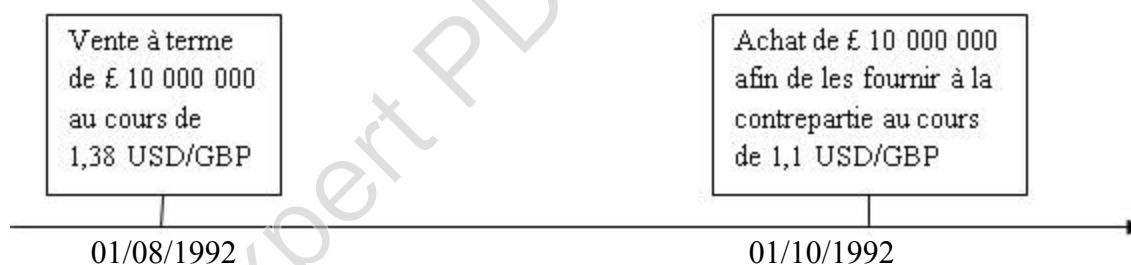
¹ D. PLIHON et J-P. PONSSARD, *La montée en puissance des fonds d'investissement, quels enjeux pour les entreprises ?*, La documentation française, 2002, p 103.

conclusion du contrat) à une date future déterminée, en espérant une chute des cours. Ils rachèteraient ensuite ces monnaies lorsqu'elles auraient baissé. Même si dans les deux cas (positions longues et courtes), les *hedge funds* participèrent, il est important de noter qu'ils n'étaient naturellement pas les seuls à prendre de telles positions, mais que de nombreux autres intervenants comme les fonds de pension, des compagnies d'assurances ou encore des fonds communs de placement participaient également à ces transactions. Illustrons la stratégie que nous venons de décrire par un exemple de transaction qui a pu être mise en place par un ou plusieurs gérants de fonds.

Première phase : lors de la conclusion du contrat.

Considérons un gérant qui cherche à entrer dans un contrat à terme sur la livre sterling le 1er août 1992, alors que le cours de change est à 1,40 USD/GBP. Il s'attend à une chute du taux de change et il s'engage à vendre £ 10 millions au cours de 1,38 le 1er octobre 1992. Etant donné qu'il désire un contrat précis qui n'existe pas sur les bourses de contrats à terme, il doit s'adresser directement à une banque pour qu'elle lui crée un produit sur mesure.

Schéma 4 : Illustration d'une position théorique d'un *hedge fund* dans la livre sterling



Source : CAPOCCI D, *Introduction aux hedge funds*, p 297.

Phase deux : lors du dénouement du contrat



Source : D. CAPOCCI , *Introduction aux hedge funds*, p 297.

« Le 1^{er} octobre, il doit vendre £ 10 millions au cours de 1,38 USD/GBP. Vu qu'il ne possède pas ces livres, il va les acheter sur le marché au comptant au cours actuel qui est de 1,10 USD/GBP. Notons que le gérant aurait très bien pu acheter les livres sterling à n'importe quel moment entre la date de conclusion du contrat et la date de dénouement, et qu'il aurait intérêt à le faire lorsqu'il pense que le cours est au minimum. Ainsi, le gérant achète les GBP à 1,1 USD/GBP et les vend à 1,38 USD/GBP ce qui permet de réaliser un gain de $(1,38 - 1,10) \times 10\,000\,000 = \$ 2\,800\,000$.

La description que nous venons de réaliser est théorique. En effet, même si nous savons quelle est la stratégie appliquée par ces gérants pour tirer avantage des imperfections du marché, nous ne savons pas combien de gérant ont appliqué cette stratégie, ni combien d'argent ils ont investi dans ces transactions. Le Fonds Monétaire International (1993) soutient qu'un très grand fonds macro, très actif dans les marchés monétaires, qui gérait alors plus ou moins 15% des capitaux de l'ensemble de l'industrie fut même de prendre une position à découvert de \$ 10 milliards sur la livre sterling. D'autres fonds macro ont également bénéficié de positions à découvert prises par rapport à la lire italienne, mais un certain nombre d'entre eux ont réalisé des pertes lorsque, contrairement à leur attente, certaines monnaies européennes comme la peseta espagnole ont été dévaluées¹. »

3. L'implication du fonds *QUANTUM* dans la crise de 1992

Le grand public découvre George SOROS à l'occasion de cette grande crise de 1992. En spéculant sur une baisse de la livre sterling, il provoque de telles fluctuations que la monnaie britannique est contrainte de sortir du système monétaire européen². Ce coup d'éclat lui vaut de gagner un peu plus d'un milliard de dollars en une nuit et d'être surnommé : « l'homme qui a fait sauter la banque d'Angleterre ».

En 1992, l'Angleterre est en pleine crise économique et Georges Soros voit parfaitement que la Livre Sterling ne tient plus qu'à un fil avant une sortie du Système Monétaire Européen (SME). La livre sterling étant sur un régime de change lié, donc à valeur presque fixe, Georges Soros voit

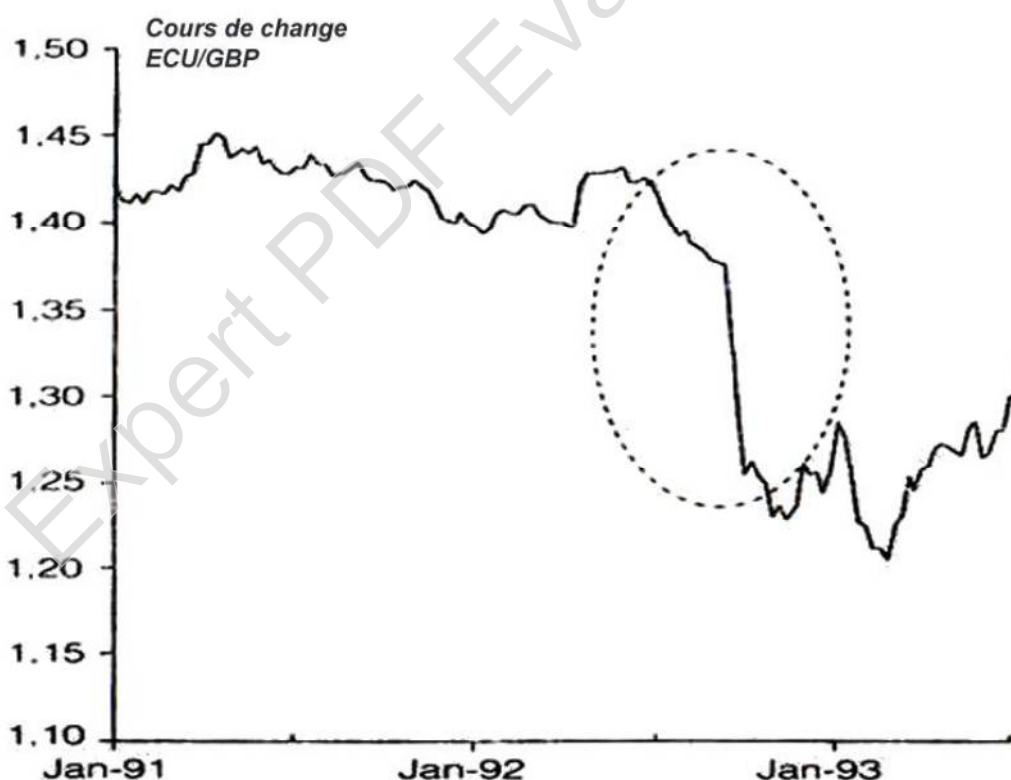
¹M. ARMATTE, « Crise financière : modèles du risque et risque de modèle », *Mouvements*, 2009/2, N° 58, p 135.

² Voir *infra*, graphique 12.

bien que l'Angleterre ne pourrait pas supporter plus de pression sur sa monnaie sans qu'elle sorte du système.

Il entreprend alors, le 16 septembre 1992 (mercredi noir), de vendre à découvert 10 milliards de livres à travers son fonds macro dénommé, le fonds *Quantum*. La banque d'Angleterre annonce alors un nouveau relèvement de 10 à 12 % de son directeur de sorte que l'emprunt sur la livre devienne prohibitif pour les spéculateurs. Cependant, il était déjà trop tard, la banque d'Angleterre a beau racheté des quantités massives de sa propre monnaie, le cours de la livre chute. A 19 heures, le chancelier échiquier NORMAN LAMONT, annonce que la livre quitte le système monétaire Européen, où elle était rentrée en 1990. La banque d'Angleterre annonce des pertes de l'ordre de 3,4 milliards de livre dans ses interventions sur les marchés des changes.

Graphique 12. La sortie de la livre sterling du SME



Source : Banque de France, bulletin trimestriel, 1995, repris par : G Marie-Henri, *les hedge funds*, p58.

SECTION 2. LE RÔLE DES *HEDGE FUNDS* DANS LA CRISE ASIATIQUE

La crise asiatique a été marquée par une grande agitation dans le comportement des investisseurs internationaux ainsi que par des changements soudains dans leurs anticipations et confiances. Une chaîne de Krachs assez spectaculaires s'en est suivie. Elle a commencé par l'effondrement du baht thaïlandais en 2 juillet 1997.

Peu de temps après, l'Indonésie, les Philippines et la Malaisie ont été affectés par la crise en août de 1997. Entre ces deux dates, nous avons vécu aussi la crise de Singapour. Cependant, au début du mois d'octobre de la même année, des pressions spéculatives ont affecté Taiwan; ce qui a généré chez les investisseurs internationaux des attentes que Hongkong suivra nécessairement l'exemple de Taiwan. Effectivement, Hong-Kong était en crise à la fin du mois d'octobre 1997.

Les mêmes événements se sont produits en Corée du sud en novembre 1997. Le won coréen se dépréciait ainsi de plus de 25 %. Etant donné la bonne santé des pays de l'Asie du Sud-Est, notamment la Corée comme exemple type, leurs chutes dans une période de quelques mois a fait renaître le débat sur la nature de ces récentes crises notamment les nouveaux processus de transmission internationaux non liés aux fondamentaux qualifiés dans la littérature par la pure contagion.

C'est ainsi que la thèse de la panique dans la réaction des investisseurs internationaux suite à une crise dans un autre pays, a pris plus d'attention de la part des spécialistes, par rapport à la thèse de la détérioration des fondamentaux.

1. La crise asiatique : les faits saillants

Les premiers signes avant-coureurs se sont fait ressentir en janvier 1997. Différentes entreprises asiatiques ont fait défaut sur leur dette, alors que d'autres ont fait faillite. La première grande entreprise mise en faillite fut le groupe coréen *Hanbo*. Au printemps une augmentation des taux d'intérêt (en grande Bretagne et en Allemagne, notamment) ont rendu moins intéressant d'emprunter aux USA, en Europe ou au Japon afin d'investir en Asie. « En outre, une appréciation du dollar par rapport au yen a entraîné une baisse de la compétitivité des économies asiatiques

fortement liées à la devise américaine. Dès le mois de Mai, d'autres signes sont apparus. Le Bath thaïlandais a été massivement attaqué par des spéculateurs qui ont décidé de sortir de leurs positions suite au ralentissement de l'économie thaïlandaise et à l'instabilité politique qui se dessinait dans le pays. Le 2 juillet la Thaïlande a laissé flotter le bath qui a chuté de 20 % par rapport au dollar. La plupart des monnaies du Sud-Est Asiatique ont suivi la tendance à la fin du mois. Dès le mois d'Août, l'Indonésie s'est placée sous la tutelle du FMI et elle a reçu une aide de 40 milliards de dollars. ¹»

Quelques semaines plus tard, l'Indonésie puis Singapour et Hong Kong ont été touchées. Le 8 novembre, la bourse de Séoul a subi un krach. La Corée du sud a ensuite signé un accord avec le FMI et suite à cela, elle a reçu une aide de 21 milliards de dollars. Les banques occidentales et japonaises ont ensuite rééchelonné la dette de la Corée du sud, soit 15 milliards de dollars.

En janvier 1998, le FMI a suspendu son aide à l'Indonésie et a conditionné la reprise de celle-ci à la démission du président Suharto, laquelle démission a eu lieu en Mai 1998. En février de la même année, les grèves contre les licenciements sont apparues en Corée du Sud. En Avril, dix pays asiatiques et 15 pays Européens ont créé un fonds d'assistance technique de 30 Milliards de Dollars afin d'atténuer les répercussions de la crise. Par la suite, la Russie et certains pays de l'Amérique du Sud ont également connu une crise qui est une des conséquences de la crise asiatique.

« Afin de bien comprendre la crise, il est intéressant de noter que les entrées des capitaux avaient été très fortes pendant les années qui l'ont précédée. Le ratio de l'endettement du secteur privé sur le produit intérieur brut s'était établi de 1990 à 1996 à 58 % pour la Thaïlande, à 31 % pour la Malaisie et même à 151 % pour les philippines. En outre, la structure même de la dette avait évolué défavorablement puisqu'à la fin de l'année 1996, la part des engagements à échéance inférieure à un an atteignait en moyenne 50 % (67 % pour la Corée, 61 % pour l'Indonésie et 65 % pour la Thaïlande). Ceci ayant pour conséquence des refinancements fréquents et importants. ²»

¹ R. BOYER et (al.) : « Les crises financières », *Rapport du conseil d'analyse économique*, la documentation française p 85.

² D. CAPOCCI , *op.cit.*, p 302.

2. L'implication des *Hedge funds* dans la crise asiatique

Au moment de la crise, le ministre des finances japonais a annoncé que « les *hedge funds* ont réellement joué un rôle dans la survenance de la crise ». Il a soutenu que selon lui, « les informations n'étaient pas bien incorporées dans l'évaluation du risque de marché ». Les agences de notation comme Standard & Poor's et Moody's ont, en effet, maintenu des notes relativement élevée pour les obligations nationales jusqu'au début de la crise. Une analyse des facteurs comprenant le comportement des *hedge funds*, des fonds de pension et d'autres institutions financières non bancaires suggère qu'une mentalité de troupeau existait, plutôt qu'une mentalité rationnelle de calcul du risque des marchés émergents Asiatiques.

Le premier ministre malais attribua également le krach de sa monnaie nationale aux spéculateurs sur le marché monétaire, autrement dit, aux *hedge funds* qu'il appela les « Bandits de grand chemin de l'économie globale¹. »

Deux hypothèses et interprétations ont émergé après la crise. Selon la première, des changements soudains dans les attentes des marchés et dans la confiance ont été les principales sources de tumulte financier initial, de sa propagation dans le temps et de sa contagion régionale, alors que la performance macroéconomique de certains pays s'est détériorée vers le milieu des années 1990, la puissance et la profondeur de la crise asiatique ne doit pas être attribuée à la détérioration des fondamentaux, mais plutôt à la panique des investisseurs nationaux et internationaux, renforcée par la réponse politique du FMI et de la communauté financière internationale. Selon cette hypothèse, les *hedge funds* seraient (du moins en partie) responsables de la crise. Selon le second point de vue, la crise reflète des distorsions politiques et structurelles dans les pays de la région. Ce sont les déséquilibres des fondamentaux qui ont entraîné la crise monétaire et financière, même si, une fois la crise entamée, la réaction du marché a entraîné une chute plus forte qu'attendue dans les taux de change, le prix des actifs et l'activité économique.

« Deux écoles s'affrontent. D'un côté, il y a ceux qui pensent que les investisseurs internationaux (dont les *hedge funds*) sont les principaux responsables. Nous l'appelons l'école des *investisseurs responsables*. De l'autre côté, il y a ceux qui soutiennent que les principaux

¹ Le terme anglais original utilisé fut *highwaymen of the global economy*

responsables sont les pouvoirs politiques qui n'ont pas prêté assez d'attention aux fondamentaux en détérioration, nous la nommons l'école des fondamentaux responsables¹.»

Divers études ont porté sur la détermination du rôle des *hedge funds* dans la crise asiatique. La première a été réalisée par le FMI. La seconde a été faite par des professeurs d'université². Toutes deux concluent que les *hedge funds* n'ont pas joué un rôle prédominant dans la crise. La première étude arrive à cette conclusion parce qu'alors que les *hedge funds* sont de grande taille en termes absolues, ils sont petits relativement aux investisseurs institutionnels comme les banques, les fonds de pension ou les fonds communs dont certains s'engagent dans les mêmes activités que les *hedge funds*. Alors que pour la crise du SME de 1992, il y a une preuve que les *hedge funds* étaient les premiers à prendre des positions contre les monnaies peu solides, ce n'est pas le cas en 1997. En effet, les *hedge funds* ont uniquement pris des positions longues contre le Bath et ils étaient en retard par rapport à d'autres investisseurs. Peu de *hedge funds* ont pris de larges positions contre les autres positions du marché, et surtout ils ont été surpris par la vitesse de la virulence de la contagion asiatique.

Les seconds auteurs ont étudié empiriquement le rôle des *hedge funds* dans la crise asiatique. Ils ont testé l'hypothèse que les *hedge funds* sont responsables de la chute des monnaies asiatiques prises individuellement et globalement. Pour ce faire, ils se sont basés sur les positions des dix plus grands fonds macro investis principalement en devises. Ils ont prouvé que les positions des différents fonds étaient corrélées, mais que ces fonds n'ont pas entraînés des mouvements dans les taux d'intérêt, et surtout, qu'ils n'auraient pas su influencer les taux d'intérêt, même s'ils l'avaient voulu, vu leur taille relativement modeste en comparaison avec les autres investisseurs institutionnels.

Au total, les auteurs ont conclu que ni les positions nettes, ni les profits réalisés par les principaux fonds n'ont été anormaux pendant la période de la crise, et qu'il n'y a pas de preuve empirique qui supporte l'hypothèse que Soros ou tout autre gérant de *hedge fund* a été responsable de la crise. Lorsqu'ils ont analysé si les fonds considérés avaient pu déclencher la crise, ils ont conclu que les positions longues et courtes prises dans les monnaies ont très fortement fluctué

¹M. BOUVEN et Y. ZEHR , « La crise bancaire et la régulation financière », *Avis et rapports du conseil économique, social et environnemental*, 2009, p 132.

² Il s'agit des professeurs Eichengreen et Brown.

durant les quatre années couvertes. Ces mouvements n'étaient cependant pas associés à des mouvements dans les taux de change et les fonds n'ont pas pu influencer sur les taux de change.

3. L'attaque des *hedge funds* sur HONG-KONG

« Hong-Kong était un havre de stabilité en Asie orientale : liberté totale des mouvements de capitaux, change absolument fixe contre le dollars depuis 1982, banques correctement supervisées et politiques budgétaires prudentes. Il n'y avait aucune raison objective pour que Hong-Kong subisse la crise. Au contraire, la stabilité à Hong-Kong était la garantie que la Chine n'allait pas dévaluer le yuan, condition pour que la crise ne submerge pas toute la région du Pacifique, Japon et Australie compris.

Cependant, Hong-Kong à 7.8 dollars hongkongois pour 1 dollar américain subissait une récession sévère au fur et à mesure que les monnaies des pays de l'Asie du Sud-Est se dépréciaient profondément. Le gouvernement de Hong-Kong déclara solennellement le taux de change inviolable en réponse à des rumeurs de dévaluation. Mais le gouvernement britannique avait fait le même type de déclaration en 1992. Aussi les *hedge funds* sentaient l'appât du gain dans cette atmosphère délétère. Ils y virent une opportunité de profits extraordinaires. Selon les dires des officiels de Hong-Kong, confirmés par les indiscretions d'observateurs du marché hongkongois, un petit groupe de *hedge funds* lança l'offensive. A leur tête, se trouvaient le *Quantum fund* de George Soros et le *tiger fund* de Julian Robertson.

Ils conçurent une double spéculation. Ils vendirent à découvert des actions qu'ils empruntèrent à leurs propriétaires et les vendirent contre des dollars de Hong-Kong, avec promesse de racheter les actions ultérieurement et de les restituer à leurs propriétaires avec une commission de location des actions. Puis ils vendirent les dollars de Hong-Kong contre des dollars américains. Ils pariaient ainsi qu'au moins deux événements allaient se produire. Ou bien le dollar de Hong-Kong serait dévalué et ils empochèrent le profit de leur spéculation sur le change. Ou bien l'autorité monétaire de Hong-Kong (HKAMA) défendrait sa monnaie en élevant le taux d'intérêt et c'est le marché boursier qui plongeait, dégageant une plus-value sur leurs positions courtes.»

La double attaque fut extrêmement violente. Le 20 octobre 1997, la HKAMA dut dépenser plus d'un milliard de dollars. A la fin octobre, les cours des actions à Hong-Kong avaient baissé de

30% sous la pression combinée des positions courtes des *hedge funds* d'environ 30 milliards de dollars. Le plan échafaudé semblait très brillant et avait toutes les chances de succès, d'autant que les *hedge funds* employaient une tactique maintenant bien rodée. Ils orchestraient leurs ventes de dollar hongkongois avec le maximum de publicité et coordonnèrent leur offensive en rythmant leurs mouvements en paquets de gros montants pour être bien sûr que l'ensemble du marché serait informé. Ils firent courir dans la presse financière le bruit que le dollar hongkongois et le renminbi étaient sur le point d'être dévalués. Le but était de déstabiliser l'ensemble de la région pacifique. Car les *hedge funds* étaient courts en yen parce que les taux d'intérêt japonais étaient faibles, mais aussi parce qu'ils espéraient que le yen plonge avec le dollar hongkongois. Ils s'attendaient qu'ensuite le dollar australien et le dollar canadien soient attaqués.

« La morale de cette histoire est d'abord de confirmer que les *hedge funds* ne sont pas des investisseurs ordinaires, des atomes dans un vaste marché financier qui n'ont pas d'influence sur les prix. Les *hedge funds* agissent de manière concertée et usent de tous les moyens de communication pour arriver à leurs fins. La crise russe, l'année suivante, allait confirmer cet état de fait.

SECTION 3. LA QUASI FAILLITE DU FONDS LTCM

La crise Asiatique fut un évènement énorme, mais dont les conséquences furent mal comprises à l'époque, la crise russe de 1998 n'a pas eu de conséquences globales, les positions financières engagées étaient beaucoup plus faibles qu'en Asie. Pourtant elle a révélé la grande fragilité de la finance moderne sous la forme du risque systémique. En septembre 1998, le monde découvre qu'il est passé à côté de l'explosion d'une bombe financière nommée LTCM. Ce *hedge fund* a failli entraîner dans sa chute le monde de la finance. Seul un plan de sauvetage de 3,7 milliards de dollars a pu limiter les dégâts.

1. Présentation du fonds LTCM

Long Term Capital Management (LTCM), c'est d'abord son fondateur John Meriwether, 52 ans, qui au bout de 25 ans s'est bâti une réputation de trader hors-pair. Son secret : sa capacité à prévoir les comportements humains ! En effet, on oublie souvent que derrière les super-calculateurs interconnectés avec des salles de marché se trouve le cœur de la finance qui est l'homme. John Meriwether doit son statut de «demi-dieu» de la finance à sa maîtrise des deux sentiments qui agitent les traders : la panique et l'avidité.

« Né dans une famine irlandaise de Chicago, d'un père comptable et d'une mère employée d'école, il se passionne dès l'âge de 12 ans pour la bourse. Il y investit toutes ses économies gagnées en travaillant comme caddie au Golf Club du coin. Bon élève, il est admis à la *Northwestern University* puis décroche son MBA à l'Université de Chicago. Il est engagé chez *Salomon Brothers* en 1974 où il ne passera pas inaperçu. Le département d'arbitrage qu'il a créé et dirigé joue avec la moitié du capital de Salomon et réalise 87 % des bénéfices de la banque. Sur les 400 millions de profits, 54 sont distribués à ses cinq traders vedettes. John Meriwether devient alors un membre influent du conseil d'administration de Salomon. Mais en 1991, un usage de faux de la part d'un de ses traders conduit la SEC, le gendarme de la bourse américaine, à sanctionner Salomon d'une amende de 300 millions de dollars. Le trader est condamné, le président démissionne, John Meriwether paie une amende de 50 000 dollars et quitte Salomon, reprise entre-temps par le célèbre milliardaire Warren Buffet.

En 1994, John Meriwether réunit autour de lui une véritable « Dream team » et fonde le « hedge fund » LTCM. La plus belle conquête de Meriwether dans les milieux académiques était sans doute d'avoir persuadé Myron Scholes, professeur-chercheur à l'université de Stanford, de venir passer une année sabbatique sur la salle des marchés de Salomon Brothers. Le modèle mathématique d'évaluation des options inventé par Myron Scholes et Robert Merton allait leur valoir le prix Nobel d'économie en 1997. Tous deux sont dès le début associés-fondateurs de LTCM aux côtés d'autres traders de Salomon comme William Krasker, ancien professeur d'Harvard que Meriwether avait converti au trading.

Le nouveau fond récupère aussi un à un les meilleurs éléments de Salomon Brothers : Eric Rosenfeld, responsable des emprunts d'Etat; Hans Hufschmid, directeur des opérations de change; Gregory Hawkins, chef des emprunts hypothécaires; Richard Leahy, directeur des relations clientèles; James McEntee, trader en bons du Trésor, et Lawrence Hilibrand, une brillante recrue du Massachusetts Institute of Technology qui était devenu le plus jeune directeur général de Salomon, à 27 ans, et le golden boy le mieux payé en 1991, avec un revenu de 23 millions de dollars. Pour couronner cette « Dream Team », comme la qualifiait Business Week lors de sa création, Meriwether débauche également le vice-président de la banque centrale des Etats-Unis, David Mullins¹.»

Chaque investisseur apporte un minimum de 10 millions de dollars, qui seront bloqués pendant trois ans, sans avoir le droit de regard sur les transactions de LTCM, avec des commissions parmi les plus élevées du marché: 2 % des fonds investis et le quart des gains. Chacun croit à l'infaillibilité de LTCM qui lève 1,3 Mds\$.

LTCM utilise massivement l'effet de levier (plus de cent fois sa mise). Sur la base de formules mathématiques les gestionnaires du fonds calculent une probabilité de succès de leurs prévisions, LTCM affirme que ses outils mathématiques le rendent quatre fois moins risqué que ses concurrents. La convergence des marchés obligataires de la future zone Euro vers l'union monétaire de janvier 1999 fournit tout d'abord des profits aisés et importants à LTCM. Le *hedge fund* devient omniprésent sur les marchés, fin 1997, ils ont décuplé leur mise initiale : de 150 millions à 1,5 milliard de dollars

¹ O. GODECHOT, *Les traders : Essai de sociologie des marchés financiers*, La Découverte, 2005, p93.

L'arrogance de ses dirigeants les amène à prendre des positions démesurées. En 1998 les positions de LTCM représentent plus de 100 milliards de dollars de nominal sur les seuls marchés obligataires, tandis que les fonds qu'ils géraient ne s'élevaient à ce moment-là qu'à 4 milliards de dollars. Les positions sur les swaps sont estimées à un notionnel de 1,25 mille milliards de dollars.

2. La « descente aux enfers »

Le 11 Août 1998, le système bancaire russe se désintégra dans le plus grand désordre, tous les marchés financiers russes s'effondrèrent. Le 13 la banque centrale russe restreignit la convertibilité du rouble avec un effet dévastateur immédiat sur les obligations à court terme en rouble. Cette déconfiture a déclenché une panique généralisée au sein du système financier mondial, car les pertes liées à ces obligations russes étaient concentrées sur un petit groupe d'acteurs financiers à levier très élevé. A cause de cette concentration des risques la plongée des prix des actifs a fait imploser les bilans et entraîné un cercle vicieux de désendettement.

Le 17 août 1998 la Russie dévalue le rouble et décrète un moratoire sur sa dette de 13,5 mille milliards \$. LTCM pensait s'être protégé de son risque sur les obligations gouvernementales par des contrats de vente à terme de roubles. Les banques garantissant cet arbitrage ont fermé quand le rouble s'est effondré, et les contreparties aux opérations d'arbitrage ont ainsi disparu. Les investisseurs fuient les titres les plus risqués. LTCM ne s'était pas suffisamment protégé sur le risque de liquidité et les tentatives de LTCM pour réduire ses positions vont empirer sa situation. Les informations qui paraissent sur les positions de LTCM qui doivent être dénouées sont un facteur supplémentaire de déstabilisation tant de LTCM que des marchés. Le capital de LTCM plonge de 4,7 milliards fin 1997 à 1,5 milliard le vendredi 18 septembre 1998, jour où la rumeur d'une faillite commence à circuler.

« Observant l'incapacité des banques à se mettre d'accord pour consolider la situation, la réserve fédérale de New-York entra dans le jeu pour mettre les créanciers de LTCM autour d'une table pour constituer un consortium pour prendre en charge le fonds et organiser son désendettement dans la durée contre un injection de 3,5 milliards de dollars. Lorsque les marchés repartirent à la hausse, les banques purent faire un profit sur cette opération. Cependant le sauvetage de LTCM fut très loin d'endiguer le risque d'une crise systémique, car de nombreux autres fonds ont fait des paris similaires. Les ventes en détresse détériorèrent très rapidement la

liquidité des marchés financiers au début du mois d'octobre 1998. La crise de liquidité gagna le marché interbancaire. L'écart entre le LIBOR 3 mois (le taux auquel les banques internationales se prêtent leurs liquidités en dollars) et le taux des bons du trésor américain à trois mois (le TED *spread*) tripla par rapport à son niveau de la mi-juillet. Les marchés, pris dans une contagion auto-réalisatrice n'avaient aucune capacité propre de récupération. L'intervention d'un prêteur en dernier ressort était le seul rempart susceptible de s'opposer au désastre financier¹.»

3. L'impact de la quasi faillite de LTCM sur le système financiers et les modalités du sauvetage du fonds

Les responsables de la Fed arrivent à la conclusion qu'une liquidation du fonds entraînerait des centaines de milliards de dollars de transactions qui ne trouveraient pas de contreparties et causeraient plusieurs milliards de dollars de pertes aux soixante-quinze banques internationales qui, sans même investir dans LTCM ni lui avoir prêté d'argent, s'étaient simplement engagées dans des transactions avec le fond. Face à cette menace de panique financière et de baisse sans fin des marchés qui risqueraient de briser l'économie toute entière, les dirigeants de la Fed invitent les banques de Wall Street à établir un plan de sauvetage.

« Pendant que les banquiers trépignent et s'étripent sur les conditions de leur participation ou non à un tel plan, John Meriwether, lui, continue de rester maître de son jeu. Quand Warren Buffet lui propose, le 23 septembre, de racheter l'intégralité du fonds pour 250 millions de dollars et d'y réinjecter 3,725 milliards, Meriwether refuse en faisant valoir qu'il ne peut pas juridiquement engager les autres associés sans leur signature. Au président de la Fed de New York il explique que le plan de Warren Buffet est techniquement irréalisable. Réunis le soir même dans le bureau du conseil de la Fed de New York, les patrons de 14 institutions financières capitulent. Ils injecteront 3,625 milliards de dollars pour éviter la faillite de LTCM et laisseront une part de 10% à Meriwether et ses complices pour les motiver à désamorcer leur « bombe » sans faire de vagues.

L'affaire LTCM avait pourtant trop de ramifications pour qu'un simple plan de sauvetage suffise à l'enterrer. Les premières victimes dans le collimateur des marchés sont les banques elles-mêmes. D'abord repliée dans son silence la banque UBS a dû, le 26 septembre annoncer une provision de 950 millions de francs suisses pour faire face à ses pertes quasi-certaines sur LTCM.

¹ M. Aglietta et (al.), *les hedge funds entrepreneurs ou requins de la finance*, Perrin

Le lendemain, la Dresdner Bank annonçait une provision de 240 millions de marks. Le 1er octobre, la publication par Merrill Lynch de son exposition aux *hedge funds* a également jeté un éclairage nouveau sur son empressement à sauver LTCM. Merrill Lynch a, en effet, reconnu s'être engagé pour plus de deux milliards de dollars auprès des *hedge funds*, dont 1,4 milliard auprès du seul LTCM. Même si ce dernier engagement est théoriquement couvert par des garanties prises sur des titres appartenant à LTCM, ces derniers seraient probablement invendables ou revendiqués par d'autres créanciers en cas de faillite du fonds¹.»

Ce même 1er octobre, Bankers Trust déclarait aussi des engagements vis-à-vis des *hedge funds* atteignant 875 millions de dollars couverts à 97% par des garanties en liquide ou en bons du Trésor. La Chase Manhattan annonçait par ailleurs 3,2 milliards de dollars d'engagements vis-à-vis des *hedge funds*, couverts à 92% par des titres de qualité diverses. Le Crédit Suisse First Boston, qui s'était contenté d'annoncer, le 25 septembre, une provision de 55 millions de dollars pour une "réduction de bénéfices liée à LTCM" admettait finalement dix jours plus tard qu'il s'était engagé avec le *hedge fund* dans une opération de produits dérivés de 100 millions de dollars comparable à celle réalisée par l'UBS.

Mathis Cabiallavetta, président de la deuxième plus grosse banque du monde, l'UBS, a dû remettre sa démission, le 3 octobre, pour endiguer la colère des actionnaires et le plongeon du titre de ladite banque. Quelques traders vedettes ont aussi été remerciés. La CPR s'est séparé de son directeur des opérations de *trading* pour compte propre tandis qu'à New York, le chef des opérations des marchés émergents de Paribas a été congédié. L'enchaînement des circonstances défavorables a des effets aussi violents sur les golden boys ordinaires. La banque ING Barings, très impliquée sur les marchés financiers en général et les pays émergents, a annoncé le licenciement de 1 200 personnes. Quelques jours plus tard, Merrill Lynch se préparait à son tour à remercier 4 300 personnes. Des centaines d'autres licenciements sont attendues chez Bankers Trust tandis que Salomon Smith Barney devrait réduire de 5% les effectifs de ses activités de banque d'affaires. Les conséquences sont aussi démesurées pour l'ensemble des marchés financiers internationaux. L'onde de choc de LTCM et le dénouement des positions spéculatives des *hedge funds* se font sentir sur tous les marchés de la planète. Si l'on ajoute le capital perdu des actionnaires, les prêts irrécouvrables des banques et l'argent du plan de sauvetage, LTCM a déjà englouti 110 milliards de

¹ AGEFI, « Le phénomène des *hedge funds* », *Droitte Finance*, juin 2005.

dollars dans son naufrage. Mais ses engagements sur les marchés dépasseraient au total plus de 1 000 milliards de dollars. Dénouer de telles positions provoque des remous sur tous les marchés.

Le marché des obligations hypothécaires est totalement paralysé, celui des emprunts d'Etat américains rechute de façon erratique quand les spéculateurs revendent les titres qu'ils avaient achetés à découvert grâce à des emprunts à bon marché en yen. Le dénouement de ces positions largement répandues chez les *hedge funds* et dans les banques a entraîné des ventes de titres américains et un remboursement massif de dettes en yen.

Résultat, le dollar a enregistré, le 7 octobre, une chute de 8% comme il n'en avait pas connu depuis la fin de sa convertibilité en or, en 1973. La réaction en chaîne s'est également étendue à l'Europe. La baisse du dollar se traduisant pour les investisseurs américains par une remontée de 17% des monnaies européennes, ils auraient profité de l'aubaine pour vendre et réaliser leurs plus-values, aggravant du même coup la rechute des Bourses européennes. De nombreuses entreprises de taille moyenne ne peuvent plus se financer sur le marché obligataire américain, même si elles n'ont aucun lien avec l'Asie, la Russie ou les *hedge funds*. « Les déboires de LTCM ont révélé au grand jour des pratiques bancaires ineptes, de Wall Street à la Banque centrale italienne, en passant par la Suisse, mais aux conséquences plus dangereuses, étant donné l'ampleur des risques financiers courus. Néanmoins, le sauvetage de LTCM a révélé l'existence de relations aux forts relents de collusion, voire de conflit d'intérêts. La première question que l'on peut se poser concerne le rôle joué par la Réserve fédérale (Fed) dans cette opération controversée. "Pourquoi l'Etat fédéral doit-il peser de tout son poids pour organiser le sauvetage d'un investisseur privé?

Volcker, Greenspan, Mullins, Meriwether, Komansky et autres « grosses têtes » de Wall Street se connaissent tous. Entre la Fed et le Trésor d'une part et Wall Street de l'autre, le va et vient est permanent. Par ailleurs, on ne peut que s'étonner également de l'accord en vertu duquel la Banque d'Italie avait investi une partie de ses réserves de changes dans LTCM, un fonds connu pour ses opérations d'arbitrage sur le marché obligataire italien. Parmi les plus grandes banques commerciales se trouvant sous la tutelle de la Fed, nombreuses sont celles qui avaient octroyé des crédits à LTCM sans lui imposer une quelconque limite sur son endettement total. Les banques d'affaires majeures avaient tout aussi imprudemment accordé des prêts à une firme qui leur apportait une énorme quantité d'affaires dans les opérations sur titres et produits dérivés.

Le tableau ci-dessous rapporte la partition des pertes subies par le fonds. L'on remarque que les deux premières catégories qui ont subies les pertes les plus importantes avec un total de 2900 milliards de dollars, le total des pertes s'élève quant à lui à 3704 milliards de dollars¹.»

Tableau 7. Pertes de LTCM par marché

Marché	Pertes (en millions USD)
Swaps	1 600
Volatilité des actions	1 300
Russie et autres pays émergents	430
Paris directionnels dans les pays développés	371
Opérations sur pairs ²	286
Arbitrage de la courbe des taux	215
Actions du S&P 500	203
Arbitrage d'obligations hautement risqués	100
Total	3 704

Source : LOWENSTEIN 2000 repris par CAPOCCO, p 292.

L'un des traits marquants de la globalisation des marchés financiers est le volume d'affaires incroyable qu'un petit nombre d'institutions peuvent générer. Seules quelques-unes sont capables d'élaborer des stratégies articulées autour des produits dérivés, qui donnent des résultats aussi surprenants. Les fonds spéculatifs en font partie. Le Fond monétaire international (FMI) affirme que ces firmes ont parfois une grande influence sur les prix des actifs, en particulier si l'on considère la taille relative de leurs positions sur des marchés spécifiques. Les opérateurs de

¹P. COGGAN, *op.cit.*, p56.

² This strategy was pioneered by Nunzio Tartaglia's quant group at Morgan Stanley in the 1980's. It remains an important statistical arbitrage technique used by hedge funds. They found that certain securities were correlated in their day-to-day price movements. When a well established price correlation between A and B broke down, i.e. stock A traded up while B traded down, they would sell A and buy B, betting that the spread would eventually converge. This divergence between pairs may be caused by temporary supply/demand changes, when a single large investor changes position in a single security

marché, eux, ne doutent pas que les principaux fonds ont un poids déterminant sur les marchés émergents, ainsi que sur les marchés de la dette à haut rendement et de certains produits dérivés¹. »

CONCLUSION

Les *hedge funds* sont clairement devenus des acteurs incontournables sur les marchés de capitaux, à la fois comme source de liquidité, et comme détenteurs et gestionnaires du risque. Mais l'importance accrue de leurs fonds ainsi que les positions qu'ils prennent sur les différents marchés sur lesquels ils interviennent suscite de vives inquiétudes, qui ont, le plus souvent éclatées au grand jour, sans toutefois créer des situations cataclysmiques d'ordre systémique, ceci est dû, en grande partie, à l'intervention des autorités monétaires et financières étatiques qui ont joué le rôle de renfloueur et de prêteur en dernier ressort.

Les *hedge funds* participent à la fois à rendre les marchés financiers plus efficaces, grâce à leur capacité à réduire sensiblement les déséquilibres qui peuvent affecter les prix sur les marchés, atténuant ainsi les fluctuations sur ces derniers. L'utilisation d'un large éventail de techniques de gestion de portefeuille a démontré la capacité de ces fonds à générer des liquidités sur des marchés dont ils sont dépourvus, *l'active trading* est à cet égard le meilleur exemple ; de même que la flexibilité des techniques d'investissement dont jouissent les *hedge funds*. Les *hedge funds* sont également plus avantageux relativement aux autres fonds non alternatifs tels que les fonds communs de placement.

Cependant, les *hedge funds* sont connus plus pour les nombreux risques qu'ils font planer, à la fois, sur les établissements financiers que sur le système financier mondial dans son ensemble (aidé en cela par la forte dépendance des économies entre-elles). Le risque systémique est sans nul doute celui qui causerait le plus de problèmes s'il venait à se produire, il est donc évident qu'il soit le plus craint par les autorités de régulation nationales et internationales. Les *hedge funds* sont donc potentiellement dangereux vu les volumes de plus en plus grands des fonds qu'ils gèrent. Mais il est important de noter qu'à date, ils n'ont jamais été à l'origine d'une situation de débâcle financière ayant conduit à des crises d'ordre systémique.

¹ N. BOEZ et C-A. BOULAY « LTCM, les dangers de la finance globalisée », *Étude de cas*, 2005, p 18.

Il n'en demeure pas moins que sans l'intervention des autorités de régulation étatiques la situation aurait été plus grave dans de nombreuses situations. L'exemple du fonds LTCM est à lui seul révélateur des interactions qui existent entre les fonds spéculatifs et les pouvoirs politiques qui sont toujours prêts à intervenir en tant que ultime salvateur. Dans le cas de la crise asiatique, l'action des *hedge funds* a été manifestement déstabilisante. Cet épisode mit temporairement un coup d'arrêt aux stratégies directionnelles.

Il ressort très clairement de tout ce que nous venons de voir que les *hedge funds* sont une source d'inquiétude pour les autorités monétaires nationales et internationales et que leurs bienfaits sont très limités eu égard aux risques qu'ils font courir, à cet effet, nous verrons tout au long de la troisième et dernière partie de ce mémoire l'implication des *hedge funds* dans la crise des subprimes, nous verrons qu'ils ont été très vite pointés du doigt par bon nombre d'acteurs politiques et académiques, et leur implication dans cette dernière continue de diviser les la communauté scientifique. Les *hedge funds* continuent d'être la source de toutes les passions.

TROISIÈME PARTIE.

**L'IMPLICATION DES *HEDGE FUNDS*
DANS LA CRISE DES CRÉDITS
SUBPRIMES**

Expert PDF Evaluation

INTRODUCTION

La crise financière qui s'est déclenchée au cours de l'été 2007 constitue de toute évidence une crise systémique. Au-delà du très fort ralentissement de la croissance mondiale qu'elle a provoqué, cette crise a suscité une contagion systémique vers tout un ensemble de marchés. Aux Etats Unis, pour accéder à la propriété, un américain peut emprunter selon son salaire et donc sa capacité à rembourser. Mais cela posait problème aux classes moyennes et surtout populaires qui n'avaient pas toujours les fonds nécessaires. Les banques américaines ont donc créé les subprimes. On emprunte ce que l'on veut même si le salaire ne suffit pas mais si on ne peut plus rembourser la banque revend la maison. Au départ, cela ne posait pas de problème puisque les prix de l'immobilier étaient en hausse constante.

Mais ces crédits comportant quand même un risque, les banques ont donc transformé les dossiers de crédit immobilier en titres négociables qui se sont échangés sur les places boursières. Les acheteurs avaient donc la garantie de toucher les intérêts une fois les prêts remboursés. Les *hedge funds* et autres filiales des banques d'investissement ont gardé les titres les plus dangereux pour s'assurer un plus gros bénéfice et ont revendu les autres titres à des petits investisseurs dans le monde entier.

Evidemment, tous les investisseurs n'étaient pas au courant des risques qu'ils couraient. Malheureusement, les taux des emprunts ont fini par augmenter et les prix de l'immobilier ont fortement diminué. Les investisseurs n'ont plus reçu leurs versements et les *hedge funds* ainsi que d'autres banques ayant aussi gardé des titres d'emprunts ont perdu de très importantes sommes d'argent. HENRY M. PAULSON, le secrétaire d'état au trésor du temps du président G.W. BUSH affirme dans son ouvrage bestseller, intitulé «ON THE BRINK» que « les premières manifestations pour endiguer la crise des subprime furent entreprises par la BCE qui s'est portée garante, le 9 Aout 2007, de faire face à toute demande de liquidité de quelque montant que ce soit, au taux de 4%, elle a injecté sur les marchés des capitaux 94.4 milliards d'euros pour cette seule journée et a couvert les besoins de 49 banques Européennes, le jour même la FED a alloué 24 milliards de dollars via la

New-York FED, le lendemain elle en a rajouté 38 milliards de dollars, le même jour la BCE a rajouté 61 milliards d'euros¹.»

La crise des subprimes a très vite muté en une véritable crise financière avec des faillites bancaires en cascade, la faillite de *Lehman Brothers* fut l'élément déclencheur d'un véritable vent de panique financier qui a tout emporté sur son passage et a plongé le monde entier dans une spirale qui continue d'agiter le monde quatre ans après son déclenchement.

L'engagement des *hedge funds* dans le *trading* du risque de crédit. Leurs positions sur les CDS issus des crédits aux entreprises et sur les ABS et CDO issus de la titrisation en font des maillons de la transmission du risque systémique dans la crise des subprimes et de la crise financière qui s'en est suivi par ailleurs.

Les derniers soubresauts de cette crise que d'aucuns qualifient de millénaire se révèle dans la faillite annoncée de certains Etats que l'on considérait il y a pas longtemps de cela comme totalement solvable. La Grèce, l'Irlande, l'Italie et l'Espagne sont dans le collimateur des agences de notation. Les *hedge funds* ne sont pas en reste, car ils sont de nouveau pointés du doigt, accusés d'alimenter les spéculations sur la dette grecque.

Nous tenterons à travers cette troisième partie à présenter la crise des subprimes qui était le détonateur qui a fait voler en éclat des centaines de milliards de dollars, cette partie suit la même logique structurelle que les deux précédentes, à savoir, trois chapitres scindés chacun en trois sections qui renferment à leurs tour, trois sous sections. Nous avons jugé utile de citer les causes de la crise des subprimes suivies des conséquences de celle-ci, un certain amalgame entre ces deux éléments peut se glisser, car certains événements peuvent être à la fois une cause de la crise des subprimes et une conséquence, nous avons donc essayé de nous étaler sur les conséquences de ladite crise sous le prisme des effets macroéconomiques voir même supra national.

¹ PAULSON Henry, *On the brink, Inside the race to stop the collapse of the global financial system*, Business plus, 2010, p 62.

CHAPITRE I.

CAUSES DE LA CRISE DES *SUBPRIMES* ET RAPPEL DES FAITS MARQUANTS

Expert PDF Evaluation

Le début de la crise actuelle, en février 2007, est facile à définir comme la crise des subprimes, sa deuxième phase éclata en août de la même année et fut marquée par un tarissement généralisé du crédit.

« Ce processus de fissuration qui a commencé au sein de l'immobilier américain se poursuit, s'étant internationalisé, rayonnant à partir de son foyer initial. Si la désintégration est lente dans sa progression, elle n'en est pas moins brutale dans ses manifestations, et révèle de manière criante la faiblesse intrinsèque d'un système financier qui était apparu, à partir de l'empire soviétique, non plus seulement comme le meilleur, mais aussi comme le seul possible¹. »

« L'histoire commence sur le marché américain des prêts immobiliers dits « subprime ». Ce sont des crédits accordés aux ménages présentant de trop faibles garanties pour accéder aux emprunts normaux dits « prime », soit parce qu'ils ont déjà eu des difficultés financières par le passé, soit que la faiblesse de leurs revenus limite trop leur capacité de remboursement. Ce type de crédit s'est fortement développé aux États-Unis, surtout à partir de 2004-2005. En 2006, il représentait 40 % des nouveaux crédits hypothécaires². »

Les ménages qui en avaient les moyens avaient, eux, déjà abondamment profité de la longue période de taux d'intérêts bas pour acheter ou pour s'agrandir. Résultat : au moment où les taux d'intérêt ont commencé à remonter, c'est donc une clientèle moins solvable qui va être courtisée par le business du crédit immobilier pour continuer de faire des affaires, et tous les moyens sont bons pour la séduire : des formules de prêt de plus en plus exotiques se développent. Toutes ont en commun de prévoir des remboursements faibles dans les premières années, suivis au cours des années ultérieures d'un alourdissement parfois considérable de la charge de la dette.

« Depuis de nombreuses années, les observateurs n'ont pas manqué de mettre en garde contre les risques résultant du creusement du déficit extérieur américain. Celui-ci est parfois lié à l'aggravation du déficit budgétaire, mais il découle, plus fondamentalement, de la poussée de l'endettement des ménages. Année après année, une chute du dollar a été annoncée par certains comme une conséquence inévitable de la perte d'appétit des non-résidents pour continuer à couvrir le déficit. En fait, la dépréciation de la devise américaine, enregistrée dans les dernières années,

¹ P. JORION, *La crise des subprimes : des subprimes au séisme financier planétaire*, FAYARD, 2008, p10.

² P. D'ARVISNRET, « retour sur la crise des subprimes », *Les études économiques de BNP PARIBAS*, avril 2008, p 21.

s'est effectuée de manière assez progressive et pas forcément vis-à-vis des monnaies des pays qui présentaient les excédents les plus élevés vis-à-vis des États-Unis. Par ailleurs, le recul du dollar a eu pour effet de stabiliser la position extérieure nette des États-Unis. Les engagements de ces derniers vis-à-vis de l'extérieur sont essentiellement en dollars, tandis que les avoirs américains sont libellés dans différentes devises¹. »

Graphique 13. Taux de change effectif USD² et taux de change EUR /USD



Source : Reuters et réserve fédérale américaine, reprise par *conjoncture* p 23.

« Dès lors, la baisse du billet vert vient gonfler la valeur de ces avoirs en dollars. Certains, au premier rang desquels B. BERNANKE³, ont attribué la responsabilité du creusement du déficit externe à l'insuffisance de la demande interne des partenaires commerciaux des États-Unis, l'excès d'épargne domestique sur l'investissement se traduisant automatiquement par l'élargissement des excédents, donc de leur miroir, le déficit courant américain. Avec quelque recul, la crise actuelle, qui dépasse largement le marasme immobilier et la question du subprime⁴. »

¹ P. D'ARVISNRET, *op.cit.*, p 24.

² Le taux de change effectif est le taux de change d'une zone monétaire, mesuré comme une somme pondérée des taux de change avec les différents partenaires commerciaux et concurrents, pour le cas USD, il regroupe 93 partenaires commerciaux.

³ Ben. BERNANKE est un économiste américain, du courant néokeynésien. Il est l'actuel président de la Réserve fédérale des États-Unis.

⁴ M. STRÖMQVIST, "Hedge funds and the financial crisis of 2008", *Economic Commentaries*, p 16.

La crise des subprimes est donc à l'origine d'une mauvaise gestion de la part des institutions financières qui ont sous-évalué le risque des crédits accordés. Analysons la façade technique du phénomène.

« Les marchés financiers se qualifient de marchés efficaces, sensibles à l'information privée et publique. Les anticipations se basent sur l'information disponible. La relation entre le risque et le rendement constitue le fondement de base des marchés financiers. Le rendement se détermine en fonction du risque pris. Un risque plus élevé s'associe à un rendement plus élevé. Un biais dans l'évaluation du risque mène donc forcément à une distorsion sur le prix marché. Dans le cas des subprimes, le risque a été sous-évalué : symétriquement le rendement surévalué. Un tel investissement s'est donc avéré très intéressant, d'où l'augmentation des prix et l'apparition de la bulle spéculative.

La situation était également favorable pour les banques. L'augmentation de la valeur des titres a gonflé les bénéfices des institutions financières. La satisfaction générale a donc été la cause principale d'une myopie globalisée, sur une situation pourtant inquiétante. Les institutions de crédit ont ainsi très mal géré leurs actions, menant l'économie entière à une crise d'ampleur non-négligeable.¹»

¹ A. KURMAN, « Séminaire de politique macroéconomique », *Université de Lausanne*, p 6.

SECTION 1. LES CAUSES DE LA CRISE

C'est la plus grave crise que le monde ait connue depuis la Grande Dépression des années 1930. Une crise d'une nouvelle nature liée à l'émergence d'une forme de financement bien spécifique : la titrisation, qui est une technique financière consistant à transférer à des investisseurs des créances - hypothécaires américaines en l'occurrence - en les transformant en titres financiers émis sur le marché des capitaux pouvant être acquis par n'importe quel investisseur à travers le monde. Elle a abouti à un séisme qui se différencie de la grande crise de la dette des pays émergents des années 1980 par le seul fait de ce mode de financement.

Du fait de la dissémination internationale des crédits immobiliers américains à haut risque - subprimes-, il paraît impossible de rassembler autour d'une même table les créanciers pour renégocier un échéancier des intérêts et du principal.

La finance mondiale est entrée dans une nouvelle phase de son histoire, plus rien ne sera comme avant. La crise des subprimes est l'éclatement d'une énorme bulle du crédit, gonflée par des taux d'intérêt bas et surtout par des produits dérivés innovants, évalués pour les dérivés crédits à 26000 milliards de dollars¹. À partir de la fin des années 80, Wall Street a trouvé des moyens de transformer les crédits immobiliers en titres à vendre aux investisseurs, qui ont été attirés par le rendement de ces nouveaux produits financiers. Outre les causes énumérées en introduction de ce chapitre nous allons, dans ce qui suit, illustrer d'autres éléments qui ont joué un rôle prépondérant dans le déclenchement et la généralisation de la crise.

¹ R. DODD, « SUBPRIME : topographie d'une crise », *finance et développement*, p 15.

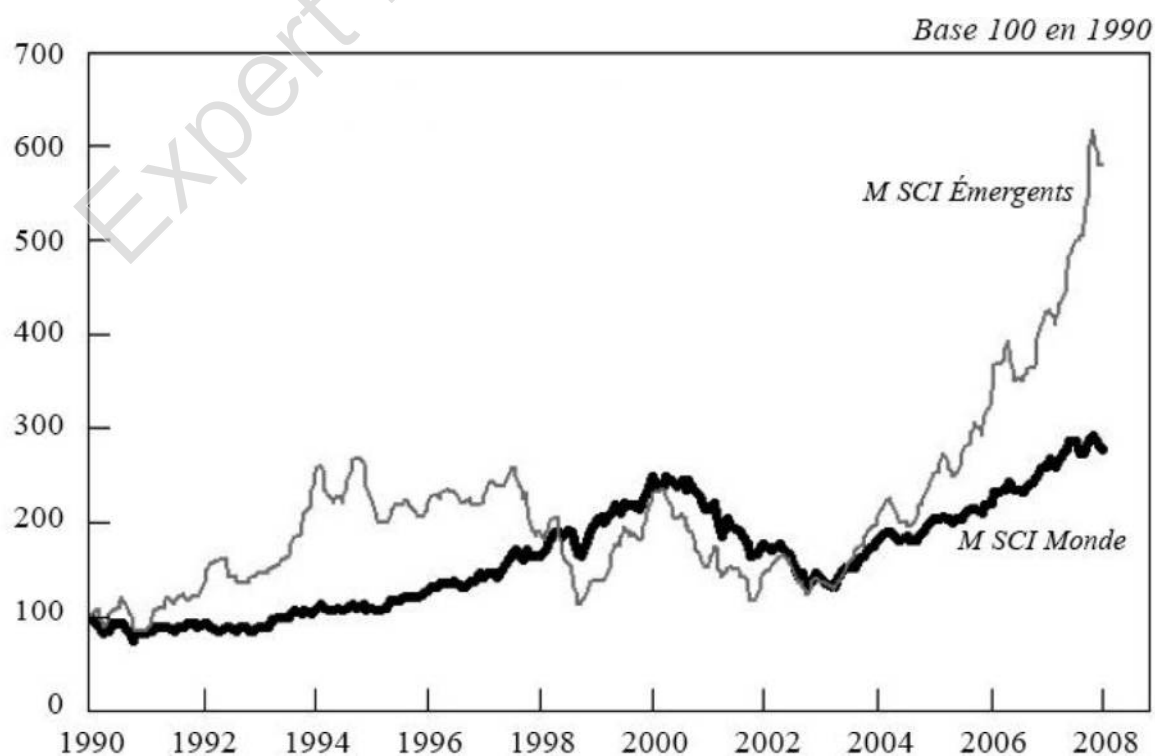
1. Situation macroéconomique instable

La crise financière est essentiellement due à de la situation de fragilité qu'avait développée l'économie mondiale après l'épisode de l'éclatement de la bulle des point com en 2000. Une fragilité masquée par de nombreuses victoires: la libéralisation globale des marchés financiers, l'intégration des économies, la désintermédiation et l'action victorieuse des banquiers centraux dans leur lutte contre l'inflation, à l'image des banquiers centraux de la FED et de la banque centrale européenne.

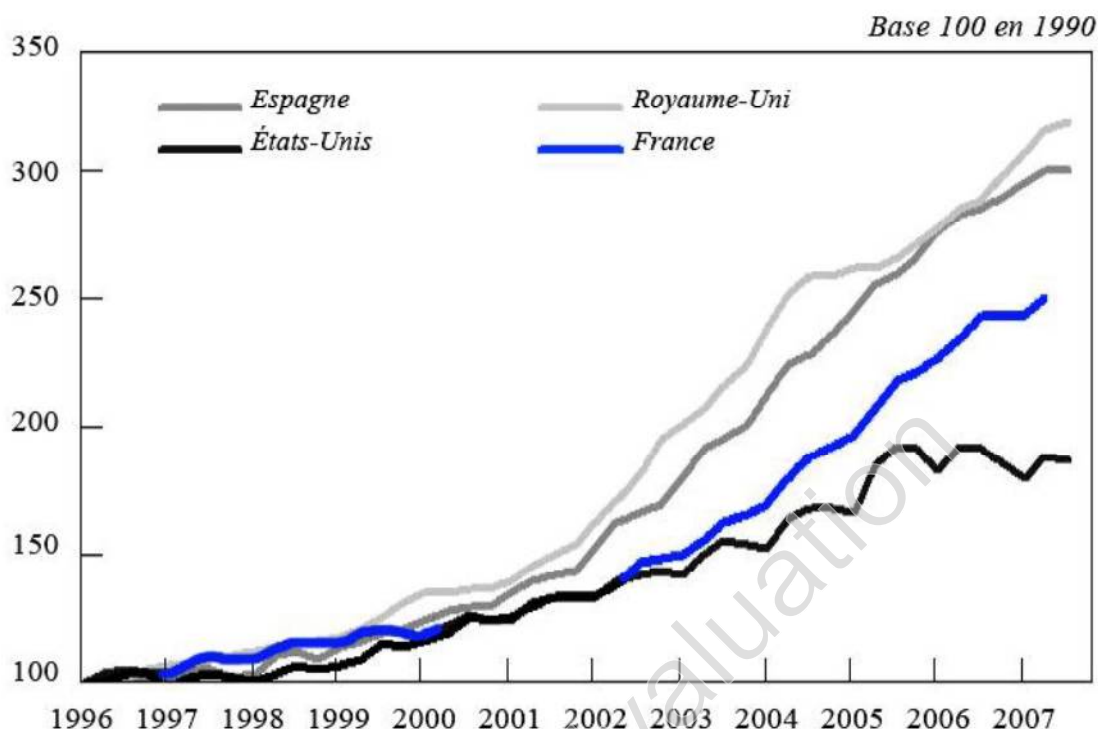
Il est utile d'insister sur le fait que les dysfonctionnements macroéconomiques s'articulent autour de six points principaux, à savoir : un accroissement de la liquidité mondiale suivie d'une baisse globale de l'inflation et de sa volatilité, générée en grande partie par le fait que le développement des pays émergents a exercé une pression à la baisse sur le prix des biens manufacturier. D'autres facteurs tels que la baisse généralisée des primes de risque et une baisse des taux d'intérêt à long terme doublé d'une expansion de crédit et d'une montée des prix d'actifs qui ont subi de plein fouet l'augmentation de la liquidité qui n'a pas affecté les prix des bien et service mais qui à eu un impact considérable sur les prix des actifs, que ce soit des titres ou des prix de l'immobilier, les graphiques 13 **a** et **b**, illustrent ce propos.

Graphique 14. Hausse du prix des actifs financiers

a. Bourses mondiales et émergentes



b. Évolution des prix de l'immobilier



Sources : Datastream et Crédit agricole.

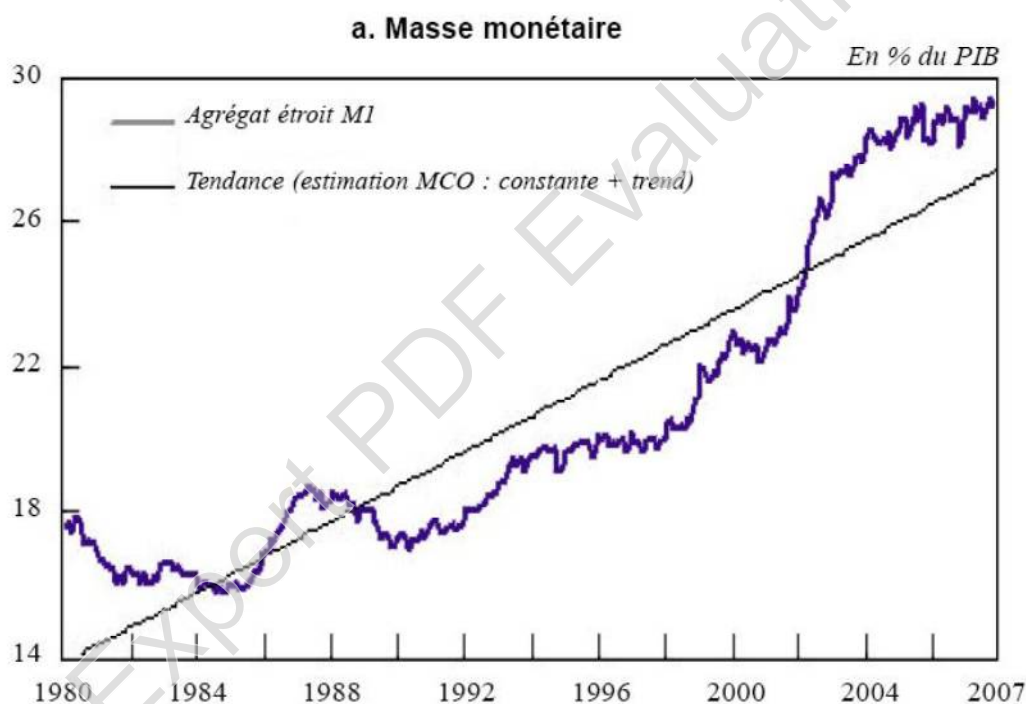
« Cette situation rappelle, pour les initiés, le célèbre « paradoxe de la tranquillité ». Le paradoxe de la tranquillité est une expression élaborée par l'économiste américain Hyman Minsky, qui a développé dans les années soixante-dix l'idée que les crises de surendettement se préparent lorsque tout va bien et que les agents économiques (entreprises, ménages...) profitent de la croissance et des taux d'intérêt bas pour emprunter parfois au-delà du raisonnable. Mais lorsque les taux d'intérêt se retournent à la hausse, en particulier du fait du resserrement monétaire, l'endettement qui paraissait soutenable, compte tenu du niveau modéré des taux, devient insupportable et vire au surendettement.

Pour la crise financière qui débute en 2007, le paradoxe de la tranquillité se double d'un paradoxe de la crédibilité : la lutte contre l'inflation, ayant donné des résultats très favorables, a renforcé la crédibilité des banques centrales. Une liquidité abondante entraîne des rendements obligataires faibles et une diminution généralisée des primes de risque, les marchés intégrant l'efficacité des politiques anti-inflationnistes des banques centrales, le graphique suivant montre le

surplus de liquidité qui figure au niveau des marchés, et ce, de 2002 à 2007. Ce surplus de liquidité à bien évidemment des sources endogènes, tels que : l'expansion du crédit, dont les causes sont à rechercher dans la croissance, la baisse des taux d'intérêts réels, les innovations financières etc., ainsi que des sources exogènes tels que, la progression très rapide des réserves de change des banques centrales des pays émergents (la Chine en particulier) et des pays exportateurs de matières premières. L'augmentation des réserves est due à d'importants excédents commerciaux et à un fort taux d'épargne dans ces pays qui connaissent des taux de croissance élevés depuis plusieurs années (ce rattrapage a par ailleurs contribué à limiter le ralentissement de la croissance dans les pays de l'OCDE depuis 2000)¹. »

Graphique 15. Augmentation de la masse monétaire depuis 2002.

1.1. Une ample liquidité depuis 2002

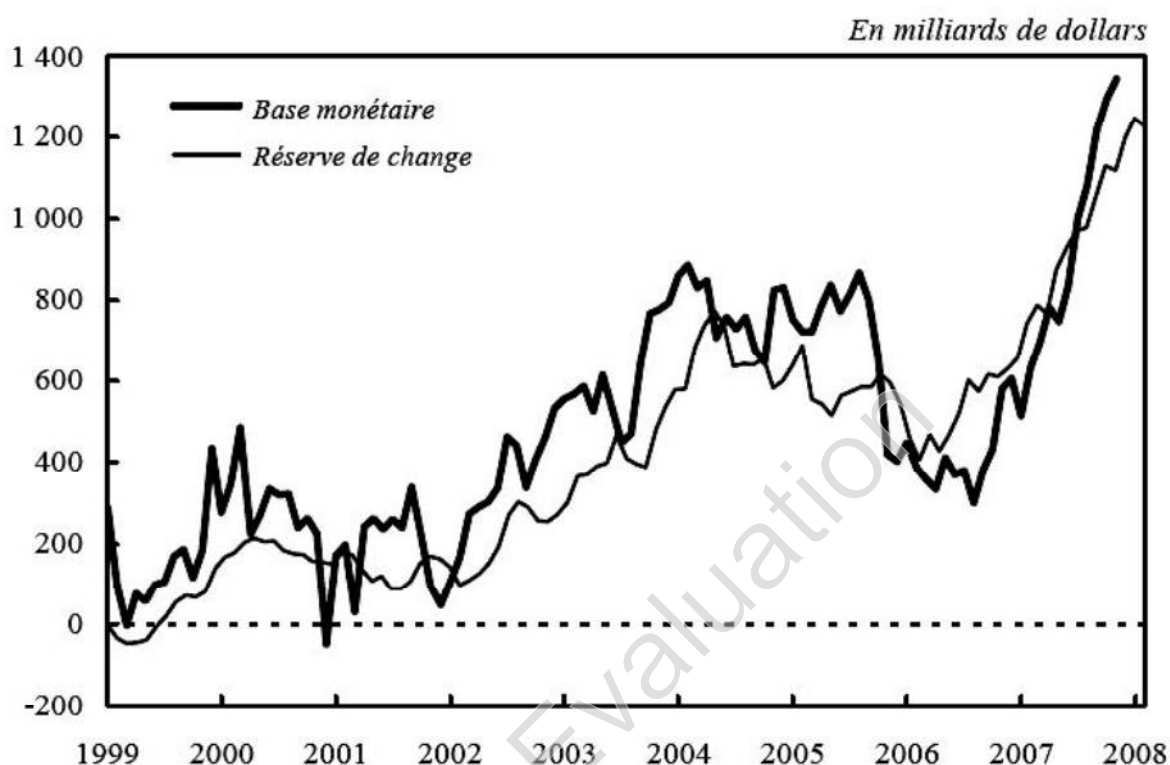


Source : Data stream

L'on observe également, sur le graphique suivant, une tendance haussière, à partir de 2006, des réserves de change et de la base monétaire d'un échantillon de pays assez important, y figurent, les pays du G 8, les pays européens qui ne sont pas membres du G 8, la Chine, l'Inde, les pays de l'Amérique latine y compris le Mexique ainsi que les pays de l'OPEP, et ce, sur une période de 10 ans.

¹ P. ARTUS, (al.), *op.cit.*, p 15.

Graphique 16. Liquidités et accumulation des réserves de change.



Source : *Data Stream*

Il s'ensuit de leur part une recherche accrue de rentabilité, à l'abri d'une crédibilité accrue dans les instances de régulation et les méthodes comptables, tandis que les innovations financières ne cessent de se développer.

« Les déséquilibres qui ont conduit à la crise des subprimes ne se sont pas enchaînés de façon linéaire et unidirectionnelle. C'est même tout le contraire : on a assisté à la conjonction de nombreux événements qui se sont renforcés les uns les autres, ce qui complique évidemment l'analyse.

À posteriori, on peut néanmoins faire apparaître un ensemble de six faits stylisés principaux. Le modèle de base est celui de la théorie du surendettement inspiré initialement des travaux d'Irving Fisher en 1933 (Boyer, 1988). Traditionnellement, tout part d'un choc de productivité qui a une incidence positive sur la croissance, qui elle-même nourrit les anticipations de profits et se traduit par une augmentation des investissements et donc du crédit. Cette dynamique porte toutefois

en elle plusieurs mécanismes de stabilisation. En effet, l'expansion du crédit est, normalement, limitée par une hausse de l'inflation qui a pour conséquence un durcissement de la politique monétaire et une remontée des taux d'intérêt¹.»

2. Dysfonctionnements microéconomiques : exigence de rentabilité, mesure du risque et réglementation

Les déséquilibres macroéconomiques sont loin d'être les seuls facteurs à l'origine de la crise, il faut donc en rajouter des dysfonctionnements microéconomiques (exigence de rentabilité et relâchement des conditions d'attribution des prêts) ainsi que l'essor de pratiques financières à haut risque.

- Une exigence de rentabilité

« Après la chute des valeurs boursières à partir de 2000, les intermédiaires financiers ont dû, pour satisfaire leurs clients, trouver d'autres placements offrant une rentabilité élevée. Lorsque les marchés d'actions sont en baisse, les investisseurs se tournent généralement vers les marchés obligataires. Toutefois, en raison des déséquilibres macroéconomiques cités plus haut, les taux actuariels étaient très bas.

Pour faire face à cette exigence de rentabilité – renforcée par la concurrence des nouveaux intermédiaires financiers (*hedge funds* en particulier) – les banques ont opté pour deux solutions : elles ont à la fois augmenté leur volume d'activité en assouplissant les conditions d'octroi des prêts et ils ont recouru à des produits financiers innovants².»

- Assouplissement des conditions d'attribution des prêts

« Le comportement des banques en matière d'attribution des prêts est traditionnellement pro-cyclique³ : les critères s'assouplissent lorsque la conjoncture est favorable et se durcissent en cas de

¹ P. ARTUS et (*al.*). p 13.

² D. PLIHON, « Instabilité financière et risque systémique : Insuffisance du contrôle macro-prudentiel », *Le financement de l'économie, Cahiers français*, p 45.

³ La pro-cyclicité désigne une variabilité excessive d'un facteur aux fluctuations du cycle économique.

conjoncture défavorable. Dans le cas de la crise des crédits subprimes, cet effet a joué pleinement comme le confirment plusieurs études empiriques récentes.

Les crédits subprimes désignent les crédits hypothécaires accordés à des emprunteurs à risque, par opposition aux crédits primes qui sont souscrits par des emprunteurs qui offrent d'excellentes garanties de remboursement. Il y a encore une dizaine d'années, le marché subprime était considéré comme une niche, mais entre 2001 et 2006, les montants ont été multipliés par 7 pour passer de 94 à 685 milliards de dollars¹. Les caractéristiques de ces prêts ont par ailleurs beaucoup évolué. On constate ainsi une très forte augmentation de la part des emprunts à taux variables au détriment des emprunts à taux fixe : les premiers passent de 1 à 13 % et les derniers de 41 à 26 %.

Le reste est composé de prêts hybrides (à taux fixe les premières années, puis à taux variable) et de prêts « ballons » qui prévoient le remboursement d'une partie importante du capital à la dernière période. Ces derniers sont surtout populaires en 2006 où ils représentent 15 % des prêts subprimes (contre moins de 3 % en 2005). Le score de crédit des emprunteurs (qui dépend de l'historique des paiements, du montant du prêt, de la durée, etc.), on s'en doute, également augmenté. En lien avec la baisse des taux d'intérêt sur les emprunts d'État (à court et à long terme), les taux proposés aux ménages américains ont diminué entre 2001 et 2004 de 9,4 à 6,7 % en moyenne. Mais plus surprenant, en 2005 et 2006, alors que les taux d'intérêt sur les emprunts d'État augmentaient, les taux des prêts hypothécaires sont restés relativement stables². »

3. Pratiques financières périlleuses

Dans un article intitulé "la révolution dérivée" écrit par Christian Marazzi³, qui vantait les mérites des produits dérivés innovants, en montrant la différence qui existe entre valeur notionnelle

¹ Il n'y a pas d'évaluation officielle de l'encours du marché des subprimes. Pour Dell'Araccia, Igan et Laeven (2008) les montants ont « seulement » triplé pour atteindre 600 milliards de dollars. Alors que les emprunteurs subprimes ne représentaient que 9 % des emprunteurs immobiliers en 2000, ce pourcentage monte à 20 % en 2006 ; par ailleurs, le montant moyen des crédits accordés aux emprunteurs subprime a sensiblement augmenté pour représenter 90 % du montant moyen des crédits accordés aux emprunteurs prime. Pour une analyse complète du marché subprime.

² P. ARTUS et (al), *op.cit.*, p 28.

³ Christian Marazzi (né en 1951) est un économiste et philosophe suisse. Il a enseigné aux Universités de Lausanne et de Genève. Diplômé de sciences politiques à l'Université de Padoue (Italie), il est actuellement chargé de cours auprès de la Scuola Unversitaria de la Suisse italienne.

ou monétaire des produits dérivés échangés journallement sur les marchés, et valeur liquide (*replacement cost*) des mêmes contrats, et mis en ligne en mai 2000, la valeur notionnelle des produits dérivés était déjà de 40,7 mille milliards de dollars, et, seulement 1,7 était réellement versé à l'échéance, soit 4,3 % du volume total des titres négociés. Sur les 40,7 mille milliards de dollars de produits dérivés échangés en 1995, 65,4 % concernaient des contrats de taux d'intérêt dans la même monnaie, 32,3 % étaient des contrats de taux de change, 1,5 % seulement des actions, et 0,8 % sur marchandises. Sur la somme totale des contrats de taux d'intérêt et taux de change, 55 % des transactions impliquaient des contreparties étrangères, d'où une globalisation intense de ces marchés.

Les archives du journal les Echos¹ fournissent d'autres chiffres ou les complètent. En effet, le quotidien relate que « la valeur notionnelle des produits dérivés en circulation, c'est-à-dire leur valeur faciale (tout à fait théorique), avait dépassé les 280.000 milliards de dollars en juin 2006, selon les données fournies par l'*International Swaps and Derivatives Association* (ISDA). L'explosion de leur valeur notionnelle a été multipliée par environ cinq depuis 2000, ce qui déjà à l'époque inquiétait certains observateurs, soucieux en particulier des risques systémiques sur les dérivés de crédit. Et ce, même si les marchés avaient depuis le 11 Septembre 2001, bien résisté aux chocs qu'ils ont subi, le dernier en date était les pertes du *hedge fund* Amaranth Advisors en 2006, à qui tous les gestionnaires désiraient confier leurs capitaux, et qui s'était écroulé en septembre 2006, effaçant six milliards de dollars d'un trait de plume détonant, 65% de la valorisation des fonds Amaranth International et Amaranth Partners s'était évaporée en moins d'un mois, pourtant l'outrance de la perte n'inquiéta pas la planète finance, ni ne rameuta le ban et l'arrière-ban des autorités régulatrices. Les dérivés de crédit affichaient la plus forte croissance avec un doublement chaque année, leur valeur notionnelle était estimée à 26.000 milliards (ceux dont parle le *expansion.com*), et la proportion des transactions confirmées sur une plate-forme électronique avaient doublé de 80 %. Les dérivés d'actions représentaient en 2006, encore une faible part de l'ensemble, avec une valeur notionnelle de 6.400 milliards.² »

Les produits dérivés représentent l'essentiel de la masse monétaire, 630 000 milliards de dollars, c'est à dire 13 fois le PIB mondial. Les CDS (Crédit default swap) qui sont au cœur de la tempête représentent 62 000 milliards de dollars dans le monde. Les CDS sont des contrats

¹ Archives que nous avons consultées lors de notre stage, effectué en France en juillet 2010.

² Les Echos n° 19762 du 29 Septembre 2006, page 35.

financiers entre acheteurs et vendeurs de protection. Il n'y a aucun fond pour garantir ces contrats et en cas de difficultés, le vendeur de protection est obligé de fournir de l'argent bien réel. Ces opérations n'apparaissent pas dans le bilan des organismes financiers (on appelle cela une « exposition hors bilan ») et c'est pour cela que le pire est à venir ! L'OCC (*Comptroller of the Currency*, l'autorité de tutelle des banques a déclaré le 30 juin 2008 que les banques commerciales US possédaient 182 100 milliards de dollars de produits dérivés. Son dernier rapport (30 septembre 2008) précise que JP Morgan Chase détiendrait 43 000 milliards de dollars en produits dérivés et Citigroup 17 500 milliards soit plus que le PIB mondial. Les sommes en jeu sont colossales et, pour rappel, les entreprises sont interconnectées à l'aide de CDS pour un montant de 62 000 milliards de dollars¹.

¹ Nous y reviendrons en détail dans la section 3 du présent chapitre.

SECTION 2. LE DÉROULEMENT DE LA CRISE DES SUBPRIMES

Le rapport de la banque des règlements internationaux a publié dans son rapport de septembre 2009 une chronologie du déroulement de la crise des subprimes, chronologie que nous allons reprendre dans cette section, car elle a le mérite d'être, à la fois, claire et exhaustive :

« 2007

9 août

Les problèmes sur les marchés du crédit hypothécaire et de la dette se propagent aux marchés interbancaires et monétaires lorsque les émetteurs de papier commercial adossé à des actifs rencontrent des difficultés à se refinancer, et de gros fonds de placement gèlent leurs remboursements, invoquant leur incapacité à valoriser leurs actifs.

12 décembre

Les banques centrales de cinq grandes zones monétaires annoncent une action concertée, incluant la mise en place de lignes de swap en dollars et destinée à apaiser les tensions sur les marchés des financements à court terme.

2008

16 mars

JPMorgan Chase accepte de racheter Bear Stearns dans le cadre d'une opération facilitée par les autorités américaines.

4 juin

Moody's et Standard & Poor's déclassent les rehausseurs de crédit MBIA et Ambac, ravivant les craintes de voir la valeur des titres assurés par ces sociétés se déprécier.

13 juillet

Les autorités américaines annoncent des mesures de soutien en faveur des deux agences fédérales de financement hypothécaire (Fannie Mae et Freddie Mac) comprenant des souscriptions à des augmentations de capital.

15 juillet

L'autorité américaine des marchés financiers (SEC) prend une ordonnance restreignant la vente à découvert sans emprunt de titres.

7 septembre

Mise sous tutelle gouvernementale de Fannie Mae et Freddie Mac.

15 septembre

Lehman Brothers Holdings Inc. se place sous la protection du chapitre 11 de la loi américaine sur les faillites.

16 septembre

Reserve Primary, un important fonds de placement monétaire américain, annonce que la valeur de son actif net est inférieure à son passif, déclenchant une vague de retraits massifs ; le gouvernement américain monte un plan de sauvetage en faveur de l'assureur AIG (au cours des prochains mois, il sera contraint de le renforcer et de le réaménager plusieurs fois).

18 septembre

Pour faire face à la pénurie de liquidité en dollars, plusieurs banques centrales prennent des mesures concertées créant des lignes de swap, ou relevant le plafond de celles existantes, pour un total de \$160 milliards ; les autorités britanniques interdisent la vente à découvert d'actions du secteur financier.

19 septembre

Le Trésor américain annonce une garantie temporaire des investissements dans les fonds de placement monétaires ; la SEC interdit la vente à découvert d'actions du secteur financier ; le Trésor américain esquisse les premiers éléments d'un plan de \$700 milliards, baptisé TARP (*Troubled Asset Relief Program*), qui vise à retirer les actifs douteux du bilan des banques.

25 septembre

Les autorités américaines prennent le contrôle de *Washington Mutual*, première institution d'épargne du pays, dont les actifs se chiffrent à quelque \$300 milliards.

29 septembre

Bradford & Bingley, établissement spécialisé dans les crédits hypothécaires, est nationalisée ; Fortis, groupe belge de bancassurance, bénéficie d'une injection de capital apportée par trois gouvernements européens ; le groupe allemand *Hypo Real Estate*, spécialisé dans le crédit immobilier commercial, reçoit une ligne de crédit sous l'égide de l'État ; en difficulté, la banque Wachovia fait l'objet d'un rachat ; le projet TARP est rejeté par la Chambre des représentants.

30 septembre

Le groupe financier Dexia reçoit une injection publique de capital ; le gouvernement irlandais annonce qu'il garantit tous les dépôts, ainsi que les obligations sécurisées, la dette senior et la dette subordonnée de six banques irlandaises ; au cours des semaines suivantes, d'autres gouvernements prennent des mesures analogues.

3 octobre

Le Congrès des États-Unis adopte le plan TARP remanié.

8 octobre

De grandes banques centrales opèrent une réduction concertée de leurs taux directeurs ; les autorités britanniques annoncent un ensemble de mesures de soutien, comprenant des injections de fonds propre dans des groupes bancaires britanniques.

13 octobre

De grandes banques centrales annoncent conjointement la fourniture illimitée de financements en dollars, en vue d'apaiser les tensions sur les marchés monétaires ; les gouvernements des pays de la zone euro s'engagent à procéder à des opérations de recapitalisation en faveur de l'ensemble de leurs systèmes bancaires respectifs ; selon certaines informations, le Trésor américain envisage de prendre \$125 milliards de participations dans neuf grandes banques.

28 octobre

La Hongrie obtient auprès du FMI et d'autres institutions multilatérales un plan de sortie de \$25 milliards visant à endiguer les sorties croissantes de capitaux et les tensions sur les changes qui en résultent.

29 octobre

Pour lutter contre la pénurie prolongée de liquidités en dollars dans le monde, la Réserve fédérale conclut des accords de swap avec les autorités monétaires de quatre pays : Brésil, Corée, Mexique et Singapour.

15 novembre

Les pays du G 20 s'engagent à conjuguer leurs efforts pour renforcer la coopération, relancer la croissance mondiale et réformer l'ensemble du système financier.

25 novembre

La Réserve fédérale annonce la création d'une facilité de \$200 milliards pour accorder des crédits contre titres adossés à des prêts à la consommation et à des concours aux PME ; en outre, elle alloue jusqu'à \$500 milliards à l'achat d'obligations et de titres adossés à des prêts hypothécaires émis par les agences américaines.

2009

16 janvier

Les autorités irlandaises prennent le contrôle d'Anglo Irish Bank ; comme elles l'avaient fait pour Citigroup en novembre, les autorités américaines acceptent de venir en aide à Bank of America en prenant une participation sous la forme d'actions de préférence et en garantissant un ensemble d'actifs douteux.

19 janvier

Dans le cadre d'un plan de sauvetage élargi, les autorités britanniques renforcent leur participation dans Royal Bank of Scotland. Des mesures similaires sont prises les jours suivants par d'autres autorités nationales.

10 février

Les autorités américaines dévoilent un nouveau train de mesures pour soutenir le secteur financier incluant un programme d'investissement public-privé (PPIP) à hauteur de \$1 000 milliards, destiné au rachat d'actifs douteux.

10 février

Les ministres des Finances et gouverneurs de banque centrale du G 7 réaffirment leur engagement à utiliser tout l'éventail des mesures à leur disposition pour soutenir la croissance et l'emploi et renforcer le secteur financier.

5 mars

La Banque d'Angleterre lance un programme de quelque \$100 milliards destiné à des achats fermes, sur une période de trois mois, d'actifs du secteur privé et d'obligations d'État.

18 mars

La Réserve fédérale annonce un plan visant à acquérir sur six mois jusqu'à \$300 milliards de titres du Trésor à long terme et relève le plafond de son programme de rachats de titres des agences américaines.

23 mars

Le Trésor américain donne de plus amples détails sur le PPIP proposé en février.

2 avril Dans le communiqué publié à l'issue du sommet du G 20, les gouvernements s'engagent à restaurer la confiance et la croissance, notamment par des mesures visant à renforcer le système financier.

6 avril Aux États-Unis, le Comité fédéral de l'open market (CFOM) autorise de nouvelles lignes temporaires de swap de devises avec la Banque d'Angleterre, la BCE, la Banque du Japon et la Banque nationale suisse.

24 avril

La Réserve fédérale présente les résultats des tests de résistance menés pour évaluer la solidité financière des 19 principales institutions financières américaines, déclarant que la plupart des banques disposent aujourd'hui de fonds propres bien supérieurs aux niveaux requis.

7 mai

Le Conseil des gouverneurs de la BCE prend la décision de principe autorisant l'Eurosystème à acheter des obligations sécurisées libellées en euros ; les autorités américaines publient les

résultats de leurs tests de résistance : dix banques souffrent d'une insuffisance de fonds propres cumulés de \$75 milliards, qui doit être comblée essentiellement par des placements d'actions ordinaires¹.»

1. Assèchement de la de la liquidité

Cela a été une conséquence assez inattendue, au départ, de la crise financière : la liquidité a disparu de certains marchés (marché interbancaires, marchés des ABS même dans certains cas marché des *covered bonds* obligations sécurisées), alors que la liquidité macroéconomique globale continuait à croître très rapidement. À partir de juin 2007, des informations de plus en plus précises annoncent la détérioration des dernières vagues accordées de crédits subprime.

Elles font apparaître, dans le vintage 2006, un taux de défaut singulièrement supérieur à celui des années précédentes. Les autorités se veulent alors rassurantes. Ben Bernanke, président de la Fed, déclare le 5 juin :

« Le retournement du marché immobilier a été brusque (...). Cependant, les facteurs fondamentaux – incluant une croissance solide des revenus et des taux d'intérêt hypothécaires relativement bas – devraient maintenir la demande immobilière et, au point où nous en sommes, il est peu vraisemblable que les difficultés du marché des subprimes se propagent au reste de l'économie ou au système financier. Surviennent néanmoins des rafales de baisses de notes par les agences de rating qui bouleversent, à la fois, les anticipations des opérateurs, déclenchent des protections automatiques liées aux processus de titrisation et en font monter brutalement les taux. De fait, elles portent un coup sévère au processus en révélant brutalement le prix du risque. Les market triggers conduisent alors à une activation des lignes de crédit contingentes des banques *back up lines*, tandis que les opérateurs ne désirent plus financer les systèmes de titrisation. Ils ne renouvellent plus leur papier commercial et veulent moins encore participer à de nouvelles opérations, même si les taux d'intérêt offerts montent².»

Les banques sont alors touchées directement aux États-Unis, car exposées au secteur du logement *Countrywide Financial Corp*, mais aussi indirectement parce qu'elles avaient acquis ces

¹ Banque des règlements Internationaux, 79^e Rapport, p19&20.

² FONDS MONÉTAIRE INTERNATIONAL, « Rapport de stabilité financière dans le monde : actualité des marchés », p96.

produits financiers dans le cadre de la diversification de leurs placements et de la recherche de rendements élevés (banque allemande IKB, par exemple). Une dynamique potentiellement très risquée se met ainsi en place, de plus en plus de refinancements étant devenus obligatoires auprès des banques commerciales, les banques vont se refinancer à la banque centrale car elles ne peuvent plus le faire entre elles, les actifs en jeu voyant leur qualité baisser, en tout cas soumises à interrogation. Le marché des *asset backed commercial paper* (ABCP) se tarit, le marché monétaire entre en crise.

Les hausses très fortes de l'aversion pour le risque et l'illiquidité conduisent à ce que la demande chute très fortement pour un certain nombre d'actifs (donc à ce que les marchés de ces actifs deviennent très peu liquides) :

- les prêts interbancaires au-delà du très court terme, d'où la hausse très forte, malgré les injections de liquidités des banques centrales, des écarts de taux d'intérêt entre les taux des prêts interbancaires, les taux des swaps ou les taux sur les billets des Trésors ;
- les ABS de tous types, d'où la hausse très forte de leurs *spreads* ;
- les *covered bonds* (obligations sécurisées garanties par des crédits hypothécaires ou des créances sur les collectivités locales) dans le cas de l'Espagne et du Royaume-Uni, faiblement de la France.

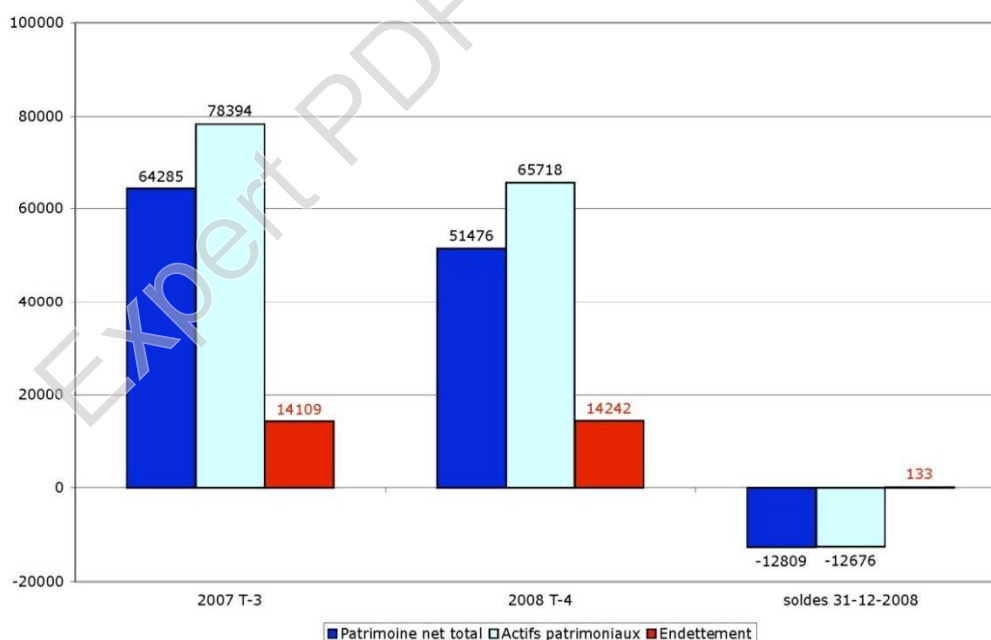
Les prêteurs ont été inquiétés par les pertes réalisées par les banques et par le risque de hausse des défauts des emprunteurs immobiliers. Ils ont réalisé que beaucoup d'ABS étaient complexes, difficiles à valoriser, illiquides en cas de tension financière. Le danger à court terme, en ce qui concerne le financement de l'économie, est double : danger en termes de quantité (les banques rationnent le crédit puisqu'elles éprouvent des difficultés à se refinancer et à titriser) ; danger en termes de prix (les taux d'intérêt des crédits augmentent puisque c'est le cas pour les coûts de financement des banques). Il est certain que les enquêtes révèlent que les banques déclarent devenir plus restrictives, même s'il est difficile de mesurer l'étendue exacte de ces restrictions.

2. Pertes patrimoniales pour les ménages

« Sur le seul été 2007, au moment où la bulle immobilière explose, le nombre de saisies de logements est en hausse de 90 % par rapport à l'année précédente. Les patrimoines - notamment les patrimoines immobiliers - ont joué un rôle fondamental dans la consommation des américains durant la décennie précédant la crise. Les effets d'enrichissement qu'ils génèrent - aussi illusoire soient-ils - ont poussé les ménages américains dans la voie d'une consommation frénétique sans borne accompagné d'une chute vertigineuse de l'épargne.

Le patrimoine net total des ménages fait la différence entre les actifs patrimoniaux totaux et l'endettement des ménages. Les actifs patrimoniaux se décomposent en actifs tangibles et actifs financiers. Les actifs tangibles regroupent les biens immobiliers et les biens durables qui constituent une petite part de leur valeur. Le graphique suivant témoigne de la l'évolution des patrimoines pour les ménages et les organisations non gouvernementales entre le troisième trimestre 2007 et le quatrième trimestre 2008¹.»

Graphique 17 : évolutions des patrimoines des ménages et des ONG



Source : réserve fédérale US-flow of fund account B 100- 4^o trimestre 2008.

¹ C. DUNETON, « Subprime, mot de l'année 2008 », *Le Figaro*, samedi 27- dimanche 28 décembre 2008, p 27.

Les actifs financiers regroupent l'ensemble des avoirs financiers des ménages. Leur variété est très importante. L'endettement étant resté à peu près constant, le patrimoine net total des ménages a surtout souffert d'une baisse très sensible de la valeur totale des actifs patrimoniaux qui ont chuté de 12676 Md de \$ en cinq trimestres. Le patrimoine net total a baissé pour sa part de 12809 Md de \$ en raison d'une très légère progression de l'endettement.

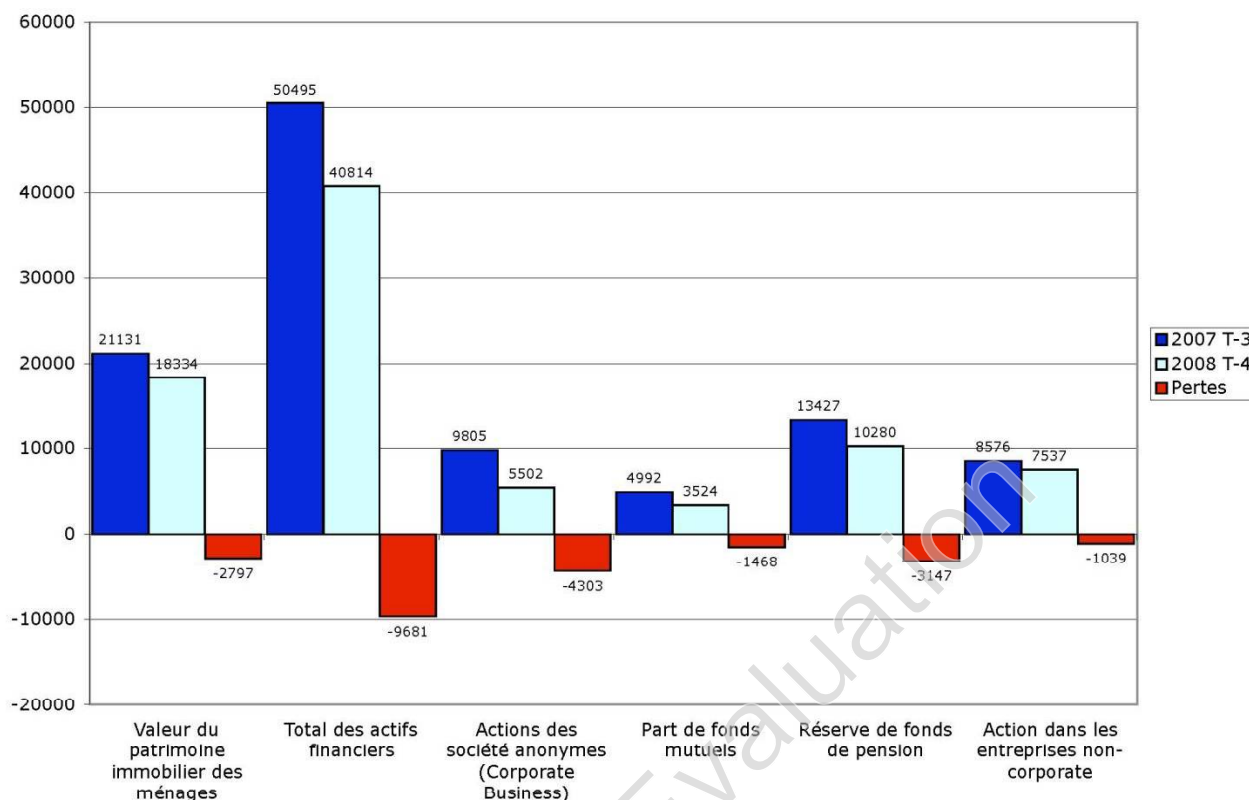
« Les données quantitatives figurant dans les deux graphiques sont à la valeur de marché. Les chiffres incluent les ONG. Cette agrégation, voulue par la Réserve Fédérale des États-Unis, ne nuit pas au calcul des pertes patrimoniales des ménages, les ONG ne représentant qu'une partie minime de la valeur du patrimoine des ménages, leur intégration au calcul ne porte pas préjudice aux données étudiées ici.

La valeur du patrimoine net total en pourcentage du revenu personnel disponible (Revenu – contribution directe) souligne l'ampleur de la perte de valeur du patrimoine des ménages. De 628 % du revenu disponible, le patrimoine net total des ménages n'était plus que de 480 % au dernier trimestre 2008. On conçoit que les ménages aient perdu confiance dans l'avenir et se soient remis à épargner à hauteur de plus de 400 Md de \$ (en rythme annuel) au premier trimestre 2009.

Les ménages américains découvrent que la valeur de leur patrimoine était surestimée, soit qu'ils aient acheté leurs logements en s'endettant à l'excès, soit que les performances financières de leurs placements aient été surévaluées sous l'action de plus-values boursières faramineuses et de dividendes exagérés, soit que les performances de produits financiers rémunérateurs aient dévoilé brutalement leur potentiel de risque¹.»

¹ « La crise financière : diagnostic et perspectives » Revue d'économie financière, p03.

Graphique 18 : Pertes patrimoniales des ménages et des ONG



Source : réserve fédérale US-flow of fund account B 100- 4^e trimestre 2008.

Ce second graphique nous renseigne sur les éléments du patrimoine des ménages qui ont perdu en importance dans leurs avoirs patrimoniaux. Cette perte peut être la conséquence soit d'une chute de la valeur de marché des actifs, soit de leur vente pure et simple, soit pour les biens immobiliers de leur saisie.

Il apparaît que les pertes de valeur dues à la baisse des prix ou aux saisies sur les biens immobiliers ont lourdement affecté la valeur immobilière du patrimoine des ménages. En cinq trimestres, les pertes sont de 15 % de la valeur du patrimoine, soit -2797 Md de \$. Pour ce qui concerne le total des actifs financiers, il s'agit encore de perte de valeur puisqu'en dépit des changements affectant la répartition des avoirs, le patrimoine financier des ménages enregistre une perte sèche de 9681 Md de \$, c'est-à-dire 23 % de la valeur du patrimoine financier des ménages au 3 trimestre 2007. Les éléments du patrimoine qui ont perdu le plus de valeur dans la valeur totale des actifs financiers sont les actions des sociétés anonymes (- 4303 Md de \$), suivies par les réserves des fonds de pension (-3147 Md de \$) et les parts de fonds mutuels (-1468 Md de \$).

« Le contrecoup du recul de la bourse américaine est particulièrement sensible dans la redistribution du patrimoine des ménages. Tous les éléments du patrimoine liés aux performances boursières baissent, les obligations publiques et privées ont la faveur des ménages ou des gestionnaires de leurs patrimoines. Il est à ce titre paradoxal que les titres du Trésor ne profitent que faiblement de la préférence obligataire : ils étaient de 363 Md de \$ au troisième trimestre 2007, ils sont de 273 Md de \$ à la fin 2008.

La comparaison des pertes sur la valeur du patrimoine financier total et des pertes sur la valeur des biens immobiliers permet de comprendre pourquoi l'administration Obama se concentre d'urgence sur la relance du secteur financier. C'est sans doute la meilleure manière d'alléger les pertes patrimoniales financières, de ranimer un moral des ménages en berne et de soutenir la consommation si la reprise se produit rapidement. C'est aussi un moyen de relancer à moyen terme la machine à endettement et une consommation pied au plancher impliquant une désépargne exceptionnelle.

Ce réamorçage du fonctionnement de la sphère financière a un défaut : le patrimoine immobilier est mieux réparti entre les ménages que les actifs financiers qui sont surtout détenus par les couches supérieures de la société sous l'effet de la polarisation des revenus. Ce patrimoine pèse donc considérablement sur des ménages qui sont par ailleurs éprouvés par un chômage massif, lui-même couplé à une détérioration de leurs revenus salariaux et patrimoniaux (intérêt et dividende).

Une stratégie de relance durable suppose d'aider à sortir rapidement le marché immobilier du marasme, la relance du crédit ne saurait en effet suffire pour relancer un secteur immobilier qui connaît un retournement historique¹.»

¹ P. JORION, *L'implosion : La finance contre l'économie, ce que révèle et annonce la crise des subprimes*, FAYARD, 2008, p138.

SECTION 3. LES EFFETS DE LA CRISE DES *SUBPRIMES*

A l'heure où nous rédigeons ces mots la planète toute entière subit une fois de plus les retombées de la crise financière de 2008, qui, rappelons-le, n'est rien d'autre que la résultante de la crise des subprimes. En effet, l'été 2011 a connu une agitation financière particulièrement violente, dans le sillage de la crise financière de 2008 et du marasme économique des années 2009-2011, la dette souveraine de la première puissance mondiale est devenue tellement abyssale que les américains ont dû, tant bien que mal, augmenter le plafond de leur dette. Ce qui a valu aux États Unis, un abaissement de leur note par standards & Poor's de +AAA à +AA, la conséquence ne s'est pas fait attendre, les places financières à l'échelon mondial ont viré au rouge ; les baisses sont comparables à celles des pires journées de l'automne 2008. Il est désormais acquis que la crise des subprimes n'est pas un reliquat du passé, elle continue de faire des ravages sur la planète finance.

Nous allons, dans ce qui suit, revenir aux premières semaines et mois qui ont suivi le déclenchement de la crise des subprimes. La montée des défauts sur les prêts subprime a provoqué une poussée des craintes quant à la solvabilité des institutions exposées via leurs investissements dans les supports de titrisation. Les prêts hypothécaires ont, en effet, été largement cédés sur le marché après avoir fait l'objet de titrisation et de transformation sous forme d'instruments de dette, grâce à l'utilisation de techniques de rehaussement du crédit (collatéralisation accrue, hiérarchisation en tranches *equity*, *mezzanine*, *senior*).

Dans la première quinzaine du mois d'août 2007, les inquiétudes se sont exacerbées et ont touché le marché interbancaire, notamment dans la zone euro et aux États-Unis. Les taux au jour le jour ont bondi du fait de la recherche généralisée de liquidité de la part des établissements de crédits, pour atteindre des niveaux bien supérieurs aux cibles des banques centrales (respectivement 4,7 % contre 4% en zone euro et 6% contre 5,25% aux États-Unis).

« La fuite vers la sécurité a provoqué une demande accrue de titres d'État, conduisant à creuser l'écart entre les taux interbancaires et les taux des bons du Trésor. Ainsi, aux États-Unis, l'écart entre ces taux est passé de 0,5% à 2,5%. Les autorités monétaires n'ont pu faire autrement qu'injecter massivement de la liquidité afin de ramener le marché vers des conditions de fonctionnement normales et d'éviter ainsi d'amplifier un mouvement de ventes d'actifs de bonne qualité. Le 9 août 2007, la BCE a injecté 95 milliards d'euros et 61 milliards le lendemain, la Fed

injectait respectivement 24, puis 38 milliards de dollars, ce qui a amené le taux des *Fed funds* à s'établir nettement en dessous de l'objectif de 5,25%. En outre, la Fed a, de son côté, ramené le 17 août son taux d'escompte de 6,25% à 5,25% pour des échéances de 30 jours et admis des *Asset Backed Securities* (ABS) à l'escompte. L'écart du taux d'escompte par rapport aux *Fed funds* a été ainsi réduit de moitié¹. »

1. Faillites historiques d'établissements financiers

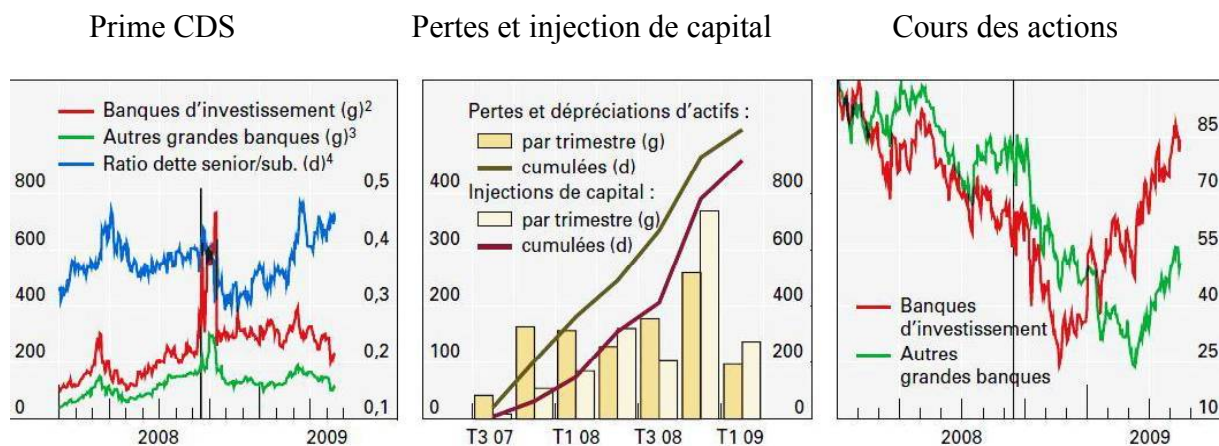
« La reprise de Bear Stearns, le 16 mars 2008, a été suivie d'un bref répit, puis de nouvelles pressions se sont exercées sur les prix des actifs financiers. Au cours de cette période, les investisseurs se sont particulièrement attachés aux signes indiquant que l'accentuation de la récession aux États-Unis avait gagné les autres grandes économies, entraînant un ralentissement général de l'activité. En conséquence, les perspectives en matière de bénéfices, de taux de défaut et de pertes du secteur financier ont mis une nouvelle fois les bilans des banques sous pression et suscité des inquiétudes quant à la capacité de celles-ci à mettre en œuvre leurs plans de recapitalisation. L'attention s'est alors détournée de plus en plus des questions de refinancement bancaire pour se concentrer sur la solvabilité, faisant ainsi peser des contraintes supplémentaires sur les établissements déjà lourdement endettés et fortement exposés à des actifs dépréciés.

De vives préoccupations concernant les fonds propres des banques sont réapparues en juin, après la publication de mauvaises nouvelles sur le secteur en difficulté des rehausseurs de crédit². Moody's et Standard & Poor's avaient abaissé, plus tôt dans le mois, la notation de deux grands noms, MBIA et Ambac. Ces décisions ont été suivies d'une série d'autres déclassements au cours des semaines suivantes. La crainte de pertes de valorisation sur les titres garantis par ces établissements s'est ajoutée à des informations faisant état de mauvais résultats enregistrés par les banques d'investissement. En conséquence, les cours sur l'ensemble des marchés de la dette et des actions ont commencé à reculer à partir de la mi-juin, particulièrement pour les actifs du secteur financier². » le graphique suivant traduit le résultat des craintes qui pèsent sur le secteur bancaire.

¹P. D'ARVISENET, *op.cit*, p 3.

² Banque des Règlements Internationaux, «79^e Rapport annuel de la BRI», 2007,p 21.

Graphique 19. Indicateurs du secteur bancaire au moment de la crise



Sources : Bloomberg ; Markit ; calculs BRI.

Le trait vertical dans le graphique de gauche et de droite désigne le jour où Lehman Brothers s'est placé sous la protection du chapitre 11 de la loi américaine sur les faillites et qui correspond au 15 septembre 2008.

L'encadré de gauche (graphique en rouge) représente les CDS sur 4 grandes banques d'investissement internationales (y compris Lehman Brothers jusqu'au 15 septembre 2008 et Merrill Lynch jusqu'au 31 décembre 2008) ; moyenne non pondérée, en points de base.

En vert on voit les CDS sur 14 grandes banques commerciales internationales ; moyenne non pondérée, en point de base. Le graphique bleu symbolise le Ratio prime sur dette senior/prime sur dette subordonnée pour les 18 banques des 2 groupes, ré-étalonné pour tenir compte du taux de recouvrement moyen sur CDS senior ; dette subordonnée : avec un taux de recouvrement estimé à 10 %.

L'encadré du milieu représente les pertes et injections de capital en milliards de dollars ; à partir de T3 2008 : injections de fonds publics incluses. Et enfin pour l'encadré de droite représentés les 18 banques internationales de l'échantillon ; moyenne non pondérée, en termes de dollars ; 1er janvier 2008 = 100.

Une série de faillites de banques américaines ont suivi celle de la banque d'affaires LEHMAN BROTHERS une liste exhaustive¹ a été communiquée par la *Federal Deposit Insurance*

¹ Voir *Infra*, Annexe 5.

Corporation (FDIC)¹. L'accroissement de la volatilité sur les marchés financiers trouve, comme nous l'avons indiqué précédemment, ses origines dans le secteur subprime américain, qui, dans le contexte de l'affaiblissement du marché immobilier, était confronté à une crise de crédit. Des défauts de paiements massifs par des ménages sur leurs prêts hypothécaires ont provoqué un effondrement des résultats opérationnels, voire des faillites de banques commerciales.

La faillite de la banque d'affaires américaine *Lehman Brothers* vers la mi-septembre 2008 marque le passage des turbulences financières, dont les conséquences étaient certes graves mais semblaient limitées et gérables, à une crise économique et financière globale, dont les conséquences étaient imprévisibles. De par son importance systémique, la banqueroute de cet institut financier a en effet provoqué un enchaînement de réactions qui se sont autoalimentées et qui ont amplifié la volatilité sur les marchés financiers².»

Un rapport publié le 11 mars 2010 par un expert judiciaire chargé d'analyser la faillite de la banque d'affaires a conclu que durant les mois qui ont précédé son effondrement, en septembre 2008, la banque d'investissement *Lehman Brothers* avait publié des communiqués financiers qui étaient « matériellement trompeurs » et que ses directeurs s'étaient livrés à « la manipulation comptable des bilans. »

Ledit rapport donne les détails d'une fraude comptable massive, comprenant des transactions secrètes permettant à la banque de falsifier le montant de sa dette et de dissimuler l'ampleur de ses pertes découlant de ses actifs toxiques liés aux prêts hypothécaires.

L'effondrement de *Lehman Brothers*, le 15 septembre 2008, a déclenché un Krach mondial des marchés du crédit, ledit Krach fut utilisé par le gouvernement américain et les gouvernements du monde entier pour justifier le déblocage de milliers de milliards de dollars de fonds publics pour renflouer le système bancaire. La crise financière a provoqué la récession la plus profonde depuis les années 1930 en éliminant des millions d'emplois. À présent, les gouvernements sont en train d'imposer des mesures d'austérité drastiques pour faire payer à la classe ouvrière la défaillance des trésors publics au profit des banquiers et des spéculateurs, nous y reviendrons plus en détail dans la sous-section 3 de la présente section.

¹ La FDIC est une agence gouvernementale américaine créée par le congrès américain, elle a pour mission de maintenir la stabilité financière et monétaire aux États-Unis au lendemain de la crise des subprimes.

² Banque Centrale du Luxembourg, « Revue de Stabilité Financière 2009 », p31.

« Toutes les principales banques ont recouru à des véhicules d'investissement structurés, pour rayer leurs pertes de leurs bilans et faire des milliards en reficelant ce qu'ils savaient être des prêts hypothécaires douteux subprime et les vendre comme des collateralized debt obligations CDO (obligations gagées sur dettes). Les pratiques de Lehman n'ont été révélées que parce que la banque était la plus faible des grandes sociétés de *Wall Street* et fut poussée à la faillite en grande partie parce que ses plus grands rivaux ont réagi de façon agressive en faisant craquer leur rival en difficulté.

Selon le rapport du chargé d'analyse, Lehman s'était spécialisé dans la surévaluation de ses actifs immobiliers et la manipulation de ses livres de comptes dans le but de fournir des rapports financiers trimestriels qui dissimulaient son niveau d'endettement réel. Comme l'expliquait l'auteur du rapport, Anton R. Valukas du cabinet juridique Jenner & Block : À l'insu du public investisseur, des agences de notation, des régulateurs du gouvernement et du directoire de Lehman, pour embellir ses comptes Lehman, a faussé le ratio d'endettement (*leverage ratio*) de la société dans un but destiné uniquement à tromper le public¹. »

2. Propagation de la crise aux marchés financiers mondiaux et la généralisation de la crise de confiance

Il n'est pas inutile de rappeler que l'éclatement de la crise des subprimes en 2007 fait suite à une longue période de taux d'intérêt réels inhabituellement bas, de conditions de crédit généreuses, de faible volatilité des marchés et de hausse globale des prix des actifs – sources de vulnérabilités importantes mais latentes. Lorsque celles-ci se sont matérialisées, après des dépréciations d'actifs en série, les principaux marchés financiers ont été en proie à des dysfonctionnements et la solvabilité de pans entiers du système bancaire international a été mise en doute.

« Les perturbations se sont très vite étendues à l'ensemble du système financier mondial. En raison de la rétention de liquidité pratiquée par les banques, l'écart Libor–OIS² dollars est passé d'environ 80 point de base début septembre, niveau déjà élevé, à près de 250 point de base en fin de mois. D'autres marchés, tels que ceux de l'euro et de la livre sterling, ont subi des turbulences semblables. Les swaps monétaires ont été particulièrement affectés, car la majoration des primes de

¹ In, <http://tempsreel.nouvelobs.com/actualite/economie>, 17/09/2008.

² LIBOR-OIS est la différence entre le LIBOR et le taux de swaps indexé au jour le jour, le calcul de la différence entre ces deux taux est primordial, dans la mesure où elle est le reflet de la santé financière du système bancaire.

risque sur le secteur financier et l'augmentation de la demande mondiale de liquidités en dollars ont fait monter le coût implicite des financements en dollars à des sommets historiques par rapport au *Libor*. La viabilité même de certains participants majeurs a été brusquement remise en question et la perception du risque de contrepartie s'est exacerbée. L'indice de référence américain sur contrats CDS a bondi, sur la seule journée du 15 septembre, de 42 point de base pour la qualité investissement et de 118 point de base pour la catégorie haut rendement. Dans les autres grandes économies, les primes de risque ont enregistré des hausses comparables, évoluant en parallèle avec les marchés américains. Les cours des actions ont cédé quelque 4 % aux États-Unis et en Europe le jour de la faillite de Lehman Brothers et poursuivi leur baisse jusqu'au 17 septembre.

Dans ce contexte de tensions systémiques extrêmes, les autorités ont redoublé d'initiatives. Le 18 septembre, la banque britannique HBOS a été contrainte, à l'initiative des pouvoirs publics, de fusionner avec l'une de ses concurrentes. Dans le même temps, afin d'atténuer les pressions sur les valeurs boursières du secteur financier, les autorités gouvernementales britanniques ont suspendu les ventes à découvert, une mesure que les États-Unis adopteront le lendemain. De leur côté, les grandes banques centrales ont réagi par une nouvelle vague d'actions concertées pour remédier à la pénurie de financements à court terme en dollars. Le 19 septembre, le Trésor américain annonçait l'octroi d'une garantie temporaire aux investisseurs en fonds de placement monétaires afin d'endiguer les retraits¹.»

Les sorties de capitaux se sont modérées, les actifs finissant même par remonter. Après la réaction initiale à la faillite de Lehman Brothers, les marchés se sont rétablis, il n'en demeure pas moins que les pressions sur les banques et autres institutions financières ne se sont pas rabaisées. Grâce aux premiers détails du plan Paulson de \$700 milliards mis au point pour retirer les actifs dépréciés du bilan des établissements financiers, les primes de risque sont redescendues.

Les marchés des actions se sont également rétablis, aidés en cela par la nouvelle interdiction des ventes à découvert. Le 19 septembre 2008, l'indice S&P 500 faisait un bond de 4 %, plusieurs actions bancaires très en vue se revalorisant encore davantage, et les bourses européennes gagnaient plus de 8 %. Toutefois, dans le but de mettre fin aux transferts à des tiers de positions de contreparties et de fonds de clientèle, Goldman Sachs et Morgan Stanley ont obtenu des autorités

¹ Banque des Règlements Internationaux, *op.cit.*, p 32.

américaines, le dimanche 21 septembre, l'autorisation de se transformer en holdings bancaires. La semaine suivante, les autorités prenaient le contrôle de la caisse d'épargne américaine

La crise financière actuelle, conséquence de la bulle immobilière a généré une série de dysfonctionnements qu'on peut scinder en cinq phases, elles sont plus ou moins distinctes. Elle a commencé avec les perturbations liées aux emprunts hypothécaires à risque (subprime), de juin 2007 à mi-mars 2008 (graphique 20).

Graphique 20. Les phases de la crise financière depuis l'éclatement de la bulle de l'immobilier



1 Indice Morgan Stanley Capital International, en termes de dollars ; 1er juin 2007 = 100.

2 CDS sur 18 grandes banques internationales (y compris Lehman Brothers jusqu'au 15 septembre 2008 et Merrill Lynch jusqu'au 31 décembre 2008) ; moyenne non pondérée, en pb.

3 Libor dollar 3 mois moins taux OIS (overnight index swaps, swaps jour le jour indicels), en pb.

Sources : Bloomberg ; Markit ; calculs BRI.

À la suite de cette première phase, au cours de laquelle il était essentiellement question de liquidité en termes de ressources, les pertes bancaires et les dépréciations se sont poursuivies alors que la détérioration de la conjoncture se traduisait peu à peu par de nouvelles baisses du prix des actifs. Durant la deuxième phase (de mars à mi-septembre 2008), les problèmes de financement ont ainsi fait place à des préoccupations au sujet de la solvabilité, et donc du risque de faillites bancaires caractérisées.

« La chute de Lehman Brothers le 15 septembre, a déclenché la troisième phase, la plus aiguë, sous la forme d'une perte de confiance généralisée qui n'a pris fin qu'après de multiples interventions de la part des autorités, d'une ampleur inégalée. Pendant la quatrième phase (de fin octobre 2008 à mi-mars 2009), les marchés ont dû faire face à des perspectives de croissance mondiale de plus en plus sombres, en même temps qu'à des incertitudes quant aux effets des interventions publiques sur les marchés et l'économie. La cinquième phase (depuis mi-mars 2009) a vu apparaître des signes du retour d'un certain optimisme sur les marchés, malgré des nouvelles macroéconomiques et financières qui demeurent largement négatives¹. »

3. Déséquilibres macroéconomiques et marasme social.

La crise économique mondiale a contribué à l'accroissement des inégalités, menant ainsi non seulement à un processus généralisé d'appauvrissement, mais aussi à l'anéantissement des groupes à revenu moyen et moyen supérieur. Le consumérisme de la classe moyenne sur lequel est basé ce modèle de développement capitaliste, est lui aussi menacé. Les faillites ont frappé plusieurs des secteurs les plus vitaux de l'économie mondiale. Les classes moyennes occidentales ont pour leur part été sujettes à l'érosion de leurs richesses matérielles durant plusieurs décennies.

Pour la croissance mondiale, en gros deux scénarios sont envisageables. Dans le premier, il y a bien ralentissement de la croissance mais pas de vraie récession aux Etats-Unis. Alors, la croissance rapide des « locomotives » actuelles de l'économie mondiale (Chine, Inde, Brésil...) n'est pas significativement réduite par la crise des subprimes. La croissance des grands pays émergents permet de « digérer » à peu près le choc immobilier aux Etats-Unis, et la croissance mondiale reste entre 4 % et 5 % en 2008. Dans le deuxième scénario intervient une vraie et significative récession aux Etats-Unis, qui freine la croissance des grands pays émergents et celle de l'économie mondiale, susceptible alors de tomber à 3 % par an.

Les turbulences financières entamées en 2007 ont muté au deuxième semestre 2008 en une crise financière bien plus grave qu'anticipée initialement. Celle-ci s'est propagée des États-Unis au reste du monde, affectant aussi bien les économies développées que les économies émergentes. Elle s'est en outre étendue de la sphère financière à la sphère réelle de l'économie, provoquant la récession mondiale la plus sévère depuis la fin de la Deuxième Guerre mondiale. Si, à l'heure

¹ Banque des Règlements Internationaux, *op.cit.*, p 36.

actuelle, la situation sur les marchés financiers semble se calmer par rapport aux turbulences de la fin de l'année 2008, une issue rapide de la crise financière ne semble pas réaliste. De même, si la chute de la production semble proche du creux cyclique, les institutions internationales s'accordent en général sur une période relativement longue pour récupérer la production perdue et pour retrouver un sentier de croissance normal.

Dans la sphère réelle de l'économie, la volatilité record des marchés financiers et les doutes quant à la stabilité du système financier se sont traduits par un manque de visibilité et une incertitude engendrant un arrêt brutal de l'expansion de l'économie et du commerce au plan mondial. Ainsi, selon l'OCDE, le PIB en volume de la zone OCDE a reculé de 1,5 % au dernier trimestre de 2008. Selon la même organisation, le commerce mondial aurait pour sa part accusé une diminution en volume de quelque 13 % en 2008. Sont survenus dans ce contexte des arrêts de production dans l'industrie, le secteur automobile étant particulièrement affecté, des reports de projets d'investissement ainsi qu'un affaissement historique des exportations dans toutes les régions du monde.

La réponse des autorités à ce changement de régime a été multiple : aux injections de liquidités par les banques centrales et aux plans de sauvetage des acteurs du secteur financier se sont rajoutées des politiques de relance macroéconomique avec d'importants volets fiscaux. Les banques centrales ont procédé à un assouplissement monétaire rapide, baissant les taux d'intérêt directeurs à des niveaux historiquement bas. Dans la zone euro, la Banque centrale européenne a baissé ses taux à 5 reprises, de 4,25 % en juillet 2008 à 1,25 % en avril 2009. Aux États-Unis, la Réserve Fédérale les a réduits à 10 reprises, les ramenant de 5,25 % en juin 2006 à un corridor entre 0 % et 0,25 % en début d'année 2009. Avec l'effondrement de « l'économie civile », le développement de l'économie de guerre étasunienne, soutenu par un budget de guerre monstrueux avoisinant le billion, a atteint des nouveaux sommets, justifiant l'abaissement de la note souveraine de la première puissance mondiale. Au moment où les marchés s'effondrent et que la récession se développe, les entrepreneurs militaires, les industries d'armements perfectionnés ont connu une croissance fulgurante.

CHAPITRE II.

LES *HEDGE FUNDS*, ACTEURS MAJEURS SUR LES MARCHÉS DES DÉRIVÉS DE CRÉDIT

Souffrant d'une image déplorable dans l'opinion, les promoteurs des *hedge funds* contre-attaquent en refusant, que la crise des subprime leurs soit attribué. Certains vont même jusqu'à dire que les *hedge funds* ne sont pour rien dans la crise actuelle et ont servi de bouc émissaire. Mais la plupart des économistes reconnaissent que les *hedge funds* ont joué un rôle dans la crise financière internationale. En résumé, la thèse de ces derniers est que les *hedge funds* ont d'une part permis aux banques d'écouler les produits titrisés qu'elles élaboraient et d'autre part ont accru la spirale de baisse des actifs mondiaux en cherchant à satisfaire les demandes de remboursement émanant de leurs investisseurs. En effet, en faisant sortir du bilan des risques qu'elles assuraient par ailleurs en étant les principaux prêteurs des *hedge funds* via les conventions de *prime brokerage*, les *hedge funds* ont permis à la crise des subprime de se maintenir et d'atteindre un niveau systémique.

Les *hedge funds* sont devenus des acteurs majeurs dans le *trading* de produits de titrisation puisqu'ils ont été les plus gros acheteurs de CDO adossés aux crédits hypothécaires *subprimes* et leur part est particulièrement élevée dans les tranches les plus risquées (voir tableau 8).

TABLEAU 8. Les *hedge funds* acheteurs de CDO

	Sociétés d'assurances	<i>Hedge funds</i>	Banques	Sociétés de gestion d'actifs (<i>asset management</i>)
Total	9,8 %	46,5 %	24,9 %	18,8 %
AAA	6,9 %	12,1 %	14,5 %	5,8 %
AA	1,2 %	4,0 %	3,5 %	4,0 %
A	0,3 %	4,6 %	1,4 %	2,9 %
BBB	0,6 %	4,3 %	0,3 %	4,0 %
BB	0,0 %	2,3 %	0,3 %	0,3 %
Equity	0,9 %	19,1 %	4,9 %	1,7 %
Total en milliards de dollars	295	1396	746	564

Sources : Blundell Wignall (2007), repris par Michel aglietta & Sandra Rigot, p 237. Rapport du conseil d'analyse économique.

L'on remarque très distinctement dans ce tableau que les *hedge funds* sont de loin les plus grands acheteurs de crédits structurés avec un total de 1396 milliards de dollars, ils sont surtout «friends» des tranches les plus risquées, car sources de primes de risque plus élevées.

En raison de leur très forte dépendance vis-à-vis des *prime brokers*, les *hedge funds* constituent un maillon faible de la propagation du risque systémique qui a affecté l'ensemble de la titrisation et des dérivés de crédit. Il importe de comprendre pourquoi le crédit titrisé est devenu une machine à engendrer des pertes alors qu'il était censé disséminer les risques et d'expliquer le rôle des *hedge funds* dans cette crise. Il est primordial de comprendre avant toute chose l'alchimie de la méthode de titrisation.

Expert PDF Evaluation

SECTION 1. LE MÉCANISME DE TITRISATION AU CŒUR DE LA CRISE

Comme le krach de 1987, la crise des subprimes a rouvert la discussion sur les avantages et les défis de l'innovation financière entendue au sens large (y compris la titrisation). L'innovation financière, accélérée selon les pays depuis le début des années 1970 ou des années 1980, est d'abord la rencontre de trois phénomènes structurels : la libéralisation (ou déréglementation) financière, l'arrivée des nouvelles technologies de l'information et de la communication et leur application directe à la banque et à la finance, la montée des risques financiers et la volonté de mieux s'en protéger ou de mieux en profiter. Rétrospectivement, on peut dire que les innovations financières se sont révélées être un jeu fort intéressant : elles ont considérablement élargi la palette des financements possibles pour les emprunteurs (entreprises, Etats, particuliers...), tout en étendant également le champ des investissements offerts aux prêteurs.

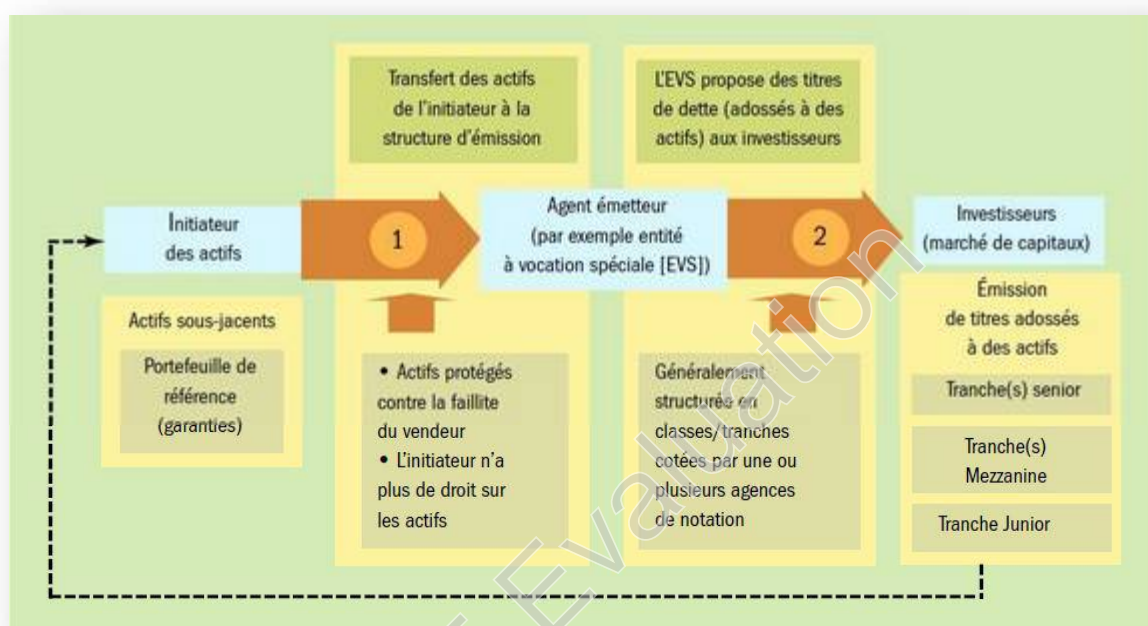
Le financement structuré consiste à grouper plusieurs risques sous-jacents (risque de marché et risque de crédit par exemple) en mettant en commun des instruments exposés à ces risques (obligations, prêts ou titres) adossés à des hypothèques et en découpant les frais de trésorerie qui en résultent en tranches versées aux différents détenteurs. Les paiements effectués à partir de ces ressources communes sont versés aux détenteurs de ces tranches dans un ordre précis, en commençant par les tranches dites «sénior», les moins risquées, puis en descendant graduellement jusqu'à la tranche *Equity*, la plus risquée, en y reviendra plus en détail dans la deuxième sous-section.

1. Qu'est-ce que la titrisation ?

La titrisation a commencé dans les années 70, quand les agences spécialisées appuyées par le gouvernement des États-Unis ont regroupé les hypothèques immobilières. À partir des années 80, on a commencé à titriser d'autres actifs générateurs de revenu et, ces dernières années, le marché a connu une croissance spectaculaire. Sur certains marchés, comme ceux des titres adossés à des hypothèques à risque aux États-Unis, la dégradation inattendue de la qualité de certains des actifs sous-jacents a miné la confiance des investisseurs.

L'ampleur et la durée de la crise du crédit qui en résultent semblent montrer que la titrisation, combinée à une mauvaise distribution du crédit, à des méthodes d'évaluation inadéquates et à un contrôle réglementaire insuffisant, pourrait porter un coup très grave à la stabilité financière.

Schéma 5. Principe de fonctionnement de la titrisation



Sources : A.Jobs, *Finance et développement*, p. 48

La titrisation est donc un montage financier qui consiste à émettre des titres adossés à un panier d'actifs, le plus souvent des créances (voir Schéma 4). Les actifs sous-jacents sont pour ainsi dire « transformés » en titres, d'où l'expression « titrisation » (*securitization* en anglais). Les revenus versés au détenteur du titre sont issus des produits des actifs sous-jacents, d'où le terme générique ABS, *Asset-Backed Securities*.

« Dans le cas des actions et des obligations, le titre en lui-même, qui constitue un actif pour l'investisseur, est représentatif d'une part du passif de l'émetteur : du capital dans le cas de l'action, d'un emprunt à long terme dans le cas de l'obligation. Cependant ce passif a pour vocation de financer des investissements, et c'est bien la confiance que l'investisseur a dans la capacité de

l'émetteur à faire fructifier son investissement (donc créer des actifs) qui l'a poussé à acquérir le titre en question¹.»

Dans le cas d'un titre issu d'une opération de titrisation, c'est différent : le titre étant adossé à un panier d'actifs préexistants au montage, la capacité de l'émetteur à honorer les paiements prévus ne dépend pas de ses qualités propres mais seulement de la qualité des créances sous-jacentes. L'actif est généralement déjà créé, et d'ailleurs dans le cas de la titrisation on parle de refinancement, et non de financement tout court. Toutefois certaines titrisations s'appuient également sur des créances futures.

« Sous sa forme la plus simple, le processus de titrisation comporte deux étapes. Dans la première, une société qui détient des créances ou d'autres actifs générateurs de revenu — l'initiateur— choisit les actifs qu'elle veut enlever de son bilan et les regroupe dans ce qu'on appelle un portefeuille de référence. Elle vend ensuite ces actifs à un émetteur, par exemple une entité à vocation spéciale (EVS) ou (SPV), souvent créée par une institution financière pour acheter les actifs et effectuer leur traitement juridique et comptable hors bilan. Dans la seconde étape, l'émetteur finance l'acquisition des actifs groupés en mettant sur le marché des titres rémunérés négociables qui sont vendus à des investisseurs sur le marché des capitaux. Ceux-ci reçoivent des paiements à taux fixe ou flottant depuis un compte fiduciaire financé par le produit du portefeuille de référence. Dans la plupart des cas, l'initiateur assure le service des prêts du portefeuille, collecte les paiements des emprunteurs initiaux et les transmet, moyennant une commission, à la structure ou au fiduciaire. Au fond, la titrisation est une source de financement alternative et diversifiée fondée sur le transfert du risque de crédit (et peut-être aussi du risque de taux d'intérêt et de monnaie) de l'émetteur à l'investisseur.

Selon une formule récente plus raffinée, le portefeuille de référence est divisé en plusieurs tranches, dont chacune comporte un niveau de risque différent et est vendue séparément. Le retour sur investissement (remboursement du principal et des intérêts) et les pertes sont répartis entre les diverses tranches selon leur rang. Par exemple, la tranche la moins risquée à la première créance sur le revenu produit par les actifs sous-jacents, et la plus risquée à la dernière créance.

¹ C. FRETE et P. CASSETTE, *De la securization à la titrisation*, Esca, 1991, p 45.

La structure classique de titrisation a trois paliers : junior, mezzanine et senior. Cette structure concentre les pertes attendues sur la tranche junior, ou position de premier risque, qui est généralement la tranche la plus petite, mais celle qui supporte la plus grande part du risque de crédit et reçoit le rendement le plus élevé. Il n'y a guère d'anticipation de perte sur les tranches senior, qui sont très sensibles à l'évolution de la qualité des actifs sous-jacents parce que les investisseurs financent souvent leur achat par l'emprunt. Cette sensibilité a été la source des difficultés du marché hypothécaire à risque en 2007. Quand les tranches les plus risquées ont connu des problèmes de remboursement, la crise de confiance s'est propagée aux détenteurs des tranches seniors, suscitant chez les investisseurs la panique et la fuite vers des actifs plus sûrs, et entraînant une braderie de la dette titrisée¹.»

2. Actifs sous-jacents et rehaussement de crédits titrisés

L'avantage d'une opération de titrisation est de permettre au détenteur des créances sous-jacentes de refinancer celles-ci. On va donc trouver des actifs typiquement illiquides, par exemple des créances sur des particuliers, impossibles à céder directement car chacune est spécifique et nécessite un traitement administratif. On va trouver aussi des créances de petits montants, comme des crédits à la consommation, dont chacune individuellement génère de faibles revenus mais qui mises toutes ensemble constituent un panier global d'une valeur suffisante. Un des premiers usages de la titrisation est donc de créer un actif négociable, et donc un marché, à partir d'actifs qui ne le sont pas. On va donc titriser les actifs suivants :

- Créances hypothécaires sur des particuliers ; c'est dans cette catégorie qu'on trouve les « subprimes », prêts immobiliers accordés à des particuliers à la solvabilité douteuse.
- Créances hypothécaires sur des entreprises
- Crédits bancaires aux entreprises
- Créances commerciales
- Prêts étudiants (principalement aux Etats-Unis)
- Encours de cartes de crédit : dans ce cas, le titre émis va typiquement être d'une maturité plus longue que les créances sous-jacentes ; le portefeuille d'actifs va devoir être « rechargé » à plusieurs reprises afin de garantir les flux promis. Les créances titrisées ne sont donc pas (toutes) encore nées au moment du montage. On parle de titrisation de flux futurs.

¹ A. JOBST, «Qu'est-ce que la titrisation? » *Finances & Développement*, p 49.

- Prêts automobiles

Ces actifs titrisés donnent lieu à une terminologie foisonnante dont voici les principaux termes :

Tout d'abord le terme ABS lui-même est porteur d'une certaine ambiguïté : il est utilisé pour désigner l'ensemble des titres issus des titrisations, puisque après tout c'est bien ce que le nom veut dire. Mais c'est un faux ami (comme les TCN) : en fait on devrait apparemment utiliser le terme d'ABS pour tout ce qui n'est pas rattaché aux créances hypothécaires, ce qui donne 2 catégories (entre parenthèses la nature des actifs sous-jacents) pour les titres à moyen-long terme, auxquelles s'ajoute une 3ème catégorie, celle des titres à court terme :

MBS : *Mortgage Backed Securities*, titrisation de créances hypothécaires, dont :

RMBS : *Residential Mortgage Backed Securities* (crédits hypothécaires aux ménages)

CMBS : *Commercial Mortgage Backed Securities* (crédits hypothécaires aux entreprises)

ABS : titrisation de tout autre type d'actifs.

CBO : *Collateralized Bond Obligation* (obligations)

CLO : *Collateralized Loan Obligation* (prêts bancaires)

CDO : *Collateralized Debt Obligation* (actifs divers, généralement non hypothécaires) ; la particularité des CDO est d'être structurés en « tranches » de niveau de risques croissant.

Les CDO ont été créés en 1987 par la société d'investissement Drexel Burnham Lambert, aujourd'hui disparue, dans le cadre de son financement par emprunts obligataires à haut risque de rachats d'entreprises par endettement. Les crédits hypothécaires à risque étaient réunis en un pool de CDO, les créances titrisées sur les remboursements des crédits du pool étant divisées en plusieurs «tranches», ou catégories de risques. Comme les hypothèques sous-jacentes, les CDO payaient le principal et les intérêts.

ABCP *Asset-Backed Commercial Paper* : titres à court terme garantis par des créances commerciales. On présentera dans ce qui suit les techniques de rehaussement de crédit qui ont un rôle central dans l'épanouissement de la titrisation.

Jusqu'à un passé récent, les ABS bénéficiaient d'une bonne réputation sur les marchés et étaient censés constituer des placements plus rentables que les placements obligataires, avec un

profil de risque identique. Pourtant il existe une probabilité de défaut sur le pool de créances sous-jacentes. Plusieurs techniques dites de « rehaussement de crédit » permettent d'aboutir à ce résultat.

- *Excess spread* : le taux d'intérêt servi sur les titres émis est inférieur au taux d'intérêt moyen perçu sur les créances sous-jacentes.

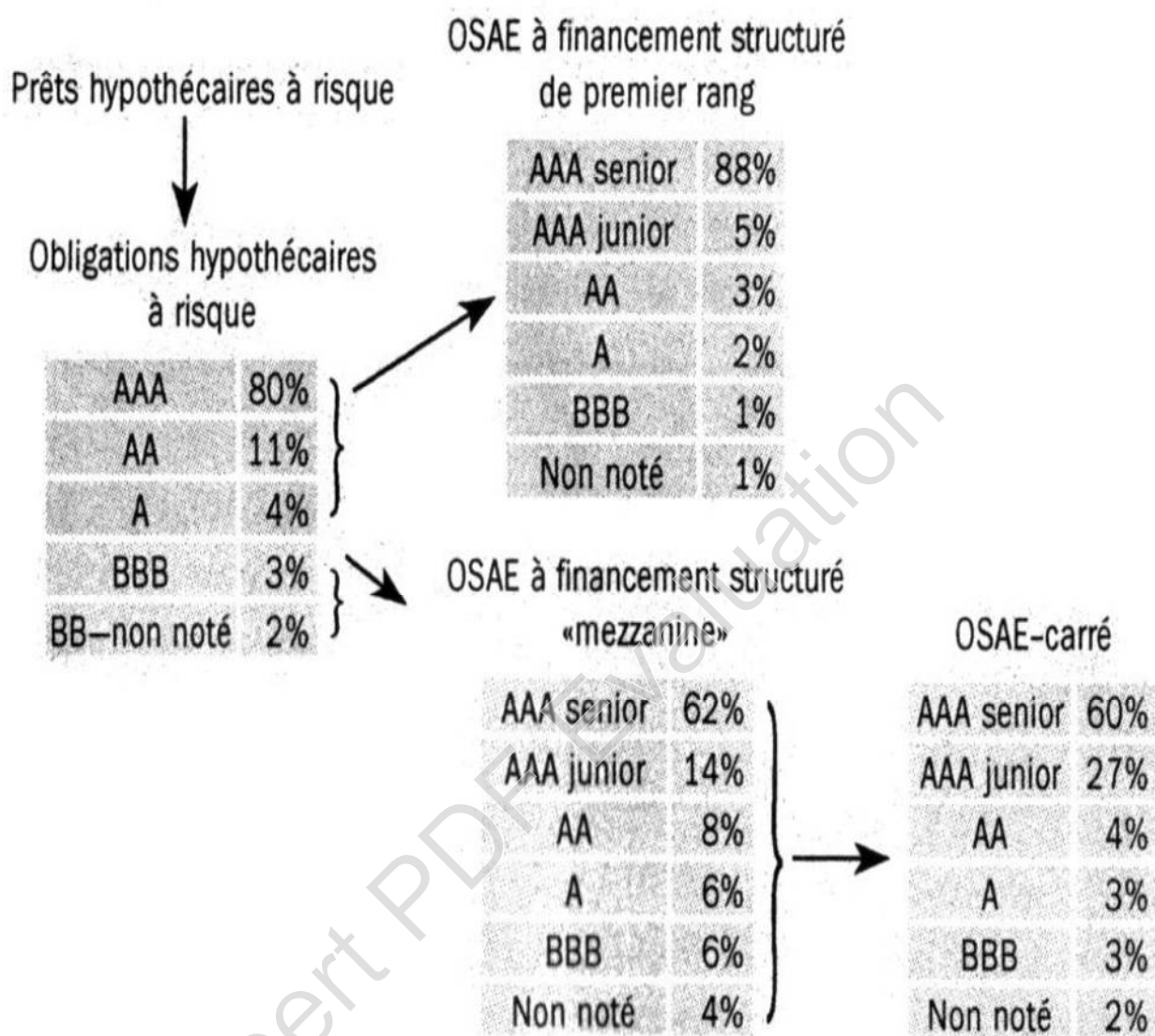
Sur collatéralisation : la valorisation globale des créances sous-jacentes est supérieure au nominal total des titres émis.

- Subordination : les titres émis ne sont pas tous identiques mais répartis en tranches successives. Le remboursement de chaque tranche est subordonné (conditionné) à celui de la tranche immédiatement supérieure. La tranche supérieure, dite « senior » bénéficie donc d'une priorité sur la tranche intermédiaire, « mezzanine », etc. En contrepartie, le taux d'intérêt est croissant : moins le remboursement est garanti, plus le taux d'intérêt servi est élevé. La tranche la plus basse, dite « equity », n'est généralement pas distribuée aux investisseurs et est conservée par l'originateur.
- Dépôt de garantie : un dépôt de garantie est constitué par le cédant auprès du SPV.
- Garantie par un tiers : des compagnies d'assurance, dites « *monoline* » se sont spécialisées dans la garantie des structures de titrisation.
- Produits dérivés (dérivés de crédit): l'utilisation des produits dérivés, en particulier des dérivés de crédit, permet aussi de couvrir le risque du pool de collatéral

On obtient ainsi un "produit structuré", mis au point de telle sorte que la tranche supérieure obtienne la meilleure note possible ("AAA" ou "*Investment grade*") de la part des agences de notation, les tranches médianes une note intermédiaire ("BBB" dans le schéma ci-dessous) et la tranche inférieure sera non notée ou notée comme "*Speculative*". Il est à noter que si l'opération se passe bien la tranche "Equity" pourra en fait générer de confortables revenus, mais pourrait quand même ne pas être remboursée en cas de défaillances successives sur le pool de collatéral.

Le schéma ci-dessous tente de restituer visuellement la mise en œuvre des techniques de subordination (tranches), de sur collatéralisation (*excess collateral*) et de taux (*excess spread*).

Schéma 6. Modalité de hachage des prêts hypothécaires



Source : Services du FMI.

3. Les particularités du rôle des agences de notation en matière d'évaluation des crédits titrisés

« La notation en matière de titrisation peut se définir comme une analyse du risque de crédit sur un portefeuille d'actifs localisé dans un SPV ou du rehaussement de crédit mis en place lors de l'opération. Le rehaussement peut prendre la forme d'une émission de plusieurs tranches ayant des subordinations différentes, et/ou d'un surdimensionnement du portefeuille d'actifs (par exemple en l'inscrivant à l'actif à sa valeur nominale), et/ou d'un "*excess spread*" (différence entre la rémunération de l'actif et celle du passif), et/ou d'un apport de liquidité par le cédant

Les méthodologies des agences diffèrent dans leur principe et dans leur contenu. Moody's a une méthode basée sur la perte attendue ("*expected loss*") alors que Standard & Poor's et Fitch ont une méthode basée sur la probabilité de défaut, les risques de pertes étant dans les deux cas fonction de la taille de la tranche et de sa subordination. Selon la BRI, les trois grands paramètres de notation des instruments structurés sont les estimations de probabilité de défaut sur les signatures composant le portefeuille, les taux de recouvrement et la corrélation des défauts (risque que le défaut d'une signature impacte les autres). La méthodologie de l'agence repose donc sur une modélisation de la détermination des risques de pertes des actifs qui seront cédés au véhicule de titrisation. Cette détermination se fera selon des méthodes différentes, au sein d'une même agence, en fonction de la granularité du portefeuille et du type de financement structuré (ABS ou CDO).

L'un des points fondamentaux de l'analyse de l'agence, essentiellement pour les CDO, est la corrélation estimée entre les signatures composant le portefeuille, en particulier la corrélation inter-secteurs. En effet, les trois agences utilisent un modèle prenant en compte une hypothèse de corrélation intra-secteur, c'est-à-dire un pourcentage représentant la probabilité que le défaut d'une signature impacte les autres signatures du même secteur industriel. En revanche, les hypothèses de corrélation inter-secteurs ne sont pas retenues par toutes les agences¹.»

Concernant la corrélation intra secteur, Fitch et Moody's retiennent une répartition géographique, à l'inverse de Standard & Poor's, soit 34 pays regroupés en 10 classes pour Fitch et 4 zones géographiques pour Moody's. Les trois agences retiennent une répartition en fonction notamment des secteurs industriels, mais elles n'ont pas la même répartition de secteurs. Fitch

¹ Autorité des Marchés Financiers, « La notation en matière de titrisation », 2006, p 06.

compte 25 secteurs, Moody's en compte 34 et Standard & Poor's en compte 39 secteurs. Le niveau de corrélation intra secteur retenu par Standard & Poor's varie de 0 à 30%, celui de Moody's varie de 10 à 20% et celui de Fitch varie de 7 à 44%. Concernant la corrélation inter secteurs, Standard & Poor's retient un taux de corrélation variant de 0 à 10%, Moody's retient un taux fixe de 3% et Fitch un taux variant de 7 à 30%. Ce point a fait l'objet de changements importants de méthodologie des agences au cours des dernières années.

Ainsi, Moody's a modifié ces paramètres en mars 2004 et Standard & Poor's a publié une nouvelle méthodologie le 19 décembre 2005, date avant laquelle cette agence retenait un taux de corrélation inter secteurs nul et un taux de corrélation intra secteur fixe de 30%. Ce changement de méthodologie porte également sur une nouvelle matrice de défaut, spécifique aux CDO, qui permet à la fois de prendre en compte des probabilités de défaut qui, sur une base statistique, sont plus élevées pour les CDO que pour les notes d'entreprises.

« En résumé on pourrait affirmer que des différences fondamentales existent entre la notation des produits structurés et la notation des entreprises, aussi dans la nature de l'intervention de l'agence, son rôle dans la structuration de la transaction, l'hétérogénéité et la variabilité des méthodes d'analyse du risque de défaut ou encore les risques particuliers de nature juridique. Le cumul de fonctions par les arrangeurs, source de conflits d'intérêts potentiels avec les investisseurs, la concentration du marché, au niveau des agences comme des conseils juridiques, et la difficulté à organiser des appréciations contradictoires, du fait de l'attribution d'une note unique sur beaucoup des produits les plus complexes, sont autant de risques supplémentaires à prendre en compte.

Par ailleurs, l'ampleur des changements de note et leur effet non négligeable sur la valeur des sous-jacents montrent qu'à la différence des autres produits obligataires, le domaine des financements structurés se caractérise par des asymétries d'information au bénéfice des arrangeurs et des agences, qui sont inhérentes à la complexité et à la diversité mêmes des montages proposés.

Il apparaît en conséquence que, dans ce domaine encore peu stabilisé au point de vue méthodologique et déontologique, les gestionnaires de fonds doivent demeurer attentifs aux particularités structurelles et juridiques des produits offerts, en particulier dans le cas des CDO, et

doivent systématiquement entourer leurs choix d'investissement d'analyses complémentaires à la simple lecture des notes attribuées par les agences¹.»

¹ Autorité des Marchés Financiers, *op.cit.*, p 26.

SECTION 2. LE RÔLE DES *HEDGE FUNDS* DANS LA PROPAGATION DE LA CRISE DES SUBPRIMES

Étant des acteurs prépondérants de la finance de marché, très liés aux banques d'investissement, les *hedge funds* sont devenus des acteurs critiques dans la dynamique des risques pouvant conduire au risque systémique. « La crise financière en train de se développer depuis l'été 2007 illustre l'actualité de cette question puisque les *hedge funds* ont été les principaux acheteurs des crédits structurés et surtout des tranches subordonnées les plus spéculatives. La place qu'ils ont acquise contraste avec l'obscurité de leur activité puisqu'ils disposent d'une latitude très large pour décider ce qu'ils veulent divulguer, à qui et selon quelle périodicité. Leur influence et le manque de transparence (s'agissant des divulgations d'informations) sont devenus des sources de défiance pour les investisseurs institutionnels. Le risque des *hedge funds* importé par ses conséquences sur le reste de la finance et au-delà sur l'économie.

Les premiers concernés sont leurs clients qui sont de plus en plus des investisseurs institutionnels, lesquels ont fait de la gestion alternative une composante de l'allocation stratégique de leur portefeuille d'actifs. La question qui se pose à cet égard est celle de la discipline de marché. Les investisseurs partenaires des *hedge funds* sont-ils capables de comprendre les risques pris par l'intermédiaire de ces derniers, de les surveiller et de contribuer à les contenir ? Les autres acteurs concernés directement sont les prime-brokers qui sont presque toujours des départements de grandes banques d'investissement.

C'est le risque de contrepartie qui se noue dans ces interdépendances d'autant plus denses que les *hedge funds* sont devenus des acteurs majeurs dans le *trading* des produits de titrisation. Le problème vient de l'interdépendance entre les prime-brokers et les *hedge funds* en particulier concernant les emprunts à court terme (reverse repos, prêts contre des dépôts de titres, dérivés et margin loans...). Enfin les autorités prudentielles, qu'elles soient de marchés, bancaires ou intégrées comme la FSA britannique, sont concernées par le bon fonctionnement des marchés et au-delà par le risque systémique qui peut s'y nouer¹.»

¹ M. AGLIETTA et S. RIGOT, « La réglementation des Hedge funds face à la crise financière », 2008, p 09.

Depuis le mois de mars 2008 les difficultés des *hedge funds* se sont accrues sous la double pression des banques d'investissement qui les forcent à réduire leur levier d'endettement et des investisseurs institutionnels qui veulent retirer leurs apports.

1. Le rôle central de l'effet de levier dans l'exacerbation de la crise

On a noté précédemment que les *hedge funds* sont des utilisateurs permanents de l'effet de levier¹, notamment dans les stratégies d'arbitrage où les gérants cherchent à amplifier les gains liés au portage de *spreads* initialement limités. Ce levier est fourni par leurs *prime-brokers*, via des lignes de crédit ou des prêts de titres.

Or, ce sont les grandes banques internationales qui assurent cette fonction de *prime brokerage*, celles-là même qui ont été prises dans la tourmente de la crise des dérivés de subprime, qui se sont trouvées à la recherche de liquidités, apportées, en dernier ressort, par les banques centrales. Elles se trouvent tenues, aujourd'hui, d'assainir leurs bilans. C'est dans cet environnement que les relations se sont fortement tendues entre les banques et les *hedge funds* qui constituaient pourtant, jusqu'alors, leurs meilleurs clients du fait de l'importance des commissions versées, à hauteur de 25 % des revenus des banques d'investissement. Mais cette situation a précipité plusieurs *hedge funds* vers la faillite.

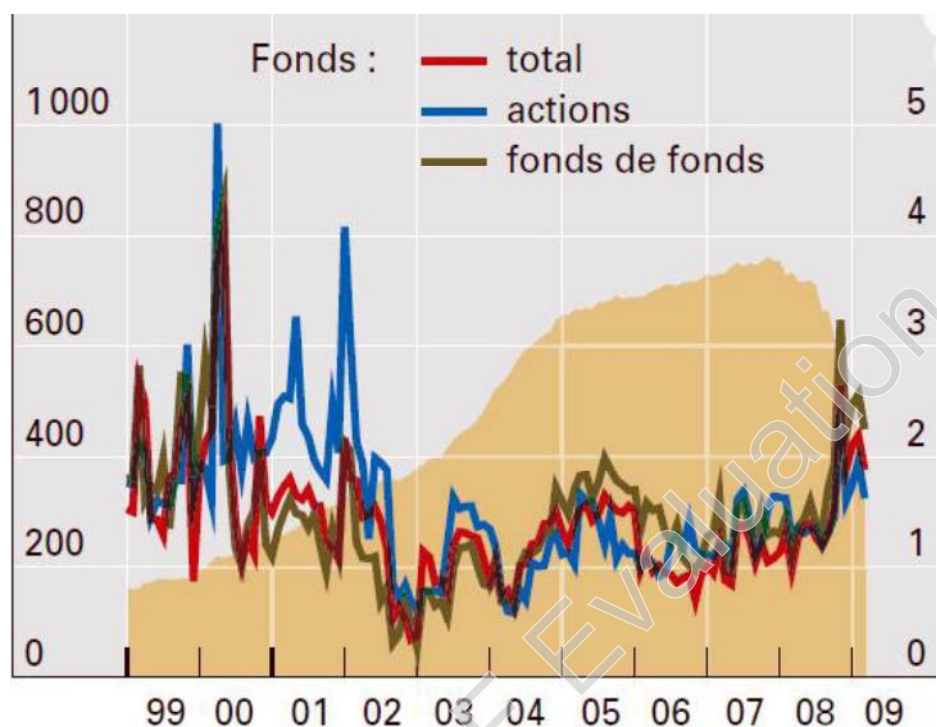
Le recours aux effets de levier qui donne, *de facto* aux fonds d'investissement à risque une place particulière au sein de l'industrie financière, d'où le vocable de *Highly Leveraged Institutions*, HLIs, qu'emploie le Forum de Stabilité Financière. Cet effet de levier peut avoir plusieurs sources : la vente à découvert d'actions ou d'obligations ; des prises de positions sur les dérivés, avec évidemment des dépôts de marges minimales ; et, surtout, l'accès à des crédits bancaires ou la négociation de lignes de crédit avec les grandes banques internationales.

La combinaison de ces formules peut conduire à des niveaux de levier tout à fait considérables, de l'ordre de 4 à 5 dans certains cas exceptionnels. Seulement 30 % des fonds spéculatifs n'utilisent aucun effet de levier, certains styles de fonds y recourant à des niveaux élevés, supérieurs à 2 : c'est le cas de 60 % des fonds de type *Macro Neutral Arbitrage* et de 55 %

¹ Voir *Supra*, p33.

des fonds de type Macro, selon Van *Hedge Fund Advisors* International. La *Financial Services Authority* britannique évalue de son côté à 2,4 le recours moyen de ces fonds à l'effet de levier.

Graphique 21 : *Hedge funds* et effet de levier



Source : Estimation (d), calculée selon la méthodologie décrite dans l'étude de P. McGuire, E. Remolona et K. Tsatsaronis, « Fonds spéculatifs : évolution de l'exposition au risque et de l'effet de levier », Rapport trimestriel BRI, mars 2005, pp. 57–70.

C'est principalement grâce aux banques d'investissement exerçant des activités de *prime brokers*, notamment sur les dérivés de gré à gré, que les *hedge funds* accèdent à de tels leviers. Les *prime brokers* assurent en effet le financement garanti des expositions que prennent les fonds, mais aussi l'exécution des transactions sur dérivés. Ce faisant, ils relient directement la situation des fonds spéculatifs à celle des systèmes bancaires. Ce *leverage* crée un changement d'échelle dans la taille des positions que prennent les fonds spéculatifs, ce qui pourrait leur accorder un rôle tout particulier dans les dynamiques de crises.

Près de 10.000 fonds gèrent aujourd'hui entre 1.400 et 2.000 milliards de dollars d'actifs, soit une croissance annuelle de l'ordre de 20 % depuis le début des années 2000. Ils représentent près de 30 % du volume de transactions sur les actions aux États-Unis. Quant aux plus gros gérants de

hedge funds, ils traitaient des portefeuilles de l'ordre de 20 milliards de dollars chacun, fin 2007. Les fonds spéculatifs peuvent ainsi contribuer à l'aggravation d'une crise financière, par exemple s'ils prennent de très importantes positions courtes sur un actif déjà orienté à la baisse, et donc en menant des stratégies de type *positive feedback trading*.

2. La propagation de la crise d'illiquidité et les *hedge funds*

Le mois d'août 2007 avait constitué une première illustration de ce que l'on pourrait appeler un risque de prime *brokerage*, avec une performance négative de plus de 2 % pour les *hedge funds*, soit la plus forte baisse depuis début 2000, alors même que les marchés d'actions, quant à eux, avaient progressé sur l'ensemble du mois. Ce sont les banques, en effet, qui ont été à l'origine de plusieurs défaillances lorsque, prises de panique devant le renversement de tendance des marchés d'actions, les premières inquiétudes sur les crédits hypothécaires américains et l'*unwinding* des *carry trade* de change, en milieu de mois, elles ont alors exigé un «déleverage» massif parmi les *hedge funds*, notamment en augmentant les *haircuts*, les marges sur les crédits. C'est ce qui a conduit ces investisseurs à vendre au plus bas et à subir des pertes importantes.

« L'événement a d'abord été considéré comme un phénomène isolé, car les mois qui suivirent furent globalement porteurs pour les *hedge funds*, renforçant d'ailleurs l'impression d'un impact limité de la crise financière sur leurs performances, tandis que les banques rivalisaient d'annonces de *write downs* toujours plus impressionnants.

Les ennuis allaient toutefois rapidement revenir pour les *hedge funds*, par la combinaison de deux mécanismes. D'une part, la perspective d'une récession de plus en plus probable aux Etats-Unis a précipité l'ensemble des marchés actions de la planète dans un véritable krach, au premier trimestre 2008, provoquant de fortes pertes pour la quasi-totalité des stratégies de *hedge funds* (hors Global Macro/CTA et Short Seller, évidemment). Pour environ la moitié d'entre eux, les *hedge funds* peuvent être assimilés à des *stock pickers*.

Lorsque les marchés actions s'effondrent, leur situation devient délicate car ils affichent un bêta positif (pour les *Long-Short Equity*) ou parce que les deals de M&A sont remis en cause (stratégies de *Merger Arbitrage*). Mais ce sont les nouvelles restrictions de liquidité imposées par les *prime brokers* qui vont provoquer, dans la deuxième quinzaine de mars 2008 une cascade

d'énormes difficultés pour de nombreux fonds, parmi les plus importants : Carlyle, Focus, Drake, Blue River, D.B. Zwirn, Pardus, Sailfish, Tisbury, JMW Partners, Platinum Grove, plusieurs fonds de Citigroup. Certains *hedge funds* ont d'ailleurs abandonné leurs *prime brokers*, au premier rang desquels figurait Bear Stearns, précipitant la faillite de ce dernier.

Autant en mars 2008 qu'en août 2007, on a donc observé une sur-réaction des pertes globales des *hedge funds* vis-à-vis de ce qu'elles auraient dû être sur la base de leurs niveaux d'exposition sur différents marchés, simplement à cause de la crise d'illiquidité véhiculée par les banques. La situation est à nouveau très tendue, aujourd'hui, entre les *prime brokers* et les *hedge funds* : en restreignant la liquidité, les *prime brokers* provoquent des ventes à perte chez les *hedge funds*, ce qui induit des demandes de remboursement de la part des investisseurs, engendrant de nouveaux besoins de financement qui, s'ils sont refusés, entraînent de nouvelles difficultés.

Cette dynamique, typique des crises d'illiquidité systémique, semble se traduire par un ralentissement des souscriptions auprès des *hedge funds* et, apparemment, par des retraits nets de la part des investisseurs depuis le début 2008. Pourtant, les *prime brokers* restent à la recherche des commissions de courtage que génèrent les *hedge funds*. Ils sont parfois directement associés à leurs performances, notamment lorsqu'ils vendent des produits structurés, du type capital garanti sur un panier de *hedge funds*. Sans le rétablissement de cette relation privilégiée entre *hedge funds* et *prime brokers*, l'industrie des fonds spéculatifs pourrait voir sa spécificité menacée dans les prochains mois. C'est là un phénomène d'autant plus inquiétant pour les *hedge funds* que le *credit crunch* a toutes chances de ne pas les épargner¹.»

¹ A. BLUNDELL-WIGNALL, "The subprime crisis: size, Deleveraging and some policy options", p 12-13.

3. Faillites en cascade dans l'industrie des *hedge funds*

Les *hedge funds* ne gèrent plus que 1200 milliards de dollars contre 2100 milliards début 2008. En 2007, les investisseurs les courtisaient. Leur puissance inquiétait les gouvernements. Aujourd'hui, «ils comptent leurs pertes». Les capitaux qu'ils gèrent ont fondu, estimés à 2 100 milliards de dollars début 2008, ils sont tombés à 1 200 milliards de dollars fin décembre, sous l'effet de la chute des marchés et des retraits massifs de leurs clients. En janvier 2009 Cyril Julliard, président d'Eraam, conseil en gestion alternative déclare qu'entre 30% et 50% des *hedge funds* auront disparu d'ici à la fin mars 2010. Quelques-uns ont déjà explosé, «souvent ceux qui avaient pris le plus de risques», note Christophe Chouard, directeur général d'HDF Finance.

« D'autres ont tout simplement remboursé leurs clients et fermé boutique. Leur activité n'était plus rentable : leurs encours sous gestion ont baissé. Et ils ne prélèveront plus leurs commissions de performance tant qu'ils n'auront pas comblé les pertes subies l'an dernier», explique Marc Landeau, le président d'Olympia. Le HFRI reflète la performance des *hedge funds*. Le MSCI World représente l'évolution des bourses mondiales. Le S&P 500 est l'indice des 500 premières actions américaines. Beaucoup de ces golden boys ne sont pas à plaindre : ils se retirent fortune faite. Mais comment en sont-ils arrivés là ? Dès la fin du premier semestre 2008, leurs souscripteurs en mal de liquidités, déçus par des performances moins bonnes qu'attendues, ont cherché à récupérer leurs capitaux. Les *hedge funds* ont été contraints de vendre dans de mauvaises conditions ou même de refuser les retraits¹. »

Entre 2002 et 2007, attirés par un secteur qui a enregistré un important afflux d'argent, beaucoup de gestionnaires *long only* sont devenus gérants de *hedge funds* sans vraiment savoir maîtriser la vente à découvert et les effets de levier. Ils sont aujourd'hui les premiers touchés par la crise. Au départ, les fonds les plus impactés par la crise étaient ceux investis sur les titres de dérivés de crédits devenus illiquides. Mais durant l'été 2008, une nouvelle catégorie de *hedge funds*, cette fois investis sur les actions, a été touchée. Début juillet, un grand nombre de gérants étaient acheteurs des secteurs matières premières et énergie, et vendeurs des secteurs financiers. Ils ont été pris au piège par le reflux des prix du pétrole le même mois et l'important rebond des valeurs financières après le sauvetage de Freddie Mac et Fannie Mae.

¹ M. AGLIETTA, « Dix questions sur la crise », *Extraits d'un article pour le Nouvel Observateur*, 21 Novembre 2008.

Livrés à eux-mêmes circonstance aggravante, les fonds alternatifs n'ont pas trouvé de soutien auprès des établissements bancaires, eux-mêmes en pleine déroute. « C'est un phénomène que l'on a tendance à sous-estimer. En mettant la pression sur les *hedge funds* depuis plusieurs mois pour qu'ils limitent leur effet de levier, alors même qu'ils auraient fait preuve de laxisme les mois précédents, les banquiers joueraient un rôle majeur dans ces faillites des fonds alternatifs. La débâcle de Bearsternes en 2007 a contraint la réserve fédérale à renflouer cette dernière d'un montant de 1.6 milliards pour sauver deux *hedge funds* liés à cette banque ce qui n'a pas empêché la faillite d'une centaine de fonds alternatifs à travers le monde.

La faillite plus que probable de la société Carlyle Capital Corp (CCC) le 13 Mars 2008 a fait replonger les Bourses mondiales. À l'annonce de la débâcle du fonds spéculatif de l'un des plus grands groupes financiers de la planète, le Nikkei japonais a cédé 3,33 % tandis que les Bourses européennes reculaient, à l'instar du CAC 40 parisien de l'ordre de 1,3 %. Installée dans le paradis fiscal de Guernesey et cotée à la Bourse d'Amsterdam, la filiale du géant de la finance Carlyle a été prise dans la tourmente du marché immobilier aux Etats-Unis¹.»

Ce fonds était spécialisé dans les crédits immobiliers à risque, les subprimes. D'une valeur de 20 \$ en juillet 2007, lors de son introduction en Bourse, l'action s'est effondrée à moins de 1 \$ et les créanciers du *hedge fund* menaçaient de saisir les derniers actifs de CCC. Un épisode qui intervient après la dégringolade boursière d'autres fonds comme KKR ou Blackstone, en effet, pour ce dernier fonds qui avait été introduit en bourse avait une capitalisation de 40 milliards de dollars, son actionnariat était réparti comme suit :

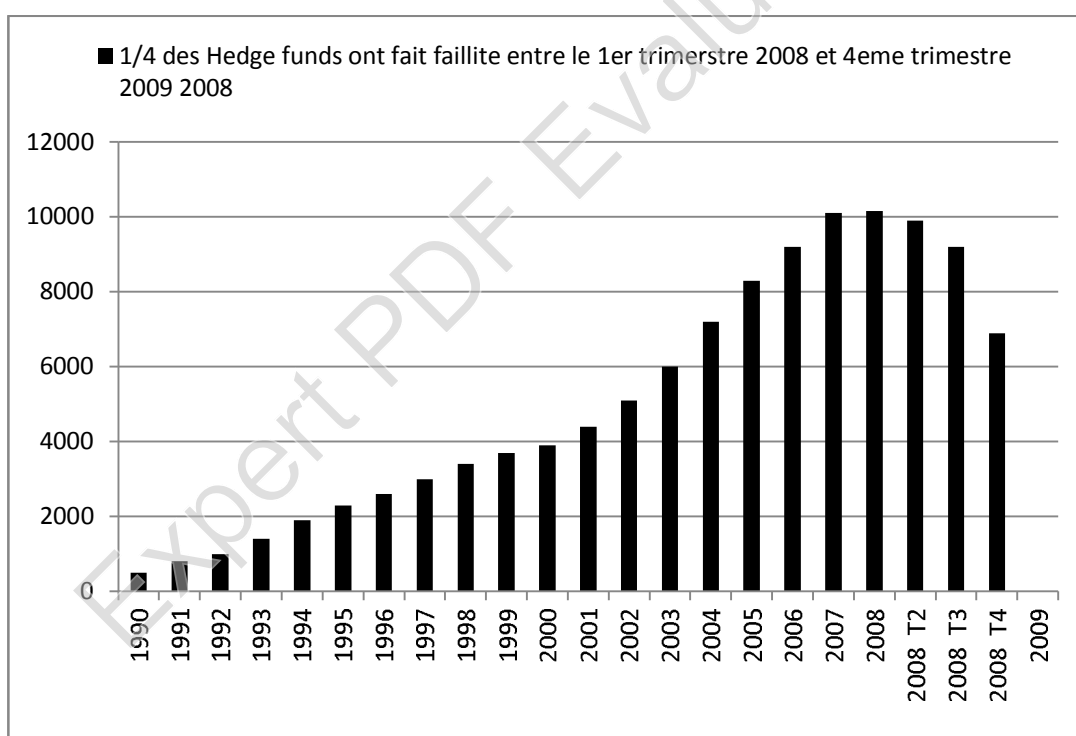
- AIG (société d'assurances) : 43,9%
- Stephen Schwarzman (CEO) 23%
- Public : 12,3% (sans droits de vote)
- Etat Chinois : 9,7% (sans droits de vote)
- Peter G Peterson (SC) : 4%
- autres associés : 7,1 %

¹ P. JORION, *L'implosion : La finance contre l'économie, ce que révèle et annonce la crise des subprimes*, FAYARD, 2008, p 69.

L'on comprend aisément à la suite de cette répartition actionnariale le comment et le pourquoi de la violence du contre choc de la crise sur les sociétés financières multinationales et les gouvernements de plusieurs pays à travers le monde, car il faut savoir qu'en grande partie, les *hedge funds* ont tous, plus ou moins la même répartition actionnariale.

À la fin de l'année 2008, l'affaire Madoff a porté un coup fatal à un bon nombre de *hedge funds*. En effet, même si le fonds Madoff était enregistré auprès des autorités américaines comme un fonds classique, ce dernier était présenté comme un *hedge fund*. «Il y a aujourd'hui un énorme problème de confiance. Les investisseurs ont peur», observe David Fitoussi, du *hedge fund Christofferson Robb & Company*. Une étude effectuée par HFR montre que 25 % des *hedge funds* ont déclaré faillite en 2008.

Graphique 22 : faillites retentissantes au sein de l'industrie des *Hedge Funds*



Sources : HFR database

Attaqués, les gestionnaires des fonds alternatifs défendent leur bilan. «Les *hedge funds* ne sont ni des magiciens ni des faiseurs d'or. Tous les marchés se sont disloqués en même temps l'an

dernier et, même dans ces circonstances, ils ont réussi à limiter les pertes à 18% sur l'année. En comparaison, les marchés d'actions ont perdu plus de 40%», rappelle Cyril Julliard¹.

Environ 10% des *hedge funds* auraient même réussi à dégager une performance positive en 2010, à l'image de Paulson, le gérant devenu star pour avoir anticipé la crise du subprime et joué la chute des titres qui leur étaient adossés. « Il a progressé de 300% en 2007, et encore de 19% l'an dernier, en se positionnant sur la baisse des valeurs bancaires», explique Marc Landeau². «Cette industrie survivra. Beaucoup d'investisseurs reconnaissent que les gérants ont bien fait de bloquer les retraits pour ne pas avoir à brader les actifs, et qu'ils ont agi conformément à leur règlement», constate Frédéric Neefs, directeur général de Lozé & Associés Alternative Leaders³.»

Reste que les *hedge funds* ont plus de mal aujourd'hui à collecter des capitaux. Et même de talentueux gestionnaires, qui avaient fermé leurs fonds aux nouvelles souscriptions, les ouvrent pour trouver de l'argent frais. Mais les souscripteurs sont devenus prudents. Les capitaux se recentrent dans les *hedge funds* les plus importants. Les petites structures séduisent moins les clients.

En fin de compte, les *hedge funds* qui s'en sortent le mieux sont ceux qui ont adopté des stratégies privilégiant le trading au détriment de l'analyse fondamentale, note Christophe Chouard, directeur général de HDF Finance.

¹ In. <http://www.lemonde.fr>, le 23 février 2009.

² P. JORION, *op.cit.*, p 32

³ *Idem*.

SECTION 3. LE RÔLE DES AGENCES DE NOTATION FINANCIÈRE DANS LA CRISE SYSTÉMIQUE

L'absence de surveillance de la part des consommateurs et aux anomalies des systèmes de rémunération dans l'industrie financière se sont ajoutées les incitations trompeuses des agences de notation. Ces agences ont vocation à répondre aux besoins d'informations relatives aux emprunts et émissions obligataires en fournissant une évaluation indépendante de la probabilité de remboursement. Or, ce mécanisme présente quelques insuffisances. Les notations sont chères, difficiles à produire et il est impossible d'en garantir la confidentialité. Une fois que l'information entre dans le domaine public, sa reproduction ne coûte rien. Les agences de notation font donc payer celui qui a le plus besoin de leurs services, à savoir l'émetteur d'une obligation.

Ni nouvelle, ni spécifique (depuis des dizaines d'années, en effet, les agences de notation sont rémunérées par les émetteurs, tout comme les auditeurs le sont par ceux dont ils vérifient les comptes), cette pratique a été un facteur de distorsion. Qui plus est, la complexité des instruments financiers et le rythme des émissions – dont a témoigné, ces dix dernières années, la profusion de titres adossés à des actifs et de produits structurés – ont rendu l'activité de notation à la fois plus difficile et plus rentable. Et, du fait de la complexité des instruments, le recours aux notations a augmenté même chez les investisseurs institutionnels les plus sophistiqués. Au final, les agences de notation – dont la tâche consiste à évaluer le risque des titres à revenu fixe et donc à garantir l'intégrité globale – ont été dépassées et, en attribuant des notations trop élevées, ont accru, malgré elles, le risque systémique¹.

1. Définition de ce qu'est une agence de notation financière

Une agence de notation est une société dont le rôle est d'évaluer le risque de défaut d'un emprunteur sur ses dettes financières, appelé aussi sa "signature". Les emprunteurs peuvent être : des entreprises privées ou publiques, des États ou des collectivités locales. Depuis les années 1980, les agences de notation sont devenues un indice de référence tant pour les émetteurs que pour les

¹ Dans les opérations de titrisation, des différences dans les méthodes utilisées par les agences de notation ont, en outre, incité les établissements cédants à structurer leurs titres adossés de façon à rechercher la meilleure combinaison de notations (choix de l'agence de notation et de la structure de ces instruments). Voir I. Fender et J. Kiff, CDO rating methodology: some thoughts on model risk and its implications, BIS Working Papers, n° 163, novembre 2004.

investisseurs qui peuvent ainsi déterminer la solvabilité des émetteurs. Leur notation modifie le comportement des investisseurs institutionnels et sont les acteurs indirects de l'avenir des États et entreprises notées. Les trois agences mondiales de notation financière, *Standard's & Poor*, *Moody's* et *Fitch Ratings* ont respectivement été établies en 1868, 1908 et 1913. Les notations attribuées ne constituent pas des recommandations d'achat ou de vente de titres ; leur mission est d'évaluer l'estimation du risque à un instant donné.

- **Processus de notation**

Pendant plus de 50 ans, les agences de notation étaient financées par les investisseurs qui payaient pour obtenir les notes des émetteurs. Désormais, l'émetteur qui désire être noté rémunère l'agence pour ses services. Les notations non sollicitées s'appuient sur des informations publiques. Dans le cas d'une notation sollicitée, la note est attribuée après collecte des informations auprès de l'émetteur et entretien avec ce dernier. Une fois l'analyse présentée, l'émetteur peut faire appel à la décision du comité. La décision finale se traduit par un communiqué de presse relativement synthétique. Les critères de notations sont disponibles sur les sites de Standard & Poor's, Fitch Ratings et Moody's. Ils associent les informations communiquées par l'émetteur aux données macro-économiques. L'expérience du secteur est également prise en compte.

- **Les systèmes de notation**

Le système de notation diffère d'une agence à l'autre mais un consensus peut être établi : les notes vont de A à D, A étant la meilleure note, et sont composées d'échelons intermédiaires. Un émetteur noté AAA (ou Aaa) aura un risque de faillite de 0,05%. En d'autres termes, plus la note de l'émetteur est élevée, plus son risque de faillite est faible dans les années à venir. Un investissement est jugé spéculatif lorsqu'il s'adosse à un titre de dette émis par une entreprise notée BB ou moins. De manière générale, on considère que du AAA au A, les investissements sont sécurisés ; du BBB au B, ils sont considérés comme spéculatifs ; du CCC au C, l'entreprise est en risque de défaut ; et une notation du DDD au D traduit une situation de faillite de l'emprunteur.

Le tableau suivant retrace les systèmes de notation des trois plus grandes agences de notation au monde, à savoir, MOODY'S, S&P et FITCH RATINGS

TABLEAU 9. Processus de notation financière des trois plus grandes agences mondiales

MOODY'S	STANDARD & POOR'S	FITCH RATINGS	
Aaa	AAA	AAA	« Prime » sécurité optimale
Aa1	AA+	AA+	Qualité Haute « High grade»
Aa2	AA	AA	
Aa3	AA –	AA –	
A1	A+	A+	<i>Upper Medum Grade</i> Qualité moyenne
A2	A	A	
A3	A –	A –	
Baa1	BBB+	BBB+	<i>Lower Medium Grade</i> Qualité Moyenne Inférieure
Baa2	BBB	BBB	
Baa3	BBB –	BBB –	
Ba1	BB+	BB+	Non <i>Investment Grade</i> Spéculatif
Ba2	BB	BB	
Ba3	BB –	BB –	
B1	B +	B +	Hautement spéculatif
B2	B	B	
B3	B –	B –	
Caa	CCC+	CCC	Risque substantiel Ne pourra respecter ses engagements que dans des conditions économiques favorables
Ca	CCC		Extrêmement spéculatif
C	CCC –		En retard de paiement, peut être en défaut
/	D	DDD	En défaut de paiement

Source : <http://www.cafedelabourse.com>

Si la notation n'a pas pour but d'impacter les marchés boursiers, dans la réalité, une dégradation d'une note est presque systématiquement suivie d'une baisse du cours du titre visé. Les investisseurs sont très attentifs aux notations (baisse ou augmentation de la note, émetteur sous surveillance) et modifient leur attitude de placement en fonction de ces ratings. Une entreprise notée AAA (ou Aaa) obtiendra des taux d'intérêts plus faibles que ceux d'une entreprise située dans la catégorie "spéculative". Ainsi, un investisseur institutionnel imposera des taux d'intérêts plus élevés à un État, une collectivité ou une entreprise qui a une mauvaise note, compte tenu du risque plus

grand. Il devient difficile pour un émetteur défaillant de boucler une émission obligataire. La différence de niveaux entre les taux d'intérêt d'un émetteur noté AAA ou moins constitue la prime de risque.

2. La responsabilité des Agences de notation financières dans la mauvaise évaluation du risque des produits d'investissement liés aux subprimes

Il est primordial que l'agence de notation soit transparente et indépendante¹ des organismes notés. Or il se trouve que ce principe n'ait pas toujours été respecté. Présentes à toutes les étapes du processus de titrisation, elles ont noté les crédits titrisés, les obligations et les titres émis en contrepartie etc. Ainsi les agences auraient accordé des notes AAA sur les éléments titrisés ce qui aurait poussé les marchés à miser sur ces produits considérés comme sûrs, et engendré d'importantes pertes lorsque la véritable valeur de ces produits s'est révélée au grand jour.

Les agences de notation ont donc une part de responsabilité dans la crise des subprimes. En notant AAA des opérations financières développées sur les crédits hypothécaires, sous-évaluant ainsi le risque encouru par les investisseurs, les agences de notation ont participé à la formation d'une bulle spéculative. Leur tort a été de ne pas réévaluer à temps la solvabilité des émetteurs. En refusant de dégrader les notes des émetteurs qui apparaissaient déjà peu solvables, puis en abaissant brutalement leurs notes lorsque le marché de l'immobilier s'est retourné, les agences de notation ont aggravé l'engagement des États dans une crise systémique. Si Standard & Poors, Fitch et Moody's n'avaient pas participé à la mécanique des crédits titrisés, ou n'avaient pas accordé trop généreusement des notes AAA sur les paquets titrisés, le risque réel aurait sans doute été mieux appréhendé et l'éclatement de la bulle spéculative moindre.

Même si les Agences de Notation Financière (ANF) ont joué depuis le déclenchement de la crise un rôle de « bouc-émissaire », il n'en demeure pas moins qu'elles ont sous-estimé le risque de crédit lié aux produits structurés et qu'elles ont tardé à tenir compte de la détérioration du marché dans leurs notes. Les notations de crédit qu'elles émettent étant étroitement suivies par les investisseurs, les émetteurs et les administrations publiques, les agences de notation ont un impact majeur sur les marchés financiers. Elles portent, de ce fait, selon de nombreux observateurs une grande part de responsabilité dans la crise financière, et ces défaillances ne datent pas

¹ Voir *Infra* sous-section suivante.

d'aujourd'hui. Par exemple, les principales agences de notation évaluait la dette d'Enron sous une bonne cote quatre jours avant son dépôt de bilan.

Il convient cependant d'observer que les agences de notation ont nettement moins bien fonctionnées pour la notation des produits structurés de caractère novateur que pour celle des produits plus traditionnels. La question est donc de savoir quels types de risques sont pris en compte et qu'apprécie en définitive la note?

En l'occurrence, les agences de notation ont été invitées ces dernières années à travailler sur une amélioration possible de leurs procédures. L'organisation internationale des commissions de valeurs (OICV), les a ainsi exhortés à lui expliquer la manière dont elles notent les produits financiers basés sur des crédits hypothécaires.

Les agences de notation sont aujourd'hui fréquemment accusées d'avoir mal évalué le risque des produits d'investissement liés aux subprimes. Or, sans les notes favorables qu'elles leur ont accordées, ces instruments financiers n'auraient sans doute pas connu un tel succès, estiment beaucoup d'observateurs. Les investisseurs n'auraient tout simplement pas achetés ces titres, ou ils auraient analysé les risques de plus près. La Commission européenne a clairement mis en cause leurs méthodes utilisées pour émettre leurs notations.

3. La responsabilité des Agences de Notation Financières découlant de leur structure oligopolistique et du conflit d'intérêts

Jusqu'en 2007, certains acteurs de marchés avaient conscience du conflit d'intérêt dans lequel étaient engagées les agences de notation. Mais ils n'avaient pas conscience du danger de ces conflits d'intérêts. L'abondance des liquidités sur les marchés avait créé une forme d'euphorie. Les investisseurs n'ont pas compris à quel point ces conflits grossissaient artificiellement les notes et accentuaient le risque. On pensait qu'un triple A correspondait à un risque de défaut quasi nul, ce qui n'a pas été le cas.

En revanche, dès les années 1990, certains observateurs (dans le monde académique en particulier) ont compris le risque inhérent à la titrisation et la possibilité de sous-estimer le risque de défaut des produits structurés.

Il faut se rappeler qu'au cours des années 1990 et 2000, le pouvoir politique américain a été très offensif pour favoriser l'accès à la propriété des ménages : il souhaitait faire accéder à la propriété un grand nombre de ménages américains alors que certains d'entre eux n'en avaient pas les moyens. On leur a accordé des prêts immobiliers avec des niveaux de risque très élevés. Ces prêts ont ensuite été titrisés et intégrés dans des produits structurés qui ont été notés par les agences de manière totalement inadéquate. En l'occurrence, beaucoup d'entre eux furent donc « surnotés ».

On peut donc résumer le rôle des agences de notation en trois points :

- Elles ont été au cœur de conflits d'intérêt majeurs qui les ont conduits à attribuer des notations manquant d'objectivité et surtout excessivement élevées.

- Elles ne disposaient pas des ressources techniques et humaines adéquates pour arriver à des diagnostics justes et fondés.

- Elles ont procédé à des dégradations de notes massives à partir de 2007, suite au krach immobilier aux Etats-Unis. Ces abaissements de notes ont accentué l'affolement des marchés.

Il y a donc eu un effet boule de neige avec une crise des subprimes (cette classification issue des banques américaines qui classent les ménages en fonction de leur risque de crédit), une crise immobilière, puis une crise financière.

Dans son premier rapport annuel sur les agences de notation, l'Autorité des marchés américains évoque notamment des problèmes de méthodologie et de conflits d'intérêt dans les agences de notation. L'Autorité des marchés boursiers américains note des irrégularités manifestes dans les 10 agences de notation examinées, dont Standard & Poor's, Moody's et Fitch Ratings.

Selon l'Autorité des marchés boursiers américains, certaines méthodologies internes n'ont pas été respectées et des annonces obligatoires n'ont pas été effectuées à temps ou de façon précise dans ces agences de notation. Elle relève également des cas de conflits d'intérêts non déclarés.

Aussi selon cette même autorité, une grande agence de notation qu'elle ne nomme pas semblerait avoir autorisé un délit d'initié. La dégradation d'une note aurait donc fuité avant que celle-ci soit publiquement annoncée aux marchés. Les enquêteurs de l'Autorité des marchés boursiers américains ont voulu vérifier si des rencontres entre des responsables de Standard & Poor's et des investisseurs avaient précédé la perte de la note triple A des Etats-Unis en septembre 2011.

McGraw-Hill, la maison-mère de Standard & Poor's, a annoncé qu'elle pourrait accuser sa filiale d'infraction aux règles de marché si les soupçons de conflits d'intérêts et de délit d'initié étaient vérifiés.

Selon un rapport du Sénat français, la position oligopolistique des agences risque également de conduire à une influence mutuelle renforcée, avec, au bout du compte, un risque de convergence des notes. Le « marché » des agences de notation apparaît effectivement oligopolistique puisque seules trois entreprises font figure « d'offreurs » (FitchRatings, Standard & Poor's et Moody's). La théorie économique est généralement critique sur les oligopoles puisque ceux-ci peuvent être une source potentielle d'inefficacité si le marché de la note n'est pas concurrentiel. L'existence d'un oligopole sur le marché des agences de notation soulève par ailleurs le problème de la transparence et de l'éventualité de pratiques abusives. Cela d'autant plus que la notation des produits structurés représente, depuis peu, la moitié du chiffre d'affaires des ANF.

Depuis plusieurs mois, les agences de notation, dont les plus connues sont Moody's, Standard & Poor's, et Fitch, sont sous les feux de la critique. Elles sont montrées du doigt comme étant les principales responsables de la crise des subprimes. Selon leurs détracteurs, des erreurs d'évaluation auraient conduit à surcoter certains produits financiers, ce qui aurait poussé les marchés à miser sur ces produits considérés comme sûrs, et engendré d'importantes pertes lorsque la véritable valeur de ces produits s'est révélée au grand jour.

Un bug informatique chez Moody's, apparu au début du mois de janvier 2007 mais dont les médias n'ont pris connaissance que quinze mois plus tard, a jeté un peu plus l'opprobre sur ces institutions. L'agence Moody's, au courant dès janvier 2007, avait mis du temps à réparer l'erreur, et avait tenté d'étouffer l'affaire pour ne pas perdre la confiance de ses "clients".

Très tôt après le début de la crise des subprimes, la SEC a décidé de mener une enquête afin d'en savoir plus sur les pratiques des agences de notation, et la manière dont les évaluations sont préparées. Cette enquête, qui vient de s'achever, a duré dix mois et portait sur une période de quatre ans. Le moins que l'on puisse dire, c'est que le président de la SEC, Christopher Cox, en attendait beaucoup. A Bloomberg Télévision, il déclarait : "Le public verra qu'il y a eu d'importants problèmes". Dans un rapport de 37 pages, les griefs sont dessinés en détail. Parmi d'autres pratiques suspectes, il apparaît qu'au moment de noter les produits financiers, les agences pensent avant toute chose à leurs propres profits...On peut donc noter l'influence des agences de notation sur les récents événements touchant les pays de la zone Euro, à leur tête la Grèce.

Expert PDF Evaluation

CHAPITRE III.

LES AXES DE RÉFORMES OU COMMENT RÉDUIRE LE RISQUE SYSTÉMIQUE ADOSSÉ AUX *HEDGE FUNDS*

Un certain nombre d'associations professionnelles, d'institutions nationales et internationales ainsi que des autorités de régulation ont émis des recommandations en matière de régulation des *hedge funds*, parmi lesquelles l'*Alternative Investments Management Association*, la Banque de France, la *Financial Services Authority*, le *Financial Stability Forum*, le Fonds monétaire international le *Hedge Fund Working Group*, le Parlement européen, la *Securities and Exchange Commission* et le *US President Working Group*.

La plupart des recommandations des organisations professionnelles concernent les risques qui sont liés à la non divulgation d'informations relatives aux performances réelles des *hedge funds*. Elles traduisent leur préoccupation concernant la question plus générale de l'amélioration de la transparence des *hedge funds*. Les propositions relatives au risque systémique sont rares, sauf celle de l'utilisation des stress tests, voire inexistantes concernant les risques liés aux *hedge funds* en tant qu'agents récepteurs de risques via les marchés dérivés et les crédits structurés.

Ces recommandations sont toutes non contraignantes et mettent particulièrement l'accent sur la relation contractuelle entre les investisseurs et les *hedge funds* qui, *in fine*, doivent toujours conserver une liberté totale d'action. Elles correspondent plus ou moins à une volonté de statu quo en matière de divulgation d'informations volontaires, que ce soit aux investisseurs, aux régulateurs et aux *prime brokers*. Quant aux procédures de gestion des risques, on affirme qu'elles se sont considérablement améliorées et que cette tendance devrait se poursuivre. Ainsi, ces recommandations sont loin de répondre au besoin de réglementation imposé par les événements de crise récents.

«Les organismes nationaux et internationaux ont émis des recommandations majoritairement contraignantes *contrairement aux organisations professionnelles qui mettent un point d'honneur à n'imposer aucune obligation aux hedge funds*. Elles se situent aux niveaux micro et macro et elles tendent à favoriser une répartition plus égalitaire des responsabilités entre les différents protagonistes de la chaîne d'investissement des *hedge funds* et pas seulement aux investisseurs. Leur principal intérêt vient de leur prise en compte de toutes les sources de risques propres aux *hedge funds*. Toutes ces recommandations visent à rendre obligatoires les divulgations d'informations publiques et privées de la part des *hedge funds* et des *prime brokers* qui auraient pour conséquence de rendre plus fiables les bases de données et de baisser les biais de *reporting*. Ces révélations d'informations permettraient à chacun de jouer son rôle en matière de gestion des risques en facilitant le monitoring des *hedge funds* individuels

Si les propositions des organisations professionnelles sont facilement prévisibles dans le sens où ces dernières ont pour objet de défendre les intérêts des *hedge funds*, il n'en va pas de même de celles des régulateurs. Le paradoxe de leurs recommandations vient du fait que d'un côté les régulateurs mettent en garde contre les dangers que les *hedge funds* font courir à la stabilité financière mais, d'un autre côté, ils louent les *hedge funds* qui fournissent des services essentiels aux marchés.

À cause de cette posture dogmatique les régulateurs sont réticents à toute recommandation qui va au-delà d'un appel pour la *Due Diligence* par les contreparties. Cette attitude peut aussi provenir des différentes responsabilités prudentielles qui sont éclatées entre les superviseurs, comme la protection des investisseurs, la stabilité financière et l'intégrité des marchés. Ce qui pousse certains économistes à recommander une modification institutionnelle consistant à rapprocher la *Bank of England* et le FSA au Royaume Uni (Danielsson).

Une autre explication se situe dans la recherche de la compétitivité des places boursières et dans la volonté de certains régulateurs d'augmenter l'attractivité de leur place financière au prix d'une plus grande vulnérabilité au risque. Sans oublier les lobbies de *hedge funds* très influents auprès des décideurs politiques¹.»

¹ M. AGLIETTA et S. RIGOT, *op.cit.*, p 21.

SECTION 1. AUGMENTATION DE LA TRANSPARENCE DES *HEDGE FUNDS* ET RENFORCEMENT DE LA DISCIPLINE DE MARCHÉ

Les placements effectués de plus en plus par les investisseurs institutionnels tels que les fonds de pension, les fondations et les sociétés d'assurance sont, dans l'ensemble, de nature à entraîner un renforcement de la qualité de la gestion des risques et de la transparence des *hedge funds*. Néanmoins, des différences considérables persistent à l'évidence en matière de pratiques d'information et les recommandations actuelles des associations de *hedge funds* sont nettement en retrait par rapport aux recommandations internationales préexistantes.

Dans ce contexte, il serait souhaitable que la profession définisse de saines pratiques d'information des investisseurs, qui soient plus contraignantes. Il serait également utile d'intégrer ces bonnes pratiques dans un code de bonne conduite volontaire. Enfin, il conviendrait d'étudier la possibilité d'améliorer l'approche indirecte actuellement utilisée pour la surveillance des expositions au risque élevées des institutions financières régulées vis-à-vis des *hedge funds*, en renforçant par exemple la coopération internationale entre autorités prudentielles. Chose qui semblait bien partie au lendemain de la crise financière internationale avec première réunion du G20 en avril 2009.

1. Renforcer la discipline de marché

Au sens très large, la discipline de marché représente une situation dans laquelle des agents ou contreparties privées imposent une contrainte qui est fonction croissante du risque encouru par une entreprise en général ou par une banque en particulier¹. Dans la réalité, il existe plusieurs sources de discipline susceptibles de s'accorder avec cette définition.

Au sein d'une économie, le renforcement de la discipline de marché est une approche naturelle qui permet de maîtriser le risque potentiel d'instabilité financière susceptible de résulter de la défaillance ou du comportement collectif des *hedge funds*. Cette approche est d'autant plus

¹ E. BERGER, remarque également que la discipline de marché suppose l'existence d'investisseurs sensibles aux coûts (croissants avec le profil de risque de la banque) et incités à agir selon la perception de ces coûts, p. 419.

pertinente que les régimes de rémunération des *hedge funds* encouragent parfois des prises de risque excessif. À titre d'exemple, l'une des principales caractéristiques des *hedge funds* est la rémunération, fortement liée à la performance, accordée à leurs gérants. Les gérants de *hedge funds* ont souvent des éléments d'incitation, dans leur rémunération, pour améliorer les rendements en prenant des risques plus élevés, afin de compenser les périodes de performance moins élevée par exemple. Il semble que ces structures aient joué un certain rôle dans le cas d'Amaranth¹ par exemple.

Les imperfections du marché, comme les problèmes de position dominante et d'asymétries d'information, peuvent cependant rendre difficile l'exercice d'une discipline de marché, notamment chez les gérants de *hedge funds*. Une discipline de marché efficace passe par un degré adéquat de transparence. La transparence permet aux intervenants de marché de prendre des décisions plus efficaces car elle améliore la qualité de l'information et atténue les incertitudes.

S'agissant des *hedge funds*, la recherche d'une meilleure transparence soulève des difficultés spécifiques. En premier lieu il y a à tenir compte du degré élevé de complexité sur lesquels ils s'engagent. Ce problème est aggravé par la rapidité avec laquelle les *hedge funds* peuvent modifier leurs positions à risque. En second lieu, les *hedge funds* justifient leur transparence limitée par leur intérêt, compréhensible, à ne pas révéler leurs stratégies de négociation pour compte propre — qui constitue l'essence de leur business model — à d'autres intervenants de marché qui pourraient les répliquer. Les efforts qui seraient à consentir pour améliorer la transparence doivent donc ne pas mettre en cause les effets positifs produits par les *hedge funds*.

Compte tenu des possibles imperfections du marché, on peut néanmoins douter que d'un point de vue macro-prudentiel, le processus exclusivement induit par le marché, qui caractérise ces dernières années, ait donné des résultats insuffisants en matière de transparence des *hedge funds*, la crise des dérivés de crédit en est l'exemple le plus parlant.

¹ Le fonds Amaranth s'était spécialisé dans le courtage à terme de l'énergie. Le fonds jouait sur l'évolution du prix du gaz. Il traitait certains jours jusqu'à 5% du gaz utilisé en un an aux Etats Unis. Il intervenait sur la plateforme électronique d'échange ICE. Le fonds a été pris à «contrepied» par l'évolution du prix du gaz et a fait faillite en septembre 2006. La faillite de ce fonds a coûté 6,5Mds\$. A la suite de la faillite le prix du contrat de gaz est passé de 8,45\$ fin juillet 2006 à 4,80 en septembre 2006.

2. Prime brokers et investisseurs

« La discipline de marché respectée par les contreparties — les prime brokers avant tout — est d'une importance décisive s'agissant de l'approche indirecte actuellement adoptée pour contenir les risques systémiques potentiellement créés par les *hedge funds*. Les *prime brokers* offrent plusieurs services aux *hedge funds*. Parmi les principales fonctions figurent notamment le financement (garanti) des expositions des *hedge funds* et l'exécution d'opérations sur produits dérivés négociés de gré à gré, partiellement grâce à l'interposition des prime brokers entre les opérations des *hedge funds* et les tiers.

Par conséquent, sauvegarder une gestion adéquate du risque chez les prime brokers reste un objectif fondamental. C'est la raison pour laquelle il convient de soutenir les recommandations de juillet 2005 du *Counterparty Risk Management Policy Group II* (Groupe Corrigan), mis en place à l'initiative du secteur privé. Ces recommandations sont axées sur les domaines de la gestion et du contrôle du risque et contiennent des propositions sur la publication d'informations aux contreparties. Il convient de mentionner ici que les conditions attachées au crédit, notamment les exigences de garantie et de marge applicables aux expositions au risque (risques de crédit et de contrepartie dans le cas des produits dérivés de gré à gré), doivent être adaptées aux profils de transparence et de risque de la contrepartie.

Les préoccupations à cet égard résultent essentiellement de deux facteurs. En premier lieu, certains craignent que la pression causée par la concurrence féroce que se livrent les prime brokers pour décrocher des mandats de *prime brokerage* lucratifs ait pu se traduire par une dégradation des normes de crédit. En second lieu, il n'est pas absolument certain que les prime brokers tiennent dûment compte des scénarios de tension potentielle dans la fixation de leurs exigences de marge¹.»

Les leçons de la crise de LTCM en 1998 et celle de 2008 nous apprennent qu'en cas de tension sur les marchés, une forte hausse des appels de marge à court terme peut aggraver la tension potentielle se rapportant aux engagements sur les *hedge funds*, mais aussi, et pour une partie non négligeable, aux positions prises pour compte propre. En outre, pour les prime brokers, les concentrations de risque peuvent également provenir d'expositions corrélées à différents *hedge funds*, et pour une partie non négligeable de la négociation pour compte propre. Ce constat souligne

¹ A. A-WEBER, *op.cit.*, p183.

que les *prime brokers* doivent disposer d'informations correctes sur les principaux risques pris par leurs contreparties qui sont des *hedge funds*.

« En ce qui a attiré aux investisseurs, ils exercent une influence certaine sur la discipline des *hedge funds*. Fondamentalement, ils devraient être en position de comparer les informations pertinentes sur le profil rendement-risque de leurs placements dans les *hedge funds* avec celles d'acteurs concurrents et d'autres actifs de placement de façon à pouvoir prendre les décisions appropriées.

À cet égard, on peut supposer que la participation croissante des investisseurs institutionnels exerce une influence positive sur la qualité de la gestion du risque au sein du secteur des *hedge funds*. Selon certaines estimations, les fonds de pension, les fondations et les compagnies d'assurance avaient réalisé plus de 40 % de la totalité des investissements dans les *hedge funds* en 2006 (contre environ 11 % en 2002). Les précautions que prennent de façon approfondie ces investisseurs institutionnels (« due diligence¹ ») sont susceptibles d'améliorer la qualité de la gestion du risque des *hedge funds*. Resterait néanmoins à encourager la généralisation de ces pratiques de surveillance attentive des risques puisque, d'après une récente étude (portant toutefois sur un échantillon réduit), un nombre significatif de *hedge funds* ne semblent toujours pas avoir un bon suivi de la gestion de leur risque conforme aux standards de la profession. La valorisation des actifs illiquides soulève également des questions essentielles.

La participation des investisseurs institutionnels devrait aussi inciter les *hedge funds* à améliorer leur publication d'informations. Actuellement, les pratiques en matière d'information au sein du secteur des *hedge funds* semblent disparates en termes de qualité et, dans certains cas, dépendent du positionnement de marché du *hedge fund* ou de l'investisseur. Afin de garantir une discipline de marché efficace, il est essentiel que des informations adéquates soient publiées sur le risque. Or, les recommandations des associations du secteur des *hedge funds* sur la publication d'informations aux investisseurs, qui sont intégrées aux Bonnes pratiques du secteur, peuvent difficilement être qualifiées de meilleures pratiques.

C'est pourquoi le secteur des *hedge funds* doit s'efforcer de définir des bonnes pratiques plus rigoureuses en matière d'information et les ériger au rang de normes du secteur. Ces normes d'information couvriraient tous les aspects essentiels sous une forme agrégée, de sorte que les

¹ Voir *supra* p 114.

investisseurs puissent évaluer la situation financière et le profil de risque du *hedge fund* concerné (grâce notamment à des informations adéquates sur le risque, à l'image de l'exposition aux risques de marché — sur la base de chiffres de *value at risk* et de simulations de crise adéquates — de crédit et de liquidité et aux concentrations de risque). De tels efforts gagneraient en crédibilité si les bonnes pratiques étaient intégrées à un code de déontologie réalisé spontanément à l'initiative du secteur des *hedge funds*¹.»

3. Obligation de transparence des *hedge funds* vis-à-vis des autorités publiques

« Traiter l'Indépendance des *hedge funds* vis-à-vis des autorités publiques est d'une importance considérable, comme la crise financière nous l'a appris à nos dépens, amener tous les établissements financiers et toutes les activités d'importance systémique à l'intérieur du champ réglementaire, et les y maintenir est une nécessité. Certains progrès ont été réalisés dans ce domaine, à l'image de ce qui s'est fait à l'échelon européen. En effet, proposée par la Commission européenne en avril 2009, la directive AIFM « *Alternative Investment Fund Managers* » a été adoptée par le Parlement européen le 11 novembre 2010. Il y a lieu de rappeler qu'il s'agit là de la première réglementation visant à réguler directement ce secteur. Bien que les fonds *hedge funds* n'aient pas joué un rôle primordial dans la récente crise financière, ils sont susceptibles d'être à l'origine d'importantes turbulences financières. L'absence de transparence et le faible niveau de réglementation représentent des facteurs de fragilité avérés.

Les objectifs principaux de la directive se sont focalisés sur la réduction du risque systémique, sur l'augmentation du pouvoir des autorités de supervision, et sur le développement d'un marché européen réglementé. Cette directive a pour but de standardiser les règles applicables à la gestion de fonds alternatifs et d'améliorer leur transparence vis-à-vis des investisseurs et des autorités publiques. Ceci permettra par ailleurs aux Etats membres de bénéficier d'un renforcement du marché unique à travers une harmonisation des régimes nationaux existants. Cette directive, qui devra faire l'objet d'une transposition avant 2013, prévoit une étroite collaboration avec l'Autorité européenne des marchés financiers (AEMF). La complexité accrue du système financier et du transfert croissant du risque vers des zones non réglementées est l'une des questions les plus

¹ A. A-WEBER, *op.cit.*, p185.

ardemment discuté par les acteurs publics (gouvernements et autres instances politiques) car elle constitue un défi majeur pour les autorités dans leur appréciation des risques systémiques potentiels.

Dans ce contexte, également, les institutions financières réglementées demeurent le principal point de départ. Un contrôle approfondi de la relation entre les institutions financières réglementées, notamment les *prime brokers*, et leurs contreparties qui sont des *hedge funds* devrait fournir aux autorités de tutelle des informations sur les expositions significatives au risque, qui représentent une source importante de risques systémiques potentiels. Néanmoins, une supervision de ce type ne peut offrir davantage qu'un aperçu sommaire du secteur des *hedge funds*, surtout si des *hedge funds* envisagés isolément entretiennent des relations financières avec plusieurs institutions financières de différents pays. Vu sous cet angle, il serait intéressant de savoir si la coopération entre les autorités de tutelle à l'échelle mondiale pourrait se traduire par une amélioration globale de la transparence des grandes expositions des institutions financières réglementées aux *hedge funds*.

La collaboration actuelle entre plusieurs banques centrales, qui porte sur l'échange d'informations sur les expositions des emprunteurs communs aux établissements de crédit, devrait être considérée comme un exemple en la matière¹. A l'inverse, les propositions plus larges en faveur d'un registre des positions des *hedge funds* se heurtent à des oppositions politiques et posent des problèmes pratiques².»

¹ Protocole d'accord sur l'échange d'informations entre les fichiers bancaires nationaux dans le but de diffuser ces informations aux institutions daté du 20 février 2003 ; la loi de référence en Allemagne est la section 14 du *Banking Act*, qui prévoit la collecte de données sur l'exposition au crédit. Elle prévoit une exigence générale de publication des expositions supérieures à 1,5 million d'euros (dont les expositions syndiquées).

² A. CARTAPANIS et P. GILLES, « Prévention et gestion des crises financières internationales : une analyse retrospective de H. Thornton », *Cahiers d'économie politique*, N° 45, 2003/2, p 200.

SECTION 2. ANALYSE DES RECOMMANDATIONS AU REGARD DES RISQUES ET DE L'OPACITÉ DES *HEDGE FUNDS*

La dérive des comportements des *hedge funds*, en étroite symbiose avec les banques d'affaire et sous l'aiguillon du rendement "absolu", est possible parce qu'ils échappent à toute supervision sur leur levier et parce que les investisseurs qui leur apportent les capitaux sont dans l'incapacité de percer l'opacité des risques que les *hedge funds* leur font courir. En effet, non seulement, les *hedge funds* établissent, en général, leur siège social dans des places offshores (comme les Iles Caïmans) pour échapper aux règles nationales jugées trop contraignantes des fonds de placements collectifs, mais en plus, ils bénéficient d'exemptions réglementaires en tant que fonds privés. En conséquence, ils ne sont pas soumis aux mêmes exigences (directes) que les autres fonds en matière de divulgation d'informations, de liquidité, de capital réglementaire ou encore de limites relatives au levier et aux ventes à découvert.

« Un certain nombre d'associations professionnelles, d'institutions nationales et internationales ainsi que des autorités de régulation ont émis des recommandations en matière de régulation des *hedge funds*, parmi lesquelles le FSA, la SEC, l'AIMA, HFWG, le PWG, le FSF, le FMI... On va d'abord classer les différentes propositions au regard d'un certain nombre de risques à l'aide d'un tableau récapitulatif croisant les organismes ayant émis ces propositions, les risques qu'ils considèrent et ceux qu'ils ignorent et le contenu des propositions formulées. Ensuite on va soumettre les différentes propositions disponibles à une analyse critique pour dégager enfin les axes de réformes qui nous paraissent cruciaux (Voir tableau récapitulatif des recommandations et des risques des *hedge funds*).

1. La teneur générale des propositions en termes de réduction des risques

« La plupart des recommandations des organisations professionnelles concernent les risques cachés dus aux hypothèses de normalité et aux biais de représentation des rendements des *hedge funds*. Elles traduisent leur préoccupation concernant la question plus générale de l'amélioration de la transparence des *hedge funds*. Les propositions relatives au risque systémique sont rares, sauf celle de l'utilisation des stress tests, voire inexistantes concernant les risques liés aux *hedge funds* en tant qu'agents récepteurs de risques via les marchés dérivés et les crédits structurés. Ces

recommandations sont toutes non contraignantes et mettent particulièrement l'accent sur la relation contractuelle entre les investisseurs et les *hedge funds* qui, in fine, doivent toujours conserver une liberté totale d'action. Elles correspondent plus ou moins à une volonté de statu quo en matière de divulgation d'informations volontaires, que ce soit aux investisseurs, aux régulateurs et aux *prime brokers*. Quant aux procédures de gestion des risques, on affirme qu'elles se sont considérablement améliorées et que cette tendance devrait se poursuivre. Ainsi, ces recommandations sont loin de répondre au besoin de réglementation imposé par les événements de crise récents.

De leur côté, les autorités de supervision reconnaissent les trois grandes catégories de risques relatifs aux *hedge funds*. Leurs propositions en revanche se concentrent presque toutes sur les risques cachés et le risque systémique engendré par les *hedge funds*. Elles restent muettes sur le dernier type risque qui font des *hedge funds* des agents de propagation du risque systémique constitué dans la titrisation du crédit. Ces autorités dans l'ensemble font confiance à la discipline de marché et à la régulation indirecte, mais sans vraiment augmenter le niveau des contraintes ni renforcer les mécanismes d'incitation. Plus précisément, elles mettent l'accent sur l'enregistrement des gérants de *hedge funds* à leurs autorités de régulation, sur les Due Diligence et le renforcement de la coopération entre superviseurs et entre régulateurs et *hedge funds / prime brokers* et l'utilisation plus grande des tests de stress. De même, elles sont unanimes pour limiter l'accès des *hedge funds* aux épargnants individuels.

Les organismes nationaux et internationaux ont émis des recommandations majoritairement contraignantes contrairement aux organisations professionnelles qui mettent un point d'honneur à n'imposer aucune obligation aux *hedge funds*. Elles se situent aux niveaux micro et macro et elles tendent à favoriser une répartition plus égalitaire des responsabilités entre les différents protagonistes de la chaîne d'investissement des *hedge funds* et pas seulement aux investisseurs. Leur principal intérêt vient de leur prise en compte de toutes les sources de risques propres aux *hedge funds*. Toutes ces recommandations visent à rendre obligatoires les divulgations d'informations publiques et privées de la part des *hedge funds* et des prime brokers qui auraient pour conséquence de rendre plus fiables les bases de données et de baisser les biais de *reporting*. Ces révélations d'informations permettraient à chacun de jouer son rôle en matière de gestion des risques en facilitant le monitoring des *hedge funds* individuels.

Si les propositions des organisations professionnelles sont facilement prévisibles dans le sens où ces dernières ont pour objet de défendre les intérêts des *hedge funds*, il n'en va pas de même de

celles des régulateurs. Le paradoxe de leurs recommandations vient du fait que d'un côté les régulateurs mettent en garde contre les dangers que les *hedge funds* font courir à la stabilité financière mais, d'un autre côté, ils louent les *hedge funds* qui fournissent des services essentiels aux marchés. A cause de cette posture dogmatique les régulateurs sont réticents à toute recommandation qui va au-delà d'un appel pour la Due Diligence par les contreparties. Cette attitude peut aussi provenir des différentes responsabilités prudentielles qui sont éclatées entre les superviseurs, comme la protection des investisseurs, la stabilité financière et l'intégrité des marchés. Ce qui pousse certains économistes à recommander une modification institutionnelle consistant à rapprocher la *Bank of England et le FSA* au Royaume Uni (Danielsson).

Une autre explication se situe dans la recherche de la compétitivité des places boursières et dans la volonté de certains régulateurs d'augmenter l'attractivité de leur place financière au prix d'une plus grande vulnérabilité au risque. Sans oublier les lobbies de *hedge funds* très influents auprès des décideurs politiques L'analyse des risques des *hedge funds* a permis de distinguer trois principaux types de risques : les risques liés à l'opacité, le risque de contrepartie lié aux prime brokers (levier financier) et enfin les risques de liquidité liés au crédit structuré.¹»

¹ A. CARTAPANIS, « Hedge funds, risque systémique et pro-cyclicité de la finance : cas de la crise des subprimes », Juillet 2008, p12.

Tableau 10. Récapitulatif des recommandations et des risques des *hedge funds* : une analyse structurelle

Propositions/ risques liés aux HF	FSA	SEC	Fed	AIMA HFWG	FSF	G8	IOSCO	FMI	PSE	PWG	FMG	interview	
Risques liés à l'opacité des stratégies et absence de divulgation de reporting =risques cachés et rendement ajustés des biais plus faibles	RR ++	RR ++	RR RR	RR ++	RR ++	RR ++	RR ++	RR ++	RR ++	RR	RR ++	RR+	
Obligation d'enregistrement des managers de HF auprès des régulateurs (C)	+++	+++	-	+		+++			+++		+	gros HF- pts HF+	
Divulgation publique obligatoire d'informations régulières et fiables : (modèles de gestion , profil de risques, stratégies, positions, structures de fees, stress testing, liquidité, structure d'incitation de gestion...	-	-	-	-	+	+		-	+++ +++ +++ +++ +++ +++ +++ +++	-		---	
Mise en place d'une base de données publiques sur les HF (fees, profil de risques...)(C)		++											
Mise en place d'un ICR International Credit Registration					+++	+++			+++				
Divulgation obligatoire privée d'informations des HF aux PB sur (valeur liquidative du HF, expositions au risque, liquidité...)			+						+			+	
-des HF vers les Régulateurs: -des HF vers les investisseurs:	++	++	++	++	++	++		++	++	++	- ++	++ ++	
Appliquer un barème de notation plus différencié pour les produits structurés								+++		+++ (2008)			

Propositions/ risques liés aux HF	FSA	SEC	Fed	AIMA HFWG	FSF	G8	IOSCO	FMI	PSE	PWG	FMG	interview
Due diligences initiales/de suivi par les investisseurs (NC)	+++	+++	+++	+++	+++	+++	+++	+++	+++	+++	+++	+++
Influence des investisseurs institutionnels dans la promotion de la transparence des HF					+++ (cole)				+++	+++	++	-
Renforcement de la coopération industrielle (bonnes pratiques / guidelines professionnelles) (NC)	+++	+++		+++	+++		+++			+++	+	+/-
Renforcement de la coopération internationale formelle et informelle -entre régulateurs (BC et AR) -entre régulateur et HF (NC)	+++ +++	+++		+++	+++ (2008)		+++	+++		+++	+++	+
Risques liés à la nature des stratégies adoptées (sources de risques systémique) =profil de risque non gaussien, pertes extrêmes amplifiées par le levier élevé	RR ++	RR ++	RR ==	RNR	RR ++	RR ++	RR	RR ++	RR ++	RR	RR++	RR+-
Prise de risque agressive aiguillonnée par la concurrence et alléché par des <i>performance fees</i> élevées =risque de contrepartie et de pertes extrêmes sur des marchés complexes					RR++			RR++	RR++			
Enquêtes semestrielles sur les PB destinée à évaluer leurs expositions aux HF et les profils de risques du marché préalable à une surveillance accrue et un dialogue direct avec les gros HF	+++	+++			+++					+++	+++	++

Propositions/ risques liés aux HF	FSA	SEC	Fed	AIMA HFWG	FSF	G8	IOSCO	FMI	PSE	PWG	FMG	interview
Des enquêtes ciblées sur les pratiques de gestion du risque de crédit des banques/PB	+++	+++						++			+++	
Augmentation des corrélations au sein d'une stratégie et entre stratégies dans des périodes de stress de marché*							RR++	RR++				
Attractivité de stratégies passant par des transactions sur des marchés illiquides (concentration sur ces marchés) =Risque d'illiquidité *							RR++	RR++				
Les stress tests (C) -au niveau de chaque contrepartie de HF -au niveau consolidé simulation des appels de marges sur l'ensemble des expositions	+++	+++	+++	+++	+++	+++	+++	+++	+++	+++	+++	+++
Divulgence privée des positions agréées des tous les HF sur des marchés clés de la part des PB aux régulateurs C					+++	+++			+++	+++ (2008)		
Divulgence obligatoire des PB aux régulateurs des expositions des HF Stress testing des <i>potential future credit exposure</i>					+++	+++			+++			
Recours immodéré à l'effet de levier (superposition des opérations de levier) et concentration dans des produits dérivés complexes Risque de pertes extrêmes Risque de contrepartie*	RNR	RNR	RNR	RNR	RR++	RR++		RR++	RR++	RR++	RR++ (2008)	

Troisième partie : L'implication des *hedge funds* dans la crise des crédits subprimés

Propositions/ risques liés aux HF	FSA	SEC	Fed	AIMA HFWG	FSF	G8	IOSCO	FMI	PSE	PWG	FMG	interview
Divulgation des résultats des stress tests et des analyses des scénarios (C)					+++			++	++			
Mise en place d'une infrastructure de compensation et règlement pour les produits dérivés négociés sur les marchés de gré à gré (C)					+++			+++				
Détection d'un capital suffisant affecté au risque de crédit de contrepartie. (C)					+++			++				
Transmission de certaines prérogatives à la Banque Centrale									++		+++	++

Source : AGLIETTA Michel et RIGOT Sandra, « La réglementation des *Hedge funds* face à la crise financière ».

RR : risque reconnu RNR : risque non reconnu C : contraignant NC: non contraignant HF : *hedge funds*

* la concentration du risque de contrepartie et de liquidité dans des styles d'investissements utilisant la vente à découvert financée par le levier d'endettement élevés peut faire des HF les maillons faibles d'une propagation systémique

- : CONTRE
- 0 : INDIFFERENT
- + : PEU FAVORABLE
- ++ : FAVORABLE
- +++ : TRES FAVORABLE

AIMA/ HFWG: Alternative Investment Management Association/ Hedge Fund Working Group

PWG: US President Working Group

IOSCO: International Organisation of Securities commission

FMG: Financial Market Group –London School of Economics

PSE: Rapport du parti socialiste au Parlement Européen

2. Diminution du manque de transparence des *hedge funds*

Les risques liés à l'opacité des stratégies et l'absence de divulgation de *reporting* représentent des risques cachés dus aux hypothèses de normalité et aux biais de représentation des *hedge funds*. Ces risques impliquent une régulation qui vise à améliorer la transparence et à imposer des divulgations d'informations à la fois aux investisseurs, aux *prime brokers* et aux superviseurs. Le caractère contraignant de ces divulgations est crucial dans la mesure où de telles divulgations permettraient de faire baisser les biais de *reporting*. Les bases de données seraient plus complètes et plus fiables. De même, il s'agit d'un argument de bien public qui permettrait d'augmenter le bien-être social. Ces révélations d'informations permettraient à chacun de jouer son rôle en matière de gestion des risques en facilitant le monitoring des *hedge funds* individuels. Elles constituent une condition à une discipline de marché efficace. Dans cette optique, plusieurs recommandations ont été émises comme celle de rendre obligatoire l'enregistrement des managers auprès des régulateurs ou encore celle qui contraignent les parties prenantes (les gérants de *hedge funds*, les *prime brokers*...) à divulguer de l'information de façon privée ou/et publique.

L'enregistrement obligatoire auprès du régulateur est effectif au Royaume-Uni (FSA) mais ne l'est pas vraiment aux Etats-Unis. S'il constitue un premier contrôle de moralité du gérant et s'il autorise des enquêtes pendant la durée de l'activité, il reste une condition nécessaire mais pas suffisante. Très souvent, les investisseurs font appel à des services de détectives privés (cf. entretiens) pour approfondir ce premier contrôle qui représente un coût supplémentaire directement affecté à l'investisseur. La preuve de l'honnêteté du gérant est déterminante quand on sait combien la confiance est à la base même du contrat liant l'investisseur à son *hedge funds manager*. Il y a donc une présomption de malhonnêteté systématique chez les gérants de *hedge funds*. Le système de la SEC, en obligeant les petits fonds à se faire enregistrer et non les plus gros, pénalise les petits. Or ce sont justement ceux avec qui les investisseurs ont intérêt à conclure des contrats de partage des profits liés à des stratégies de long terme comme on va dans la dernière partie de cet article. L'enregistrement leur impose des exigences réglementaires qui s'avèrent plus coûteuses que pour un fonds ayant atteint une taille critique. Il serait plus logique de rendre obligatoire cet enregistrement pour les plus gros *hedge funds* plus susceptibles d'avoir un impact systémique.

« En matière de divulgation privée , on distingue trois recommandations qui vont aussi dans ce sens : la divulgation d'informations des prime brokers aux régulateurs (expositions *hedge funds* par *hedge funds* puis de toute leur clientèle en fonction des différentes catégories de risques), la divulgation d'informations des *hedge funds* aux prime brokers (indicateurs quantitatifs/qualitatifs de la valeur liquidative d'un *hedge fund*, expositions au risque et sa liquidité...) ou encore la divulgation d'informations des *hedge funds* aux autorités de régulation (positions et informations produites par leurs systèmes de gestion de risques...).

Par ailleurs, toutes les recommandations qui consistent à mettre en place des standards minimum de divulgations par définition non volontaires ne seraient constituer des conditions d'une discipline de marché efficace permettant le monitoring effectif des *hedge funds*. En effet, on devine les limites d'une divulgation privée volontaire entre le gérant et les investisseurs (contractualisation de la transparence) qui sont souvent fixées de manière discrétionnaire par le gérant. Les gérants interrogés reconnaissent eux-mêmes jouer le jeu de la transparence mais jusqu'à un certain point. Si l'investisseur demande trop d'information, le gérant s'arroge le droit de refuser toute nouvelle communication, en arguant que ce refus fait partie du contrat entre lui et l'investisseur. C'est bien pourquoi c'est la nature du contrat qui est à revoir si on arrête de se payer de mot concernant la discipline de marché et qu'on se décide enfin à la prendre au sérieux.

Enfin une dernière recommandation met en exergue le rôle des investisseurs institutionnels et leur capacité d'influence dans la promotion de la transparence des *hedge funds* (une nouvelle source de discipline de marché). La structure des *hedge funds* s'est institutionnalisée ces dix dernières années avec une part de plus en plus importante d'épargne publique. Cette évolution devrait logiquement impliquer un changement dans le sens d'une plus grande régulation des *hedge funds*. En effet, il existe une relation principal-agent entre les investisseurs institutionnels et les gérants de *hedge funds* dus aux asymétries d'informations qui minent la capacité des investisseurs même qualifiés à entreprendre la due diligence, étant donné les stratégies très complexes et les structures opaques des *hedge funds*. Toute erreur dans le monitoring des *hedge funds* individuels peut conduire à des erreurs d'allocation. A l'heure actuelle, le seul contrôle possible est celui effectué en amont au moment du choix du manager.

Ce processus est cher et prend du temps. De plus, il faut compter sur les consultants avec une industrie de consulting qui est souvent en cheville avec les *hedge funds industry*¹.»

Ce sont les investisseurs institutionnels qui ont le plus besoin de ces données, car s'ils sont considérés comme des investisseurs qualifiés qui n'ont théoriquement pas besoin de protection supplémentaire. On a trop vite tendance à oublier qu'ils ne sont pas les investisseurs ultimes. Il est donc dans leur intérêt de jouer un rôle important dans la discipline de marché. Jusqu'à présent, ils n'ont pas vraiment joué ce rôle. On peut présumer et souhaiter que cela change. C'est en tout cas ce que pense un certain nombre de ces organismes. Ils devraient être les principaux bénéficiaires de la régulation.

De même, il demeure une ambiguïté sur le statut d'investisseurs qualifiés. Les investisseurs institutionnels, par définition, sont considérés comme des investisseurs qualifiés. Mais certains fonds de pension nous ont confié en entretiens que malgré leurs expériences de gestion de portefeuilles, ils ne se considéraient pas comme tels. Bien au contraire, ils se jugeaient incapables d'évaluer et contrôler les risques des *hedge funds*. On peut se demander quels seraient alors les critères d'un tel statut pour un investisseur institutionnel? Ce sont les vrais investisseurs de long terme capables de déterminer une allocation stratégique flexible dans le temps. Ce n'est donc pas une catégorie statutaire, mais une méthode et des outils d'analyse stratégique en interne qui définissent des investisseurs qualifiés (Rapport « investisseurs à long terme et gouvernance des entreprises », Institut CDC, 2007).

En vérité, la question est dans la nature de la relation Principal Agent qui relie les managers de *hedge funds* et les investisseurs institutionnels qui leur confient leur capital. Le manager doit-il avoir une indépendance de moyen ou d'objectif ? Il est clair que, s'il a une indépendance d'objectif dans un contrat de délégation très lâche avec une grande latitude de changer de stratégie, le pouvoir de contrôle de l'investisseur est très affaibli. Pour que la relation soit celle d'une indépendance de moyen du manager toutefois, la seule qui soit une vraie relation principal agent, l'investisseur doit avoir lui-même une stratégie précise sur ce qu'il attend de la gestion alternative dans son portefeuille et doit être

¹ N. CHAN, M. GETMANSKY, M. HAAS, & ANDREW W. LO, "Do Hedge Funds Increase Systemic Risk?" *Economic Review, Federal Reserve Bank of Atlanta*, Fourth Quarter 2006, p56.

capable de sélectionner les managers en fonction de ses objectifs et de conclure un contrat de délégation sur mesure.

L'idée est de rechercher un contrat qui permette aux investisseurs institutionnels de redevenir les principaux. Une fois l'obstacle du choix du partenaire dépassé, l'investisseur à long terme qui traite avec un *hedge fund* de petite taille a la possibilité de conclure un contrat de coinvestissement qui peut répondre au souci d'une discipline exercée par l'investisseur. De tels contrats peuvent réduire significativement les conflits d'intérêts en réduisant les asymétries d'information dans le jugement sur les opportunités d'investissement. C'est une voie pour réduire les montants de commission qui drainent le profit à l'encontre de l'investisseur en remplaçant les commissions par un partage du profit. Ces contrats sont loin de la pratique actuelle.

3. Réduction du risque de liquidité et le renforcement de l'exigence de divulgation

Enfin, le dernier type de risque concerne le risque de liquidité lié aux marchés du crédit structuré. Les *hedge funds* en investissant dans les tranches *equity* (tranches les plus risquées de la titrisation) bénéficie d'un deuxième levier (via l'achat de ABS et CDO qui sont des actifs illiquides financés par une base de capital étroite et donc essentiellement par de la dette liquide). Les *hedge funds* ne jouent pas le rôle d'absorbeurs de risque. Ce sont des arbitragistes du risque dans les chaînes de crédit structuré. Selon les situations de marché, ils peuvent contribuer à disséminer le risque ou être des maillons fragiles d'une chaîne de contagions. C'est pourquoi les *hedge funds* sont des transmetteurs de risque systémique au même titre que des banques. Ils sont vulnérables à l'interaction du risque de crédit et du risque de liquidité du fait de leur levier. Ils sont donc vendeurs forcés d'actifs en temps de crise, comportement qui propage la détresse entre les marchés.

De tels risques impliquent une réforme complète du système de crédits titrisés qui concerne à la fois les banques investissement, les agences de notation et les *hedge funds*.

Cela passe par un changement de modèle des banques qui incite à la connaissance des emprunteurs à faire en sorte que la titrisation ait un intérêt économique comme la capitalisation des véhicules de titrisation et la fermeture de l'arbitrage réglementaire via une réforme de Bâle II qui devrait annuler cette incitation. De même, les agences de notations devraient revoir leur méthodologie pour les notations de façon à différencier les *corporate bonds* des produits structurés. La notation à travers le cycle n'a aucune signification pour les actifs tritisés car les risque de crédit et de liquidité sont intrinsèquement imbriqués. Prétendre que ces deux risques peuvent être séparés est une erreur majeure. Quant aux *hedge funds*, ils devaient davantage procéder à des divulgations d'informations comme les positions agrégées des *hedge funds* sur de marchés illiquides aux autorités de régulation ou utiliser des stress tests et divulguer leurs résultats afin que ces derniers puissent mieux gérer le risque de liquidité.

En effet, le risque de liquidité est un risque agrégé qui ne peut être perçu que par les superviseurs. Les autorités de régulation sont en charge de la stabilité financière. Leur action ne se situe pas au niveau du *hedge fund* individuel mais au niveau agrégé. L'intérêt des stress tests réside dans le fait qu'ils vont pouvoir faire apparaître l'interaction entre le risque de liquidité et le risque de contrepartie. Ils permettent de prendre en compte la variabilité de la liquidité ou encore la variation des corrélations qui est souvent difficile à modéliser. Ces tests de simulation se font généralement au niveau du *hedge fund*. En permettant de voir ce qui se passe dans les queues de distribution du risque, ils donnent une indication sur les pertes potentielles qui feront retour sur les banques. Or au niveau individuel, le *hedge fund* ne peut pas voir le risque systémique (quand il y a concentration et des événements défavorables). D'où l'importance de la transmission des résultats aux autorités de régulation qui vont pouvoir totaliser les résultats de stress tests et voir s'il y a des déséquilibres des contreparties et donc un risque de liquidité. L'utilisation de stress tests et la divulgation des résultats des stress tests et des analyses des scénarios est une des recommandations qui vont dans le sens d'une amélioration de la gestion du risque de liquidité.

D'autres propositions vont également dans ce sens. La divulgation privée des positions agrégées de tous les *hedge funds* sur le marchés clés de la part des *prime brokers* aux régulateurs et la mise en

place d'une base de données publique sur les *hedge funds* (commissions, profil de risques ...) sont des recommandations qui aideraient particulièrement les banques centrales dans leur prévention des risques de liquidité. De même, l'application d'un barème de notation plus différencié pour les produits structurés afin de permettre aux investisseurs de mieux appréhender les risques de liquidité et de marché inhérents à ces instruments. Toutes les autres recommandations qui consistent à dire que les systèmes de gestion des risques se sont améliorés et que cette tendance devrait se poursuivre sans davantage de régulation (comme faire des stress tests uniquement...) sont insuffisantes. Elles apparaissent comiques au regard du naufrage du modèle « *originate and distribute* », tel qu'il a été développé jusqu'à l'absurde par les banques d'affaire internationales et qui implique tous les segments de la chaîne de transmission des risques dont les *hedge funds*. Cette crise a révélé la profonde inadaptation des modèles d'évaluation du risque de crédit à des produits de titrisation pour lesquels il n'existe de pas de base historique à la mesure des paramètres clés. Ces modèles se sont avérés totalement trompeurs en situation de stress lorsque les pertes fulgurantes, cachées dans les agencements très non linéaires des CDO, se sont réalisées

Ces analyses nous permettent de conclure qu'une amélioration de la réglementation des *hedge funds* devrait passer par une plus grande régulation des marchés du crédit et des *hedge funds*. Elle devrait se situer à la fois aux niveaux microéconomique et macroéconomique, concerner les facteurs de demande et d'offre, renforcer les prérogatives du régulateur public et enfin définir précisément les conditions d'une discipline de marché efficace comme la divulgation d'informations obligatoire et dont la principale composante serait les investisseurs institutionnels.

SECTION 3. PROMOUVOIR UNE SURVEILLANCE EFFICACE DES RELATIONS ENTRE *HEDGE FUNDS* ET AUTRES INSTITUTIONS FINANCIÈRES

La faillite d'un *hedge fund* peut entraîner des créances irrécouvrables en cas de diminution de la valeur de marché de la garantie en raison d'importantes fluctuations des cours. Par ailleurs, en qualité de contrepartie des *hedge funds*, notamment sur les marchés dérivés de gré à gré, les banques exerçant des activités de *prime brokerage* s'exposent à d'importants risques de contrepartie. En règle générale, ces institutions financières affichent une rentabilité exceptionnelle et utilisent des techniques très sophistiquées de gestion du risque. Malgré tout, on ne peut totalement exclure que les crises qui touchent ces intervenants provoquent leur retrait de certains compartiments de marché et se propagent rapidement au sein du système financier international.

Un cadre adapté doit, de fait, être mis en place afin de garantir une discipline de marché adéquate au sein du secteur des *hedge funds* grâce au degré nécessaire de transparence. L'un des objectifs clés des banques centrales est actuellement de mener et soutenir des actions visant à éviter une phase possible d'ajustement et de consolidation au sein du secteur des *hedge funds*, qui se conclurait par un épisode d'instabilité financière, comme celui vécu en 2007, 2008 et 2009.

1. L'intervention indispensable des autorités de contrôle bancaires à travers une supervision indirecte des *hedge funds*

L'histoire de la supervision indirecte des *hedge funds* est déjà relativement longue. En effet 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 ou, *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, ainsi qu'un document présentant les saines pratiques concernant ces interactions. 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 marché¹ 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'hui².

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.

¹ Voir *supra*, p 214.

² W.LO Andrew, *hedge funds, an analytic perspective*, p 201.

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.

L'accent sera mis sur les relations des *hedge funds* avec les banques. Nous devons par ailleurs tenir compte du fait qu'il n'existe pas de définition unique¹ des *hedge funds*, même si leurs principales caractéristiques sont bien connues : liberté en matière de stratégies de placement (notamment ventes à découvert, utilisation de 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. La plupart des observateurs peuvent être d'accord avec l'idée que, pour préserver l'efficacité des marchés et la stabilité financière/l'intégrité

¹ Voir *Supra*, p 14-17.

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 ;
- 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 aux risques généraux du marché. Ces dernières années, la corrélation entre les rendements des *hedge funds* a également eu tendance à s'accroître.

Cette évolution laisse entrevoir la possibilité que des positions similaires soient prises par différents intervenants sur un même marché, 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 anticipé¹.»

2. L'application des recommandations de Bâle III en termes de surveillance prudentielle et de ratio de fonds propres

Les Accords de Bâle III publiés le 16 décembre 2010 sont des propositions de réglementation bancaire, ces accords font partie des initiatives prises pour renforcer le système financier à la suite de la crise des subprimes, sous l'impulsion du FSB² *Financial Stability Board* et du G20³. Elle part du constat que la sévérité de la crise s'explique en grande partie par la croissance excessive des bilans et hors bilan bancaires (via, par exemple, les produits dérivés), tandis que dans le même temps le niveau et la qualité des fonds propres destinés à couvrir les risques se dégradaient.

En outre, de nombreuses institutions ne disposaient pas non plus de réserves suffisantes pour faire face à une crise de liquidité. Dans ce contexte, le système bancaire s'est révélé incapable d'absorber les pertes intervenues d'abord sur les produits structurés de titrisation et d'assumer ensuite la ré-intermédiation d'une partie des expositions de hors-bilan. Au pire de la crise, les incertitudes pesant sur la qualité des bilans, la solvabilité des banques et les risques liés à leur interdépendance ont provoqué une crise de défiance et de liquidité généralisée.

¹ D. NOUY, « La supervision indirecte des hedge funds », *Revue de la stabilité financière- Numéro spécial hedge funds*, p 110.

² La création du Conseil de stabilité financière (Financial Stability Board ou FSB) a été décidée lors du Sommet du G20 de Londres le 2 avril 2009. Il succède au « Financial Stability Forum ». Tous les membres du G20, l'Espagne, les Pays-Bas, la Suisse, Singapour et Hong-Kong y sont représentés. Le FSB a pour mission d'identifier les vulnérabilités du système financier mondial et de proposer des mesures pour y remédier. Il sert de forum aux Etats, organisations internationales et associations sectorielles concernés par la stabilité financière.

³ Le Groupe des 20 (ou G20) est un groupe de 19 pays plus l'Union européenne dont les ministres, les chefs des banques centrales et les chefs d'États se réunissent régulièrement. Il a été créé en 1999, après la succession de crises financières dans les années 1990. Il vise à favoriser la concertation internationale, en intégrant le principe d'un dialogue élargi tenant compte du poids économique croissant pris par un certain nombre de pays. Le G20 représente 85 % du commerce mondial, les deux tiers de la population mondiale et plus de 90 % du produit mondial brut (somme des PIB de tous les pays du monde).

Les accords de Bâle III, après avoir réglé la question des fonds propres des banques classiques, doivent désormais s'attaquer aux établissements d'importance systémique, a estimé, lundi 13 septembre 2010, le président du Comité de stabilité financière (FSB), Mario Draghi.

« Les banquiers centraux et régulateurs réunis à Bâle ont trouvé un accord sur la réforme du secteur financier, destiné à rendre les établissements plus résistants face à de futures crises, en renforçant leur ratio de fonds propres. "Ce n'est pas terminé. Nous devons maintenant passer à une deuxième partie qui est très, très importante", a indiqué M. Draghi lors d'une conférence de presse à la Banque des règlements internationaux (BRI). Cette deuxième partie consiste à répondre, avec une série de mesures, au danger que représentent les établissements d'importance systémique, a-t-il souligné. Selon le gouverneur de la Banque d'Italie, les grandes banques devront être capables d'avoir des capacités d'absorption de pertes supérieures aux normes fixées dimanche dans le cadre des accords dits de "Bâle III".

Ce texte prévoit de faire passer le ratio de fonds propres – la part la plus solide des actifs (actions et bénéfices mis en réserve) – de 2 % à 7 % des engagements des établissements d'ici 2019. "Nous devons améliorer la capacité de dénouer ces établissements sans créer des bouleversements majeurs sur les marchés et sans faire appel à l'argent du contribuable", a souligné M. Draghi.

Le patron du FSB, qui doit présenter ces recommandations lors du sommet du G20 de Séoul, en novembre 2010, prévoit notamment une supervision plus importante pour les établissements d'importance systémique. Lors d'une conférence de presse au siège de la "banque centrale des banques centrales", à Bâle, M. Draghi a souligné que l'accord conclu dimanche sur les nouvelles normes prudentielles internationales était "un élément clé", "un pilier", qui contribuera "à produire un système bancaire et financier bien plus solide". Le patron de l'institut d'émission italien a été rejoint dans ce sens par son homologue de la Banque centrale européenne. Selon Jean-Claude Trichet, qui s'exprimait en sa qualité de porte-parole du groupe des principales banques centrales, les nouvelles normes prudentielles vont permettre d'éliminer l'incertitude sur les marchés. "Dans l'actuel épisode que traverse l'économie mondiale, l'incertitude est un ennemi. Avec cette décision (dans le cadre des accords de Bâle III), nous avons éliminé l'incertitude dans de nombreux domaines", a souligné Mr Trichet, sans toutefois pouvoir

donner des précisions sur les montants que devront lever les banques pour se conformer à ces nouvelles règles, le président du comité de Bâle et de la banque centrale néerlandaise, a estimé que les banques auront besoin de "centaines de milliards" d'euros de capitaux supplémentaires.

Ces accords vont remplacer ceux de "Bâle II" approuvés en 2006, et qui ont été adoptés par la plupart des grandes banques internationales, sauf sur certains points par les américaines. Face à la crainte que les Etats-Unis renâclent à adopter le nouveau texte, M. Trichet a affirmé "faire entièrement confiance" aux autorités américaines.

Les régulateurs américains ont approuvé, dans un communiqué, le renforcement des normes bancaires décidé à Bâle et comptent le mettre en œuvre dans les temps. "Les régulateurs bancaires fédéraux soutiennent les efforts [...] du Comité de Bâle destinés à renforcer le capital des grandes banques internationales et les approuvent", indique ce texte signé de la banque centrale américaine (Fed) et de la Compagnie d'assurance fédérale des dépôts bancaires (FDIC).

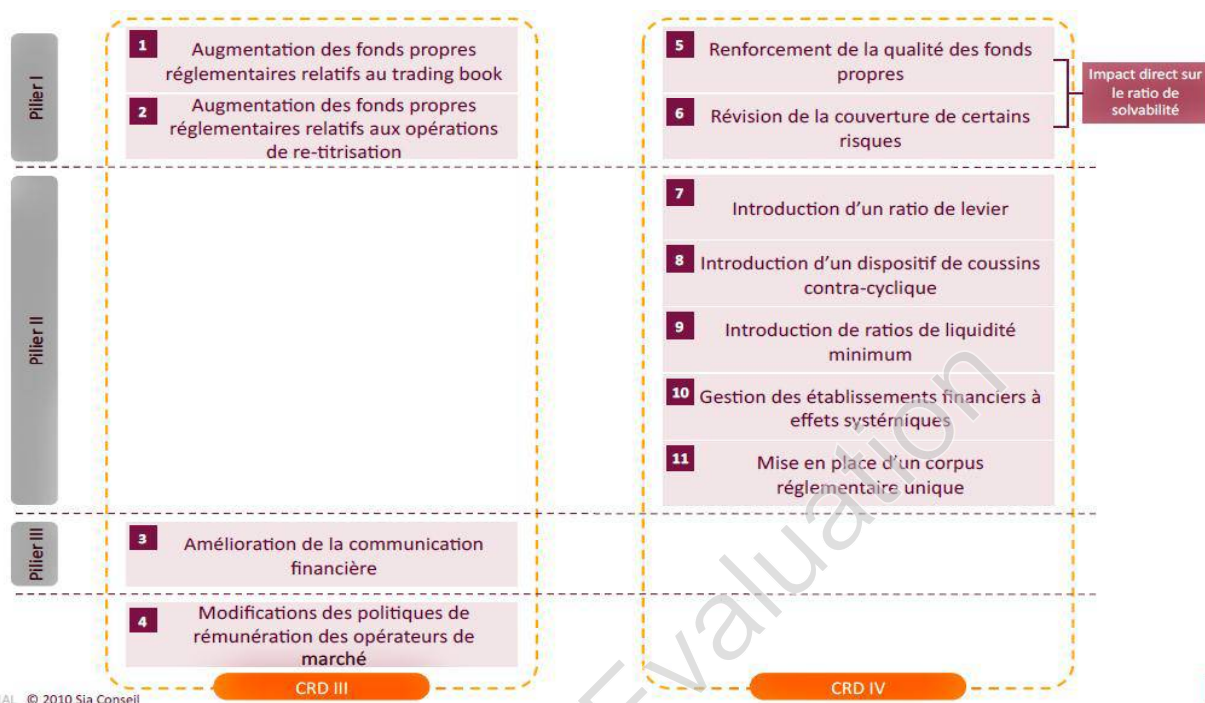
La Fed et la FDIC rappellent que l'accord de Bâle "demande aux juridictions nationales de mettre en œuvre les nouvelles obligations à partir du 1er janvier 2013". Cet accord, dit "Bâle III", complétera par certains aspects la loi de réforme de Wall Street promulguée en juillet 2010 aux Etats-Unis et dont le but est de rendre le système financier américain plus solide¹.»

Compte tenu du rôle du système financier dans le financement de l'économie réelle, du caractère international des institutions financières et du coût final supporté par les États via notamment les plans de soutien public, une intervention coordonnée des régulateurs internationaux est alors apparue légitime. La première révision de la Réglementation Bâle II (CRD II) a eu lieu courant 2009 pour une application prévue au 31 décembre 2010². Les amendements CRD III et IV qui composent la réforme dite Bâle III portent sur les évolutions suivantes.

¹ In, le Monde économie, 13/09/2010.

² Voir *Infra* annexe 6.

Tableau 11. Les principaux amendement des accords de Bâle III



CONFIDENTIAL © 2010 Sia Conseil

Source : SIA consulting

Tableau 12. Les enjeux et perspectives de la mise en œuvre des accords de Bale III

	Impact sur le capital	Impact activité commerciale	Impact concurrentiel	Impact de mise en oeuvre	Synthèse des enjeux
1 Augmentation des fonds propres réglementaire relatifs au trading book	●	●	●	●	• Nécessité de mettre en place de nouveaux process / outils de simulation
2 Augmentation des fonds propres réglementaires relatifs aux opérations de re-titrisation	●	●	●	●	
3 Amélioration de la communication financière	○	●	●	●	• Risque d'image vis-à-vis des rémunérations (grand public) et des opérations complexes (marchés)
4 Modifications des politiques de rémunération des opérateurs de marché	○	○	●	●	• Risque de « fuite des talents » si non harmonisation au niveau mondial

Source : SIA consulting

3. Renforcement du contrôle des agences de notation

Le Conseil économique, social et environnemental considère qu'il est souhaitable qu'une plus grande concurrence existe dans les agences de notation (actuellement au nombre de 3, essentiellement américaines même si l'une d'elles est détenue à 80 % par un holding français) et qu'il existe une forte incitation à la création d'autres agences, européennes en particulier, pour accroître l'offre aux émetteurs et la concurrence.

En tout état de cause, le rôle de ces agences doit être revu. Il n'est pas admissible que les banques elles-mêmes utilisent comme référence essentielle la notation de ces entités, sans faire elles-mêmes un travail de notation interne, faisant ainsi reposer la gestion du risque sur les agences uniquement. Il faut raison garder et considérer ces appréciations comme des éléments d'information précieux... parmi d'autres. Les investisseurs eux aussi devraient être invités à ne pas se contenter d'une telle notation qui devrait être différenciée pour les produits complexes.

Dans leur fonctionnement courant, il faut éviter le risque de conflit d'intérêt et, pour cela, interdire au moins la notation lorsque l'agence a participé à la mise au point du produit ainsi que la rémunération directe de l'agence par l'émetteur. On pourrait imaginer que les États, par l'intermédiaire des régulateurs, soient représentés dans les organes de direction de ces agences.

La SEC vient d'adopter de nouvelles règles pour améliorer la transparence des agences et limiter les conflits d'intérêt. La Commission européenne a publié une proposition de règlement qui obligerait les agences à s'enregistrer auprès d'un régulateur national. Le Conseil économique, social et environnemental estime qu'il conviendrait enfin de soumettre ces agences à la surveillance d'institutions publiques. On peut songer à l'institution qui serait, à la suite des travaux du G20, chargée de la gouvernance du système financier mondial ; le FMI paraît un candidat logique à ce rôle.

L'IOSCO (*International Organization of Securities Commissions*), ou OICV (Organisation Internationale des Comités de Valeurs) a achevé un «code de conduite» pour les agences de notation, initié en 2004. L'initiative est majeure, car, comme le souligne Philippe Richard, secrétaire général de

l'OICV, «en participation à la structuration des produits financiers, les agences sont naturellement impliquées dès le départ dans le processus de notation. Nous avons identifié ici un problème potentiel que nous voulons analyser.» Chris Atkins, vice-président de Standard & Poor's, ne partage pas cependant cette appréciation : «Nous ne structurons pas les transactions. Nos critères sont publics, non négociables et uniformément appliqués. Nous ne notons pas d'instruments financiers qui ne répondent pas à nos critères.»

Le problème d'un potentiel conflit d'intérêts demeure néanmoins pour de nombreux analystes, lesquels critiquent souvent le fait que les agences de notation sont précisément payées par les entreprises dont elles notent les produits financiers et que les grandes agences de notation auraient été jusqu'à s'impliquer dans la structuration des produits, facilitant l'obtention des meilleures notations si convoités par les émetteurs.

Diverses réformes sont donc proposées, d'autant plus que l'Été et l'automne 2011 ont connu une série de décote de certains pays Européens en prise avec des difficultés avec leurs finances publiques, les réformes proposées commencent effectivement à être mises en œuvre. Une régulation forte est ainsi réclamée. En Europe, les agences doivent désormais s'enregistrer auprès du CESR, le comité européen de régulation. La création d'une agence publique est envisagée. La modification du mode de rémunération, plus de concurrence, ou une responsabilité civile des agences sont d'autres exemples de propositions pour réguler les agences de notation.

Cependant, le système de la notation en lui-même ne semble pas remis en cause. Il est considéré comme ayant failli à cause d'un manque de régulation. Or, le pouvoir des agences de notations leur est donné par la réglementation financière. Aussi surprenant que cela puisse paraître, leur importance et leur pouvoir sont des conséquences de la régulation des marchés financiers.

Cet article de Georges Kaplan, dans Contrepoints, Le surprenant pouvoir des agences de notation, décrit les origines de ce pouvoir. C'est d'abord la SEC, *Securities and Exchange Commission*, qui a introduit la notation financière dans la réglementation. Le ratio de Bâle II, qui réglemente les banques, utilise également la notation financière comme mesure du risque. La SEC avait parallèlement défini une liste des agences dont les notes pouvaient être utilisées comme mesure du risque.

Par conséquent, les agences sont à la fois régulées, et sont parties prenantes de la régulation. Les réglementations en ont fait des éléments essentiels de la régulation. Les entreprises qui veulent emprunter sur les marchés financiers sont quasiment obligées de se faire noter, pour que les institutions financières puissent mesurer les risques conformément à la réglementation. Et le rôle central des agences a pour conséquence qu'elles font la pluie et le beau temps. Par exemple, comme le souligne Georges Kaplan dans *Contrepoints*, quand une agence baisse la note d'une société, une partie des institutions financières qui détiennent de la dette de cette société sont réglementairement obligées de vendre. Ce qui fait augmenter le taux auquel la société peut emprunter.

« Ce système va à l'encontre des principes de l'économie de marché. Normalement, le prix de marché, donc le taux d'intérêt que peut obtenir un emprunteur, est déterminé par la confrontation de l'offre et de la demande. C'est-à-dire la confrontation d'avis divers, chacun ayant une opinion, ce qui détermine un prix d'équilibre, en l'occurrence un taux d'intérêt d'équilibre.

Le rôle donné aux agences casse le mécanisme du marché, car le risque n'est plus évalué par les acteurs du marchés, qui par leurs avis différents déterminent un avis moyen en quelque sorte, un taux moyen, mais par les agences. Le taux d'intérêt n'est plus un taux déterminé par le marché. Mais par la réglementation.

Le marché est une forme de régulation. Le risque est évalué par le jeu de l'offre et de la demande, et son appréhension évolue en fonction de l'avis des différents intervenants. Cette régulation a été remplacée par une autre, dans laquelle l'avis de quelques intervenants, les agences, déterminent le risque. Cette régulation par les agences n'est pas remise en cause. Seules les modalités sont en débat. La régulation par le mécanisme du marché est toujours refusée. Pourtant, elle est simple à mettre en œuvre: il suffit d'interdire à ceux qui veulent emprunter sur les marchés financiers de se faire noter. Tous les conflits d'intérêt sont résolus, les marchés ne dépendent plus d'une poignée d'agences¹.»

¹ X. HEUDE, « La notion de risque dans une approche éthique de la finance. Conditions et implications », p.16.

Conclusion

S'ils ne sont pas directement responsables de la crise des subprimes qui sévit depuis l'été 2007, les *hedge funds* y ont joué un rôle important. Si les banques américaines ont prêté beaucoup plus d'argent qu'elles n'auraient dû, gonflant ainsi la bulle immobilière aux Etats-Unis, c'est parce qu'elles ont pu transférer le risque à des fonds spéculatifs via le processus de titrisation. Certains fonds se retrouvant fortement investis en titres de crédits hypothécaires à haut risque. Ils ont aussi propagé et amplifié l'effet de la crise par le biais de ce que l'on appelle le *credit crunch*. C'est-à-dire par l'incapacité à se refinancer et, in fine, à honorer les demandes de remboursement de leurs clients qui sont d'autres investisseurs institutionnels.

L'accès aux crédits se faisant plus rare, les *hedge funds* - en particulier ceux qui s'étaient financés par la dette (leverage) - ont dû monétiser leurs titres. Ce courant vendeur a précipité un peu plus la débâcle des marchés financiers. A l'inverse, sans le soutien des banques centrales - lesquelles ont injecté des dizaines de milliards de liquidités en Bourse - et sans le concours des fonds souverains venus prêter main-forte à des établissements financiers au bord de la faillite - GIC, le fonds de Singapour, contribuant par exemple pour 11 milliards de dollars à la recapitalisation de la banque suisse UBS -, la crise financière aurait pris une tout autre ampleur. L'enseignement de cette crise mondiale, si elle montre une chose c'est bien que les *hedge funds* sont bel et bien des es piliers de la finance mondiale.

CONCLUSION GÉNÉRALE

Nous concluons ce travail de longue haleine entamer il y a de cela 24 mois par un constat plus qu'édifiant. En effet, la majorité des scientifiques œuvrant dans le domaine de la finance et de l'économie prédisait exactement la fin de la crise financière pour la fin du premier semestre 2010 ! On se rend compte qu'il n'en est rien, à défaut de se résorber, la crise s'est auto-entretenu, passant d'une crise financière à une crise économique qui a dégénéré en une crise d'endettement des États, créant une vague de défiance généralisée et par ricochet un nouvel épisode de dépressions financières qui a causé l'instabilité des marchés des capitaux et la chute des valeurs boursières. Cela a impacté négativement sur des économies de pays déjà malmenées par la crise de 2008-2009. La Grèce, l'Italie, l'Irlande et l'Espagne ont subi un abaissement significatif de leurs notes par les agences de notations, et des pays dont l'ossature structurelle réputée solide comme la France et l'Italie sont dans le collimateur des agences de notations financières.

Tant les théories contemporaines que l'analyse rétrospective montrent que fragilité financière et éclatement de crises spéculatives sont des caractéristiques intrinsèques de la finance. Les périodes qui enregistrent une libération de l'innovation et un accroissement rapide de la circulation financière voient la fréquence des crises s'accroître. C'est aussi lors de tels épisodes qu'apparaissent, au grand jour, diverses malversations financières qui avaient pour but de promettre les rendements exorbitants requis au cœur de la bulle¹. Certains analystes comparent les mouvements financiers à la circulation routière et concluent que les crises sont la rançon du développement des marchés financiers et qu'en un sens on ne peut les éliminer. Dans l'un et l'autre cas, cependant, des dispositifs réglementaires et des campagnes de prévention peuvent significativement réduire le nombre des accidents... et crises financières. « Ainsi, face aux crises financières, se retrouvent les deux stratégies habituelles : tenter de réduire les facteurs de fragilité financière et donc prévenir les crises d'une part, les traiter au mieux et le plus rapidement possible dès lors qu'il n'a pas été possible de les éviter, d'autre part. Si l'on s'accorde sur cette vision, ce n'est pas le principe de l'intervention publique qu'il importe de discuter mais ce sont ses modalités précises afin d'éviter que les coûts à long terme du traitement d'une crise ne l'emportent sur les

¹ L'affaire de la fraude de JÉRÔME KERVIEL, trader de la société générale et celle de BERNARD MADOFF, sont des exemples assez symptomatiques.

bénéfices liés au rétablissement de la continuité des paiements et de la confiance en la stabilité financière. L'idéal est bien sûr de prévenir les crises à travers des incitations et des contraintes visant à une appréciation, la plus exacte possible, du risque. La difficulté est bien connue : la plupart des crises financières systémiques surprennent les meilleurs observateurs mais peut-être pas l'historien qui sait détecter, sous l'apparence de l'innovation radicale, la répétition d'une séquence bien connue d'emballlement puis de crise. Pour sa part, l'économiste se doit de mobiliser dans sa boîte à outils les mécanismes qui sont au cœur de toutes les crises financières, afin de mieux détecter l'entrée dans une zone de fragilité financière¹.»

Les *hedge funds*, objet central du présent travail de recherche, se retrouvent de nouveau sous les feux de la rampe. Depuis quelques jours, ces fonds spéculatifs sont jugés coupables d'accélérer la chute des cours des obligations d'État grecques, espagnoles et portugaises, au risque d'aggraver la situation de ces pays et par extension celle de la zone Euro. En octobre 2011, le président de l'AMF français, Jean-Pierre Jouyet, a incité les gouvernements européens à surveiller leurs déclarations «pour ne pas faire le jeu des *hedge funds*». En réalité, cela fait plus de six mois déjà que les *hedge funds* ont pris des positions sur les obligations grecques, car ils avaient bien compris qu'il n'était pas normal que les emprunts d'État grecs et allemands affichent les mêmes taux d'intérêt, alors que la situation financière de ces pays est très différente. Les *hedge funds*, suscitent la controverse au sein la communauté scientifique, pour certains² les ils sont pour beaucoup dans la récente crise et continuent, en ce moment même, à alimenter la spéculation sur la dette grecque mettant sous tension toute la zone Euro. Pour d'autres³ en revanche, les *hedge funds* sont les premières victimes de la crise, étant donné qu'ils sont les plus exposés aux tranches les plus risquées.

Il ressort de ce mémoire que les vertus que confèrent les *hedge funds* aux systèmes financiers semblent dérisoires par rapport aux risques qu'ils font courir en terme de stabilité systémique, la collusion de ces fonds avec des banques d'investissement d'envergure internationale a généré des pertes abyssales pour celles-ci; les banques centrales étant des prêteurs en dernier ressort ont dû

¹ R. BOYER et (al.), p195.

² M.AGLIETTA, S.RIGOT et S.KHANNICHE entre autres soutiennent que les *hedge funds* ont été à l'origine de la vague de contagion mondiale.

³ H.PAULSON, N.AMENEK, estiment que les *hedge funds* sont des victimes de la crise, car le nombre de fermeture de *hedge funds* a été sans commune mesure depuis la genèse de cette industrie.

injecter des liquidités considérables qui proviennent des recettes des États dont elles sont rattachées, l'exemple des États-Unis est assez caractéristique, avec une dette publique de plus de 14 milles milliards de dollars, il semblerait inconcevable d'affirmer que les bienfaits des *hedge funds* peuvent justifier de telles situations. Nous affirmons donc à la suite de tout ce que l'on vient de voir et ce qui est en train de se tramer actuellement sur la dette de la zone Euro que les *hedge funds* ont plus de méfaits que de bien faits sur le système financier dans son ensemble. Quant au pouvoir de déstabilisation des *hedge funds*, il demeure assez limité, néanmoins il n'est pas négligeable, car ces institutions ont des ressources financières de plus en plus colossales, et la récente crise ainsi que les pseudos déclarations des argentiers du G 20 n'y font rien car les *hedge funds* continuent, au moment où nous rédigeons ces lignes, à vendre à découvert des dizaines de millions de bonds d'État grecque pour inciter les pays Européen à soutenir les finances grecques et ainsi fragiliser la zone Euro qui pourrait décider de laisser sortir la Grèce de la zone Euro.

Les *hedge funds* sont à la fois les victimes et les incitateurs de ces troubles financiers, ils ne sont évidemment pas les seuls à être derrière cette crise financière, et même leur rôle dans la propagation et la genèse de cette crise ne peut être mis en évidence de manière catégorique, eu égard à leur opacité et au manque de transparence qui les caractérisent tant. Nous avons noté une volonté de limiter l'influence des institutions à fort effet de levier, dont les *hedge funds* sont les plus connus, ces tentatives unilatérales (du côté Européen seulement) de vouloir encadrer les activités des *hedge funds* ne sont pas suffisantes; un tel manque de consensus est très symptomatique du poids de ces institutions dans la finance mondiale, les lobbies financiers ont un tel pouvoir de pression qu'ils sapent toute volonté de réguler les institutions financières qui ont participé à la faillite des finances publiques de plusieurs États, les agences de notations sont également partie prenante dans l'exacerbation des tensions financières, leurs erreurs de jugement, qui les ont conduit à surcoté des produits toxiques par des triples A, sont, en ce moment même¹ en train d'abaisser la note de l'Espagne accentuant la pression sur la zone Euro, en « jouant le jeu » des *hedge funds*. En définitive, nous dirons que *hedge funds* sont actuellement et seront certainement encore des acteurs majeurs et influents dans le paysage financiers mondial.

¹ Cet instant correspond à la date du 19 Octobre 2011.

BIBLIOGRAPHIE

OUVRAGES

AGLIETTA Michel, KHANNICHE Sabrina et RIGOT Sandra, *Les hedge funds entrepreneurs ou requins de la finance ?* Perrin, Paris, 2010, 363 p.

AMENC Noël, BONNET Sébastien, HENRY Gautier, MARTELLINI Lionel et WEYTENS Axel, *La gestion alternative*, Economica, Paris, 2004, 374 p.

CAPOCCI Daniel, *Introduction aux hedge funds*, Economica, Paris, 2004, 352 p.

CHAVAGNEUX Christian, *Les paradis fiscaux*, La découverte, Paris, 2007, 120 p.

COGGAN Philip, *Guide to hedge funds, what they are, what they do, their risks, their advantages*, New York, 2008, 152 p.

COLMONT Bruno, GILLET Roland et SZAFARZ Ariane, *Efficienc e des marchés : concepts, bulles spéculatives et image comptable*, LARCIER, Bruxelles, 2003, 95 p.

FRANÇOIS Pascal, *Les produits dérivés financiers, méthodes d'évaluation*, Dunod, Paris, 2005, 363 p.

FRETE Charlotte et CASSETTE Philippe, *De la securization à la titrisation*, Eska, Paris, 1991, 138 p.

FRUSH Scott, *Hedge funds demystified*, McGraw-Hill, 2007, 300 p.

GÉRARD Marie-Henry, *Les hedge funds*, Organisation/ Eyrolles, Paris, 2008, 246 p.

GILLET Philippe, *L'efficienc e des marchés financiers*, Economica, Paris, 1999, 224 p.

GODECHOT Olivier, *Les traders : Essai de sociologie des marchés financiers*, La Découverte, Paris, 2005, 298 p.

GRAVEREAU Jaques et TRAUMAN Jaques, *Crises financières*, Economica, Paris, 2001, 459 p.

PAULSON Henry, *On the brink, Inside the race to stop the collaps of the global financial system*, New-York, 2010, 478p.

JACQUILLAT Bertrand (et all.), *Hedge funds, private equity, Marchés financiers : Les frères ennemies ?* Presse Universitaire de France, Paris, 2009, 149 p.

JACQUILLAT Bertrand et SOLNIC Bruno, *Marchés financiers gestion de portefeuilles et risques*, Dunod, Paris, 2002, 418 p.

JORION Paul, *L'implosion : La finance contre l'économie, ce que révèle et annonce la crise des subprimes*, FAYARD, Paris, 2008, 323 p.

JORION Paul, *La crise des subprimes : des subprimes au séisme financier planétaire*, FAYARD, Paris, 2008, 343 p.

LARDIC Sandrine et MIGNON Valérie, *L'efficience informationnelle des marchés financiers*, La découverte, Paris, 2006, 122 p.

LHABITANT François-Serge, *Hedge funds : origine, stratégies, performance*, Dunod, Paris, 2008, 392 p.

LHABITANT François-Serge, *Gestion alternative : comprendre et investir dans les hedge funds*, Dunod, Paris, 2004, 304 p.

MIGNON Valérie, *Marchés financiers et rentabilités boursières*, Economica, Paris, 1998, 292p.

PLIHON Dominique et PONSSARD Jean-Pierre, *La montée en puissance des fonds d'investissement, quels enjeux pour les entreprises ?*, La documentation française, Paris, 2002, 183 p.

W.LO Andrew, *hedge funds, an analytic perspective*, Princeton University Press, 2008, 337 p.

REVUES ET PERIODIQUES

ADRIAN T et SHIN H-S, « Liquidité et contagion financière », *Revue de la stabilité financière – Numéro spécial liquidité, N°11*. Février 2008, pp 1-8.

AGEFI, « Le phénomène des hedge funds », *Droit Finance*, juin 2005.

AGLIETTA Michel, « Le risque systémique, actualité et prévention du risque systémique », *Séminaire*, CNRS, 7 Mai 2002.

AGLIETTA Michel, « Comprendre la crise du crédit structuré ». *La lettre du CEPII*, N° 275- Février 2008.

AGLIETTA Michel et RIGOT Sandra, « La réglementation des Hedge funds face à la crise financière » : Une contribution au débat, Avril 2008.

AGLIETTA Michel, MOREAU Ludovic et ROCHE Alain, « De la crise financière à l'enjeu d'une meilleure évaluation des crédits structurés », Avril 2008.

AGLIETTA Michel et RIGOT Sandra, « Le rôle spécifique des hedge funds dans la transmission du risque systémique : une contribution au débat réglementaire », *La Documentation Française*. Paris 2008, pp 229-246.

AGLIETTA Michel, « Dix questions sur la crise », *Extraits d'un article pour le Nouvel Observateur*, 21 Novembre 2008.

Bibliographie

AGLIETTA Michel et RIGOT Sandra, « Hedge funds : la fin du laissez-faire », *Revue économique*, Volume 60, 2009/3, pp 693-702.

AKTAS Nihat, « La finance comportementale un état des lieux », *Reflets et Perspectives*, 2004, pp 19-33.

ARMATTE Michel, « Crise financière : modèles du risque et risque de modèle », *Mouvements* 2009/2, N° 58, pp. 160-176.

ARTUS Patric, « Les hedge funds ont-ils une influence déstabilisante ? », *Revue d'économie financière*, 2008, pp 103-124.

ARTUS Patric (et al.), « La crise des subprimes », *Rapport du Conseil d'Analyse Economique*, Paris, 2008, pp 5-141.

Association Suisse des Banquiers, « Risques particuliers dans le négoce de titres », *Swiss Banking*, Zurich, 2008.

Autorité des Marchés Financiers, « La notation en matière de titrisation ». *Rapport*, Paris, 31 Janvier 2006.

Banque des règlements internationaux, *78^e Rapport annuel* : 1^{er} Avril 2007-31 mars 2008, Bâle, 30 Juin 2008.

Banque des règlements internationaux, *79^e Rapport annuel* : 1^{er} Avril 2008-31 mars 2009, Bâle, 29 Juin 2009.

Banque des règlements internationaux, *80^e Rapport annuel* : 1^{er} Avril 2009-31 mars 2010, Bâle, 30 Juin 2010.

Banque des règlements internationaux, *81^e Rapport annuel* : 1^{er} Avril 2010-31 mars 2011, Bâle, 30 Juin 2011.

BANQUE DU CANADA, « Rapports : La procyclicité dans le système financier », *Revue du système financier*, Juin 2009.

Banque Centrale du Luxembourg, « Revue de Stabilité Financière 2009 », *Revue de Stabilité Financière*, 2009.

Banque Centrale du Luxembourg, « Revue de Stabilité Financière 2010 », *Revue de Stabilité Financière*, 2010.

Banque Centrale du Luxembourg, « Revue de Stabilité Financière 2011 », *Revue de Stabilité Financière*, 2011.

Barclay Hedge, « Hedge fund risk and other disclosures ». *Hedge Fund Data*, June 2009.

BERCHE Valérie et PONS Noël, « Les crédits subprimes : un exemple du fameux effet papillon », *Audit N° 189*, Avril 2008, pp 45-48.

BFINANCE, « La liquidité des fonds multigestion alternative, un risque méconnu des investisseurs », 31 Aout 2007.

BLUNDELL-WIGNALL Adrian, "The subprime crisis: size, Deleveraging and some policy options", *Financial Market Trends*, OECD 2008.

BOUVERT Antoine, « Le marché des Credit Default Swap (CDS) », *Économie et Prévision*, N° 189, 2009/3, pp. 133-140.

BUCQUET LEDERMAN VÉRONIQUE, « Paradoxes, cindynique et crise financière : Bâle II, juste valeur et efficience des marchés », *Thèse de Doctorat en Sciences de Gestion*, 23 Novembre 2010. 335 p.

BOEZ Nicolas et BOULAY Charles-Antoine, « LTCM, les dangers de la finance globalisée », *ÉTUDE DE CAS*, Octobre 2005.

BOUVEN Monique et ZEHR Yves, « La crise bancaire et la régulation financière », *Avis et rapports du conseil économique, social et environnemental*, 2009.

BOYSON Nicole-M, STAHEL Christof-W and STULZ René-M, "Hedge fund contagion and liquidity". May 15, 2008.

BOYER Robert et (all.), « Les crises financières », *Rapport du conseil d'analyse économique*, La documentation française, Paris, 2004, 413 p.

CABALLERO Ricardo-J et KRISHNAMURTHY Arvind, « Les chaises musicales : un commentaire sur la crise du crédit », *Revue de la stabilité financière – Numéro spécial liquidité*, N°11. Février 2008, pp 9-11.

CANUET Alexis, « Comment une banque de vient insolvable », *Alternatives économiques*, N° 274. Novembre 2008, pp 80-81.

CARTAPANIS André et Gilles Philippe, « Prévention et gestion des crises financières internationales : une analyse retrospective de H. Thornton », *Cahiers d'économie politique*, N° 45, 2003/2, pp 175-210.

CARTAPANIS André & TEILETCHE Jérôme, « Les hedge funds et la crise financière internationale », *N° spécial conjoint de la revue d'économie financière et de la revue risques*, Juin 2008.

CARTAPANIS André, « Hedge funds, risque systémique et procyclicité de la finance : cas de la crise des subprimes », Juillet 2008.

CARUANA Jaime et KODRES Laura, « La liquidité sur les marchés mondiaux », *Revue de la stabilité financière – Numéro spécial liquidité*, N°11, Février 2008, pp 71-82.

CARUANA Jaime et NARAIN Aditya, « Les exigences de fonds propres », *Finance et développement*, Juin 2008, pp. 24-28.

CHAN Nicholas, GETMANSKY Mila, M. HAAS Shane, & ANDREW W. LO, “Do Hedge Funds Increase Systemic Risk?” *Economic Review, Federal Reserve Bank of Atlanta*, Fourth Quarter 2006, pp 49-80.

CHAN Nicholas, GETMANSKY Mila, M. HAAS Shane, & ANDREW W. LO, “Systemic risk and Hedge Funds”, *NBER Conference on the Risks of Financial Institution*, August 1st, 2005.

CLAUSS Pierre, « Statistiques des hedge funds », *ENSAI*, Janvier 2010.

COLE Roger-T, FLEDBERG Greg et LYNCH David, « Hedge funds, transfert de risque de crédit et stabilité financière », *Revue de la stabilité financière- Numéro spécial hedge funds, N°10*. Avril 2007, pp 7-18.

CORNAND Camille, « Le risque systémique : Quel cadre d’implication du secteur privé proposé pour gérer les crises de liquidité des économies de marché émergentes ? », *Séminaire à l’université paris X-Nanterre*, 7 Mai 2002.

CROCKETT Andrew, « Liquidité de marché et stabilité financière », *Revue de la stabilité financière- Numéro spécial hedge funds, N°10*, Avril 2007, pp 19-29.

CROCKETT Andrew, « Évolution et régulation des hedge funds », *Revue de la stabilité financière- Numéro spécial liquidité, N°11*. Février 2008, pp 13-18.

D’ARVISNRET Philippe, « retour sur la crise des subprimes », *Les études économiques de BNP PARIBAS*, avril 2008, pp 19-29.

D’ORIOLE ASSET MANAGEMENT, « Les hedge funds, une crise passagère ? » 28 Août 2008.

DANIELSSON Jon et ZIGRAND Jean-Pierre, « Quelle forme de régulation pour les hedge funds ? », *Revue de stabilité financière- Numéro spécial hedge funds, N°10*. Avril 2007, pp 31-39.

DAVIS Steve, « Fonds spéculatifs : approche des syndicats », *UNI Global Union Rapport*, Août 2008.

DE BOISSIEU Christian, « La titrisation, une mise en perspective », *Revue d’économie financière*, N° 59, 2000, pp 15-24.

DERRUINE Olivier, « La crise des subprimes et l’effet papillon », *CSC, service d’études*, Février 2008.

DODD Randall, « Subprime : topographie d’une crise », *Finance et développement*, Décembre 2007, pp 15-19.

DODD Randall et MILLS Paul, « Crise hypothécaire : effet de contagion », *Finance et développement*, Juin 2008, pp. 14-18.

DRAGHI Mario, « Hedge funds et stabilité financière », *Revue de stabilité financière- Numéro spécial hedge funds, N°10*. Avril 2007, pp 41- 48.

DUBOIS Alain et MUSTIER Jean-Pierre, « Risques et rendements des activités bancaires liées aux hedge funds », *Revue de la stabilité financière- Numéro spécial hedge funds*, N° 10, Avril 2007, pp 93-104.

DUNETON Claude, « Subprime, mot de l'année 2008 », *Le Figaro*, samedi 27- dimanche 28 décembre 2008, p 27.

EICHENGREEN Barry, « Dix questions à propos de la crise des prêts subprime », *Revue de la stabilité financière –Numéro spécial liquidité*, N°11. Février 2008, pp 19-30.

ETOPIA, « Crise et rénovation de la finance, tour d'horizon des idées phares défendues par Michel Aglietta professeur émérite à l'université paris-X-Nanterre, en vue de réformer le système financier international». Août 2009.

FERGUSON Roger et LASTER David, « Hedge funds et risque systémique », *Revue de stabilité financière- Numéro spécial hedge funds*, N°10. Avril 2007, pp 49-59.

FONDS MONÉTAIRE INTERNATIONAL, « Rapport de stabilité financière dans le monde : actualité des marchés », 28 janvier 2009.

FURFINE H. Graig et REMOLONA M-Elie, « Le processus de détermination des prix en période de tensions financières : le comportement du marché des titres du Trésor américain à l'automne 1998 », pp.105-110.

FUNG William et HSIEH David. A, « Stratégies de réplcation des hedge funds : conséquences pour les investisseurs et les régulateurs », *Revue de la stabilité financière- Numéro spécial hedge funds*, N° 10, Avril 2007, pp 61-72.

GALATI Gabriele, HEATH Alexandra et Mc GUIRE Patrick, « Mise en évidence du carry trade », *Rapport semestriel de la BRI*, septembre 2007, pp 1-16.

GALLAIS-HAMMONO Georges « et al. », « Faut-il corriger les rentabilités de Hedge funds ? », Janvier 2007.

GUEGAN Dominique, « La persistance dans les marchés financiers », *Banques et marchés*, n° 90, septembre-octobre 2007.

GUERRIER Pierre et DE LIMA Pascal, « La gestion du risque de marché par l'approche value-at-Risk est-elle efficiente ? », s.d.

GUILLAUME JEANNENEY Sylvie et KAPODAR Kangni, « Développement financier, instabilité financière et croissance économique », *Économie et Prévision*, N° 174, 2006/3, pp 87-111.

GYGER Sébastien, « A statistical approach to hedge funds selection and portfolio construction », *Thèse N° 2580*, école polytechnique fédérale de Lausanne. 2002.

HANTEAU Jacques, « L'économie politique des marchés de permis d'émission négociable », *Thèse de doctorat*, FNSP, 23 Juin 2004.

HASKIN Benjamain & SMITH Russell, “Congressional hearing on the role of hedge funds in the current financial crisis”, *WILLKIE Farr & GALLAGHER*, November 2008.

HC WRITH Vernon et DUNN Thomas, « La titrisation des actifs : le point de vue d’un émetteur », *Revue d’économie financière*, N°59, 2000, pp 41-56.

HEUDE Xavier, « La notion de risque dans une approche éthique de la finance. Conditions et implications », *Finance & the common good/bien commun - N° 24 - spring/summer 2006*.

HILDERBRAND Philipp-M, « Hedge funds et prime broker dealer : éléments de proposition en matière de « bonnes pratiques » », *Revue de la stabilité financière, Numéro spécial hedge funds*, N° 10, Avril 2007, pp 73-83.

HURLIN Christophe, « Un test simple de l’hypothèse de non-causalité dans un modèle de panel hétérogène », *Revue économique*—vol. 56, N° 3, mai 2005, pp. 799-810.

INTERNATIONAL MONETARY FOUND, “Global Financial stability report : responding to the financial crisis and measuring systemic risks”, Washington DC, April 2009.

JOBST Andreas, « Qu’est ce que la titrisation? » *Finances & Développement*, Septembre 2008.

KETTANI Ghizlane, « Hedge funds activistes, private equity et corporate gouvernance », *Rapport du Conseil d’analyse économique, la Documentation française*, 2008. pp. 167-175.

KHANNICHE Sabrina, « Mesurer le risque des *hedge funds* », *Groupama-Asset Management*. 2007.

KHANNICHE Sabrina, « Préviation de la Value at Risk des *Hedge funds* avec les modèles GARCH », *Groupama Asset Management*, ECONOMIX, 2008.

KODRES Laura, « Une crise de confiance ... et beaucoup plus », *Finance et développement*, Juin 2008, pp. 9-13.

« La crise financière : diagnostic et perspectives » *Revue d’économie financière*, Juin 2008.

LEPETIT Jean-François : « Rapport sur le risque systémique », *ministère de l’économie, de l’industrie et de l’emploi (France)*, Avril 2010.

LEPINE Xavier, « Du moral hazard au risque systémique », *La lettre du groupe UFG*, Septembre 2007.

LEQUESNE-ROTH Caroline, « Retour sur la crise des « *subprimes* » – autopsie d’une déraison d’État », *Revue Internationale de Droit Économique*, t. XXIII, 2009/2, 2, pp. 219-242.

Les promesses de L’ombre. Scénarios 2008-2009 pour l’économie mondiale, *Revue de l’OFCE N° 107*, 2008/4, pp 121-156.

Les Echos n° 19762 du 29 Septembre 2006.

MATHÉRAT Sylvie et TROUSSARD Philippe, « La titrisation et le système financier », *Revue d'économie financière*, N°59, 2000, pp 25-41.

MARTIN Franck (et al.), « Le pouvoir de déstabilisation des *hedge funds* : évaluation empiriques sur les indices boursiers », *26èmes journées d'Économie Monétaire et Bancaire*, Université d'Orléans, 25-26 juin 2009.

MATHIEU Catrine et STERDYNIAC Henri, La globalisation financière en crise, *Revue de l'OFCE*, N° 110, 2009/3, pp. 13-73.

MC CARTHY Callum, « Exigences de transparence et *hedge funds* », *Revue de la stabilité financière- Numéro spécial hedge funds*, N°10. Avril 2007, pp 85-92.

MC GUIRE Patrick, REMOLONA Eli et TSATSARONIS Kostas, « Fonds spéculatifs : évolution de l'exposition au risque et de l'effet de levier », *Rapport trimestriel de la BRI*, Mars 2005, pp 57-70.

MIN-WOO Lee et YOON-KYUNG Lee, « Les Stratégies Global Macros des *hedge funds* », *Mémoire en majeure finance*, Mai 2007.

MUSTIER Jean-Pierre et DUBOIS Alain, « Risques et rendement des activités bancaires liées aux *hedge funds* », *Revue de la stabilité financière- Numéro spécial hedge funds*, N°10. Avril 2007, pp 93-103.

NEFZI Emna, "Valuation of Continuous Asian Options: Comparison of Laplace Transform Inversion method with Monte Carlo Simulation", *Thesis of Master in Science at HEC Paris*, May 2009.

NOUY Danièle, « La supervision indirecte des *hedge funds* », *Revue de la stabilité financière- Numéro spécial hedge funds*, N°10, Avril 2007, pp 105-116.

PALAN Ronen, MURPHY Richard, CHAVAGNEUX Christian et MOUSLI Marc, « Les paradis fiscaux : entre évasion fiscale, contournement des règles et inégalités mondiales », *L'Économie Politique* N° 42, 2009/, pp 22-40.

PAPADEMOS L.S, « La surveillance des *hedge funds* : un point de vue de stabilité financière », *Revue de la stabilité financière- Numéro spécial hedge funds*, N°10, Avril 2007, pp 125-138.

PERROT Etienne, « Subprimes. La morale de l'histoire », *Études*, tome 409, 2008/9, pp. 317-326.

PLIHON Dominique, « Instabilité financière et risque systémique : Insuffisance du contrôle macroprudentiel », *Le financement de l'économie, Cahiers français*, N° 331. s.d.

POON Martha, « Aux origines était la bulle. La mécanique des fluides des subprimes », *Mouvements* N° 58, 2009/2, pp. 177-190.

PRADA Michel, « Le monde des *hedge funds* : préjugés et réalité », Contribution de l'AMF au débat sur les stratégies de gestion alternative, *Revue de la stabilité financière- Numéro spécial hedge funds*, N° 10, Avril 2007, pp 139-148.

PRAET Peter et HERZBERG Valérie, « Liquidité de marché et liquidité bancaire : interdépendances, vulnérabilités et communication financière », *Revue de la stabilité financière, Numéro spécial liquidité, N° 11, Février 2008*. pp. 105-120.

RAMEIX Gérard, « Les défis de la régulation des hedge funds », *Revue d'économie financière*, 2008, pp 239-252.

RAVIX Guillaume, « Typologie des hedge funds », *Mémoire de recherche de fin d'études*, HEC Paris, Avril 2007.

ROUAH Fabrice, « Les fonds de couverture : typologie des risques encourus », *Séminaire sur la gestion alternative et les produits structurés*, 22 Juin 2005.

SASI Kimmo, « Les conséquences de la crise financière mondiale », *séance plénière tenue à l'Assemblée parlementaire européenne*, 27 Janvier 2009.

Secrétariat Groupe PSE, « Proposition de directive Mc Creevy sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs », 4 Mai 2009.

SMEDETS Kristien & SMEDETS Jan, "Dynamic investment strategies of hedge funds", *Department of Accountancy, Finance and Insurance*, Katholieke Universiteit LUEVEN. 2002.

STEVENSON Patrick, « Les fonds de *hedge funds* : origine, rôle et perspectives », *Revue de stabilité financière- Numéro spécial hedge funds, N°10*. Avril 2007, pp 165-175.

STRÖMQVIST Maria, "Hedge funds and the financial crisis of 2008", *Economic Commentaries*, N° 3, 2009.

TREMBLAY Rodrigue, « Les facteurs déclencheurs des crises financiers internationales », *Revue d'analyse économique, Vol. 76, N° 3*, septembre 2000. pp. 423-436.

The President's Working Group on Financial Markets, "Hedge Funds, Leverage, and the Lessons of Long-Term Capital Management", *Report*, April, 1999.

UBID Angel, « Démythifions les fonds spéculatifs », *Finance & Développement*, Juin 2006.

YIÖNEN Matti, « Transparence, crise financière et paradis fiscaux », 2 Avril 2009, pp 54-62.

WEBER A. Axel, « Hedge funds : un point de vue de banque centrale », *Revue de la stabilité financière, Numéro spécial hedge funds, N° 10*, Avril 2007, pp 177-185.

WEBOGRAPHIE

<http://www.businessweek.com>

www.hedgefundresearch.com

http://www.hedgefund.net/hfn_public/marketing_index.aspx

Bibliographie

<http://www.investopedia.com>

http://www.lexpress.mu/print.php?news_id=31305

<http://www.offshore-co.com/offshore-jurisdictions>

<http://www.sec.gov/spotlight/secpostmadoffreforms.htm>

<http://www.tradestation.com>

Expert PDF Evaluation

TABLE DES MATIÈRES

Remerciements	2
Remarque préliminaire	3
Sommaire	4
Liste des abréviations	6
Introduction générale	8
Première partie. Les <i>hedge funds</i>, présentation, déclinaisons et cadre réglementaire	14
Introduction	15
Chapitre 1. Les <i>hedge funds</i>, essai de définition	17
Section 1. Définition et ascension de l'industrie des <i>hedge funds</i>	19
1. <i>Hedge funds</i> définition générale.....	19
2. La genèse des <i>hedge funds</i>	22
3. Croissance et mutation des <i>hedge funds</i>	23
Section 2. Les caractéristiques des <i>hedge funds</i>	27
1. La vente à découvert, l'effet levier et l' <i>active trading</i>	27
2. Classification par stratégie d'investissement et répartition de l'industrie des <i>hedge funds</i>	31
3. Structure d'intéressement, investissements minimums et performance des <i>hedge funds</i>	34
Section 3. Investisseurs et contreparties des <i>hedge funds</i>	37
1. Les investisseurs privés.....	37
2. Les investisseurs institutionnels.....	40
3. Les fonds de fonds.....	42
Chapitre 2. Le cadre réglementaire des <i>hedge funds</i>	44
Section 1. La situation réglementaire des <i>hedge funds</i> aux Etats-Unis.....	47
1. Le rôle contraignant de la <i>securities and exchange commission (sec)</i>	47
2. Les immunités de la <i>security and exchange commission</i>	49
3. Les réformes « post-madoff » de la SEC.....	50
Section 2. Les dispositions réglementaires en Europe.....	53
1. La situation réglementaire en Grande-Bretagne.....	53
2. La situation réglementaire en France.....	55
3. Le cadre réglementaires en Allemagne.....	56
Section 3. Paradis fiscaux et places <i>offshores</i>	59
1. Qu'est-ce qu'un paradis fiscal ?.....	59

2. Le pourquoi du choix d'un enregistrement extraterritorial.....	61
3. Changements et perspectives réglementaires pour les places <i>offshores</i>	62
Chapitre 3. Les stratégies d'investissement des <i>hedge funds</i>	67
Section 1. La stratégie <i>global macro</i>	69
1. Définition et méthodologie de la stratégie.....	69
2. Exemple illustratif d'une stratégie <i>global macro</i>	71
3. Avantages et inconvénients de la stratégie <i>global macro</i>	72
Section 2. La stratégie <i>long / short</i>	75
1. Présentation de la stratégie <i>long/short</i>	75
2. Construction d'une stratégie <i>long / short</i>	76
3. Avantages et inconvénients de la stratégie.....	76
Section 3. La stratégie <i>relative value arbitrage</i>	80
1. Méthodologie et mécanique fondamentale de la stratégie.....	80
2. Illustration de la stratégie <i>relative value arbitrage</i>	81
3. Avantages et inconvénients de la stratégie <i>relative value arbitrage</i>	83
Conclusion	85
Deuxième partie. Le rôle complexe des <i>hedge funds</i> sur les marchés financiers et leur incidence sur la stabilité financière	86
Introduction	87
Chapitre 1. Les rôles bénéfiques prêtés aux <i>hedge funds</i> sur les marchés financiers	89
Section 1. L'implication des <i>hedge funds</i> dans le renforcement de l'efficience des marchés financiers.....	91
1. Définition du concept de marché efficient.....	92
2. Découverte de prix d'équilibre et diversification.....	93
3. Partage des risques et stabilité des marchés financiers.....	95
Section 2. La contribution des <i>hedge funds</i> à la liquidité des marchés financiers.....	97
1. Définition du concept de marché liquide.....	97
2. L'utilisation de l' <i>active trading</i> par les <i>hedge funds</i>	99
3. L'impact de l'utilisation de la méthode de l' <i>active trading</i> sur la liquidité des marchés financiers.....	100
Section 3. Autres avantages procurés par les <i>hedge funds</i>	102
1. Flexibilité des techniques d'investissement et gestion des risques accrue.....	102
2. Meilleure diversification des portefeuilles.....	104
3. Rendements des <i>hedge funds</i> plus élevés que les fonds communs de placement.....	105

Chapitre 2. Les risques liés aux <i>hedge funds</i>	108
Section 1. Les risques généraux.....	110
1. Le risque opérationnel.....	112
2. Le risque d'investissement.....	113
3. Le risque de model.....	115
Section 2. Le risque systémique.....	116
1. Qu'est-ce qu'un risque systémique ?.....	116
2. L'incidence des activités des <i>hedge funds</i> en termes de risque systémique.....	118
3. Les comportements qui peuvent induire un risque systémique de la part des <i>hedge funds</i>	119
Section 3. Les risques que les <i>hedge funds</i> font peser sur l'activité des banques.....	121
1. Risques liés aux activités de <i>prime brokerage</i>	121
2. Les produits dérivés OTC.....	122
3. Produits structurés sur <i>hedge funds</i>	124
Chapitre 3. Les <i>hedge funds</i> qui ont ébranlé la finance mondiale	126
Section 1. Le rôle actif des <i>hedge funds</i> dans la crise monétaire européenne.....	128
1. Les circonstances et les causes de la crise monétaire européenne de 1992.....	128
2. Le rôle joué par les <i>hedge funds</i> dans ladite crise.....	130
3. L'implication du fonds quantum dans la crise de 1992.....	133
Section 2. Le rôle des <i>hedge funds</i> dans la crise asiatique	135
1. La crise asiatique : Les faits saillants	135
2. L'implication des <i>hedge funds</i> dans la crise asiatique	137
3. L'attaque des <i>hedge funds</i> sur HONK-KONG	138
Section 3. La quasi faillite du fonds LTCM.....	141
1. Présentation du fonds LTCM.....	141
2. La « descente aux enfers »	143
3. L'impact de la quasi faillite de LTCM sur les systèmes financiers et les modalités du sauvetage du fonds.....	p 144
Conclusion	148
Troisième partie. L'implication des <i>hedge funds</i> dans la crise des crédits subprimes	150
Introduction	151
Chapitre 1. Causes de la crise des <i>subprimes</i>, rappel des faits marquants	153
Section 1. Les causes de la crise.....	157
1. Situation macroéconomique instable.....	158

2. Dysfonctionnement microéconomiques : exigences de rentabilité, mesures de risque et réglementation.....	162
3. Pratiques financières périlleuses.....	163
Section 2. Le déroulement de la crise des subprimes.....	166
1. Assèchement de la liquidité.....	170
2. Pertes patrimoniales pour les ménages.....	172
Section 3. Les effets de la crise des <i>subprimes</i>	176
1. Faillites historiques d'établissements financiers	177
2. Propagation de la crise aux marchés financiers mondiaux et généralisation de la crise de confiance	180
3. Déséquilibres macroéconomiques et marasme social	183
Chapitre 2. Les <i>hedge funds</i>, acteurs majeurs sur les marchés des dérivés de crédit.....	185
Section 1. Le mécanisme de titrisation au cœur de la crise.....	188
1. Qu'est-ce que la titrisation ?.....	188
2. Actifs sous-jacents et rehaussement de crédits titrisés.....	191
3. Les particularités du rôle des agences de notation en matière d'évaluation des crédits titrisés.....	195
Section 2. Le rôle des <i>hedge funds</i> dans la propagation de la crise des subprimes.....	198
1. Le rôle central de l'effet de levier dans l'exacerbation de la crise	199
2. La propagation de la crise d'illiquidité et les <i>hedge funds</i>	201
3. Faillites en cascade dans l'industrie des <i>hedge funds</i>	203
Section 3. Le rôle des agences de notation financière dans la crise systémique.....	207
1. Définition de ce qu'est une agence de notation financière.....	207
2. La responsabilité des agences de notation financière dans la mauvaise évaluation des produits d'investissement liés aux subprimes.....	210
3. La responsabilité des agences de notation découlant de leur structure oligopolistique et du conflit d'intérêt	211
Chapitre 3. Les axes des réformes ou comment réduire le risque systémique adossé aux <i>hedge funds</i>.....	215
Section 1. Augmentation de la transparence des <i>hedge funds</i> et renforcement de la discipline de marché.....	218
1. Renforcer la discipline de marché.....	218
2. Prime brokers et investisseurs.....	220

3. Obligation de transparence vis-à-vis des autorités publiques.....	222
Section 2. Analyse des recommandations au regard des risques et de l'opacité des <i>hedge funds</i>	224
1. La teneur générale des propositions en termes de réduction des risques.....	224
2. Diminution du manque de transparence des <i>hedge funds</i>	231
3. Réduction du risque de liquidité et le renforcement de l'exigence de divulgation.....	234
Section 3. Promouvoir une surveillance efficace des relations entre <i>hedge funds</i> et autres institutions financières.....	237
1. L'intervention indispensable des autorités de contrôle bancaires à travers une supervision indirecte des <i>hedge funds</i>	237
2. l'application des recommandations de Bâle III en termes de surveillance prudentielle et de ratio de fonds propres.....	241
3. Renforcement du contrôle des agences de notation.....	245
Conclusion	248
Conclusion générale	249
Bibliographie	252
Table des matières	261
Table des illustrations	266
Annexes	265

TABLE DES ILLUSTRATIONS

SCHÉMAS

Schéma 1. Mise en place d'une vente à découvert.....	28
Schéma 2. Dénouement d'une opération de vente à découvert.....	28
Schéma 3. Procédure d'achat sur marge	78
Schéma 4. Illustration d'une position théorique d'un <i>hedge fund</i> sur la livre sterling.....	132
Schéma 5. Principe de fonctionnement de la titrisation	189
Schéma 6. Modalité de hachage des prêts hypothécaires	205

TABLEAUX

Tableau 1. Les dix plus grands gérants mondiaux de <i>hedge funds</i> (fin 2005).....	25
Tableau 2. Classification de <i>hedge funds</i> par stratégies.....	33
Tableau 3. L'évolution de la structure de la clientèle des <i>hedge funds</i> entre 1997 et 2006.....	41
Tableau 4. Évolution de la structure de clientèle des <i>hedge funds</i>	42
Tableau 5. Performances comparées des <i>hedge funds</i> et des fonds communs de placement.....	105
Tableau 6. Lourdes pertes et défaillances des <i>hedge funds</i>	111
Tableau 7. Pertes du LTCM par marchés.....	147
Tableau 8. Les <i>hedge funds</i> acheteurs de CDO.....	186
Tableau 9. Processus de notation financière des trois plus grandes agences mondiales.....	209
Tableau 10. Récapitulatif des recommandations des risques des <i>hedge funds</i> : une analyse structurelle.....	227
Tableau 11. Les principaux amendements des accords de Bâle III.....	244
Tableau 12. Les enjeux et perspectives de la mise en oeuvre des accords de Bâle III.....	244

GRAPHIQUES

Graphique 1. Estimation de la progression des actifs gérés par les <i>hedge funds</i>	24
Graphique 2. Mesures estimées de l'effet de levier.....	30
Graphique 3. Estimation de la composition des stratégies par encours.....	32
Graphique 4. Rendements des <i>hedge funds</i> et apports de capitaux	35
Graphique 5. Corrélations entre le rendement des différents styles d'investissement et le rendement	

du MSCI World.....	36
Graphique 6. Répartition des investisseurs américains dans les <i>hedge funds</i>	39
Graphique 7. Répartition des investisseurs dans <i>hedge funds</i> internationaux.....	40
Graphique 8. Rendement des fonds Macro par rapport à l'indice mondial des marchés financiers.....	73
Graphique 9. Exemple sur une opération sur pairs directes.....	82
Graphique 10. Evaluation des rendements de la stratégie RVA.....	83
Graphique 11. Composition du risque de portefeuille de fonds.....	114
Graphique 12. La sortie de la livre sterling du SME.....	134
Graphique 13. Taux de change effectifs USD et taux de change EUR/USD.....	155
Graphique 14.a. Hausse des prix des actifs financiers.....	158
Graphique 14.b. Évolution du prix de l'immobilier.....	159
Graphique 15. Augmentation de la masse monétaire depuis 2002.....	160
Graphique 16. Liquidités et accumulation des réserves de change.....	161
Graphique 17. Évolution des patrimoines des ménages et des ONG.....	172
Graphique 18. Pertes patrimoniales des ménages.....	174
Graphique 19. Indicateurs du secteur financier.....	178
Graphique 20. Les phases de la crise financière depuis l'éclatement de la bulle de l'immobilier.....	182
Graphique 21. <i>Hedge funds</i> et effet de levier.....	200
Graphique 22. Faillites retentissantes au sein de l'industrie des <i>hedge funds</i>	205

CARTES

Carte 1. Implantation des paradis fiscaux à travers le monde.....	66
---	----

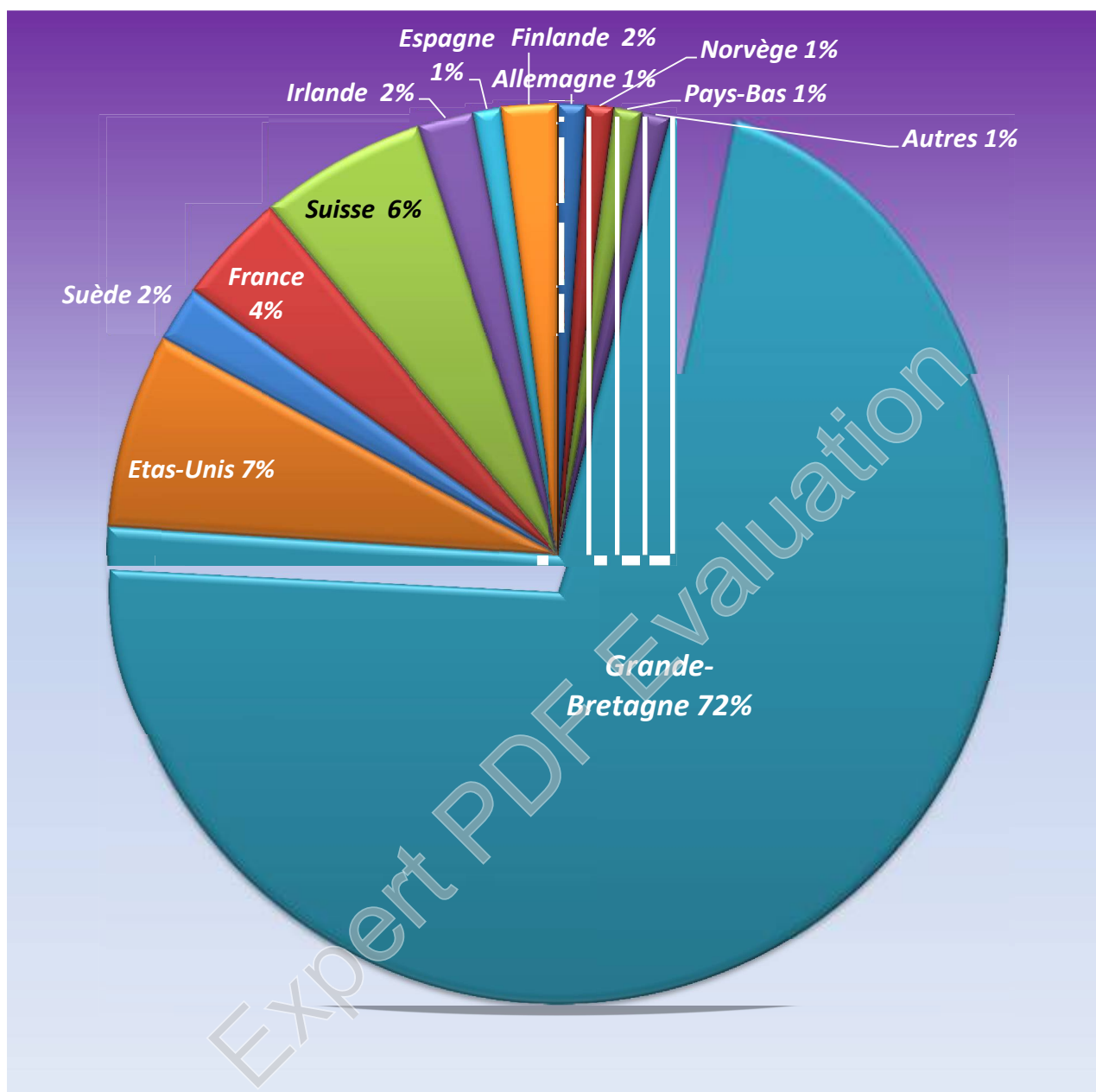
TABLE DES ANNEXES

ANNEXE 1. Domiciliation des hedge funds européens hors fonds de hedge funds.....	269
ANNEXE 2. Le rendement mensuel des fonds long/short (en %).....	270
ANNEXE 3. La stratégie relative value arbitrage (multi-stratégies).....	273
ANNEXE 4. La page web de la <i>securities and exchange commission</i> concernant les réformes après le scandale du fonds MADOFF.....	276
ANNEXE 5. Faillite de banques américaines depuis 2007.....	280
ANNEXE 6. Communiqué de presse du groupe des gouverneurs de banque centrale et des responsables du contrôle bancaire relève les exigences internationales de fonds propres.....	289

ANNEXES

Expert PDF Evaluation

ANNEXE 1. DOMICILIATION DES *HEDGE FUNDS* EUROPÉENS HORS FONDS DE *HEDGE FUNDS*.



Source : www.eurekahedge.com, février 2010.

ANNEXE 2. LE RENDEMENT MENSUEL DES FONDS *LONG/SHORT* (EN %).

Le tableau ci-dessous nous donne un aperçu bien clair sur l'évolution des rendements en pourcentage des fonds appliquant la stratégie *Long/Short*, et ce, sur une période de dix ans (de décembre 1999 à Novembre 2009), les chiffres en rouge montrent une évolution négative de la performance des fonds en question. On remarque bien distinctement que ces rendements virent lourdement au rouge à partir de Juillet 2007, date à laquelle, la crise des subprimes s'est déclenchée, avec un pic une sous-performance, somme toute historique, de 7,56 % pour le mois d' Août 2008.

<i>Eurekahedge Europe Long / Short Equities Hedge Fund Index</i>	01/12/1999	
<i>Eurekahedge Europe Long / Short Equities Hedge Fund Index</i>	01/01/2000	5,43
<i>Eurekahedge Europe Long / Short Equities Hedge Fund Index</i>	01/02/2000	12,11
<i>Eurekahedge Europe Long / Short Equities Hedge Fund Index</i>	01/03/2000	4,48
<i>Eurekahedge Europe Long / Short Equities Hedge Fund Index</i>	01/04/2000	-2,24
<i>Eurekahedge Europe Long / Short Equities Hedge Fund Index</i>	01/05/2000	-2,44
<i>Eurekahedge Europe Long / Short Equities Hedge Fund Index</i>	01/06/2000	-0,25
<i>Eurekahedge Europe Long / Short Equities Hedge Fund Index</i>	01/07/2000	1,91
<i>Eurekahedge Europe Long / Short Equities Hedge Fund Index</i>	01/08/2000	3,90
<i>Eurekahedge Europe Long / Short Equities Hedge Fund Index</i>	01/09/2000	-1,91
<i>Eurekahedge Europe Long / Short Equities Hedge Fund Index</i>	01/10/2000	0,09
<i>Eurekahedge Europe Long / Short Equities Hedge Fund Index</i>	01/11/2000	-2,63
<i>Eurekahedge Europe Long / Short Equities Hedge Fund Index</i>	01/12/2000	0,20
<i>Eurekahedge Europe Long / Short Equities Hedge Fund Index</i>	01/01/2001	2,77
<i>Eurekahedge Europe Long / Short Equities Hedge Fund Index</i>	01/02/2001	-1,10
<i>Eurekahedge Europe Long / Short Equities Hedge Fund Index</i>	01/03/2001	-0,68
<i>Eurekahedge Europe Long / Short Equities Hedge Fund Index</i>	01/04/2001	1,60
<i>Eurekahedge Europe Long / Short Equities Hedge Fund Index</i>	01/05/2001	1,61
<i>Eurekahedge Europe Long / Short Equities Hedge Fund Index</i>	01/06/2001	2,02
<i>Eurekahedge Europe Long / Short Equities Hedge Fund Index</i>	01/07/2001	-0,65
<i>Eurekahedge Europe Long / Short Equities Hedge Fund Index</i>	01/08/2001	0,23
<i>Eurekahedge Europe Long / Short Equities Hedge Fund Index</i>	01/09/2001	-1,01
<i>Eurekahedge Europe Long / Short Equities Hedge Fund Index</i>	01/10/2001	2,01
<i>Eurekahedge Europe Long / Short Equities Hedge Fund Index</i>	01/11/2001	1,76
<i>Eurekahedge Europe Long / Short Equities Hedge Fund Index</i>	01/12/2001	1,70
<i>Eurekahedge Europe Long / Short Equities Hedge Fund Index</i>	01/01/2002	1,51
<i>Eurekahedge Europe Long / Short Equities Hedge Fund Index</i>	01/02/2002	0,35
<i>Eurekahedge Europe Long / Short Equities Hedge Fund Index</i>	01/03/2002	2,52
<i>Eurekahedge Europe Long / Short Equities Hedge Fund Index</i>	01/04/2002	1,04
<i>Eurekahedge Europe Long / Short Equities Hedge Fund Index</i>	01/05/2002	0,50
<i>Eurekahedge Europe Long / Short Equities Hedge Fund Index</i>	01/06/2002	-1,02
<i>Eurekahedge Europe Long / Short Equities Hedge Fund Index</i>	01/07/2002	-1,30
<i>Eurekahedge Europe Long / Short Equities Hedge Fund Index</i>	01/08/2002	0,56

Annexes

<i>Eurekahedge Europe Long / Short Equities Hedge Fund Index</i>	01/09/2002	-0,52
<i>Eurekahedge Europe Long / Short Equities Hedge Fund Index</i>	01/10/2002	1,08
<i>Eurekahedge Europe Long / Short Equities Hedge Fund Index</i>	01/11/2002	1,40
<i>Eurekahedge Europe Long / Short Equities Hedge Fund Index</i>	01/12/2002	-0,54
<i>Eurekahedge Europe Long / Short Equities Hedge Fund Index</i>	01/01/2003	0,16
<i>Eurekahedge Europe Long / Short Equities Hedge Fund Index</i>	01/02/2003	0,46
<i>Eurekahedge Europe Long / Short Equities Hedge Fund Index</i>	01/03/2003	0,43
<i>Eurekahedge Europe Long / Short Equities Hedge Fund Index</i>	01/04/2003	2,41
<i>Eurekahedge Europe Long / Short Equities Hedge Fund Index</i>	01/05/2003	2,10
<i>Eurekahedge Europe Long / Short Equities Hedge Fund Index</i>	01/06/2003	1,14
<i>Eurekahedge Europe Long / Short Equities Hedge Fund Index</i>	01/07/2003	0,84
<i>Eurekahedge Europe Long / Short Equities Hedge Fund Index</i>	01/08/2003	1,75
<i>Eurekahedge Europe Long / Short Equities Hedge Fund Index</i>	01/09/2003	0,62
<i>Eurekahedge Europe Long / Short Equities Hedge Fund Index</i>	01/10/2003	1,66
<i>Eurekahedge Europe Long / Short Equities Hedge Fund Index</i>	01/11/2003	0,79
<i>Eurekahedge Europe Long / Short Equities Hedge Fund Index</i>	01/12/2003	0,89
<i>Eurekahedge Europe Long / Short Equities Hedge Fund Index</i>	01/01/2004	3,38
<i>Eurekahedge Europe Long / Short Equities Hedge Fund Index</i>	01/02/2004	2,22
<i>Eurekahedge Europe Long / Short Equities Hedge Fund Index</i>	01/03/2004	0,33
<i>Eurekahedge Europe Long / Short Equities Hedge Fund Index</i>	01/04/2004	-0,82
<i>Eurekahedge Europe Long / Short Equities Hedge Fund Index</i>	01/05/2004	-0,90
<i>Eurekahedge Europe Long / Short Equities Hedge Fund Index</i>	01/06/2004	0,91
<i>Eurekahedge Europe Long / Short Equities Hedge Fund Index</i>	01/07/2004	-0,75
<i>Eurekahedge Europe Long / Short Equities Hedge Fund Index</i>	01/08/2004	0,22
<i>Eurekahedge Europe Long / Short Equities Hedge Fund Index</i>	01/09/2004	2,12
<i>Eurekahedge Europe Long / Short Equities Hedge Fund Index</i>	01/10/2004	0,85
<i>Eurekahedge Europe Long / Short Equities Hedge Fund Index</i>	01/11/2004	1,46
<i>Eurekahedge Europe Long / Short Equities Hedge Fund Index</i>	01/12/2004	1,47
<i>Eurekahedge Europe Long / Short Equities Hedge Fund Index</i>	01/01/2005	2,09
<i>Eurekahedge Europe Long / Short Equities Hedge Fund Index</i>	01/02/2005	2,67
<i>Eurekahedge Europe Long / Short Equities Hedge Fund Index</i>	01/03/2005	-0,78
<i>Eurekahedge Europe Long / Short Equities Hedge Fund Index</i>	01/04/2005	-1,22
<i>Eurekahedge Europe Long / Short Equities Hedge Fund Index</i>	01/05/2005	1,09
<i>Eurekahedge Europe Long / Short Equities Hedge Fund Index</i>	01/06/2005	2,07
<i>Eurekahedge Europe Long / Short Equities Hedge Fund Index</i>	01/07/2005	3,08
<i>Eurekahedge Europe Long / Short Equities Hedge Fund Index</i>	01/08/2005	2,38
<i>Eurekahedge Europe Long / Short Equities Hedge Fund Index</i>	01/09/2005	3,66
<i>Eurekahedge Europe Long / Short Equities Hedge Fund Index</i>	01/10/2005	-2,86
<i>Eurekahedge Europe Long / Short Equities Hedge Fund Index</i>	01/11/2005	2,41
<i>Eurekahedge Europe Long / Short Equities Hedge Fund Index</i>	01/12/2005	3,30
<i>Eurekahedge Europe Long / Short Equities Hedge Fund Index</i>	01/01/2006	4,42
<i>Eurekahedge Europe Long / Short Equities Hedge Fund Index</i>	01/02/2006	2,21
<i>Eurekahedge Europe Long / Short Equities Hedge Fund Index</i>	01/03/2006	2,24
<i>Eurekahedge Europe Long / Short Equities Hedge Fund Index</i>	01/04/2006	2,59
<i>Eurekahedge Europe Long / Short Equities Hedge Fund Index</i>	01/05/2006	-3,30
<i>Eurekahedge Europe Long / Short Equities Hedge Fund Index</i>	01/06/2006	-0,91
<i>Eurekahedge Europe Long / Short Equities Hedge Fund Index</i>	01/07/2006	0,40

Annexes

<i>Eurekahedge Europe Long / Short Equities Hedge Fund Index</i>	01/08/2006	1,11
<i>Eurekahedge Europe Long / Short Equities Hedge Fund Index</i>	01/09/2006	0,10
<i>Eurekahedge Europe Long / Short Equities Hedge Fund Index</i>	01/10/2006	2,09
<i>Eurekahedge Europe Long / Short Equities Hedge Fund Index</i>	01/11/2006	2,09
<i>Eurekahedge Europe Long / Short Equities Hedge Fund Index</i>	01/12/2006	3,09
<i>Eurekahedge Europe Long / Short Equities Hedge Fund Index</i>	01/01/2007	1,58
<i>Eurekahedge Europe Long / Short Equities Hedge Fund Index</i>	01/02/2007	0,89
<i>Eurekahedge Europe Long / Short Equities Hedge Fund Index</i>	01/03/2007	1,96
<i>Eurekahedge Europe Long / Short Equities Hedge Fund Index</i>	01/04/2007	1,77
<i>Eurekahedge Europe Long / Short Equities Hedge Fund Index</i>	01/05/2007	1,15
<i>Eurekahedge Europe Long / Short Equities Hedge Fund Index</i>	01/06/2007	1,05
<i>Eurekahedge Europe Long / Short Equities Hedge Fund Index</i>	01/07/2007	-0,03
<i>Eurekahedge Europe Long / Short Equities Hedge Fund Index</i>	01/08/2007	-2,08
<i>Eurekahedge Europe Long / Short Equities Hedge Fund Index</i>	01/09/2007	0,90
<i>Eurekahedge Europe Long / Short Equities Hedge Fund Index</i>	01/10/2007	2,16
<i>Eurekahedge Europe Long / Short Equities Hedge Fund Index</i>	01/11/2007	-2,08
<i>Eurekahedge Europe Long / Short Equities Hedge Fund Index</i>	01/12/2007	0,89
<i>Eurekahedge Europe Long / Short Equities Hedge Fund Index</i>	01/01/2008	-3,49
<i>Eurekahedge Europe Long / Short Equities Hedge Fund Index</i>	01/02/2008	2,03
<i>Eurekahedge Europe Long / Short Equities Hedge Fund Index</i>	01/03/2008	-1,52
<i>Eurekahedge Europe Long / Short Equities Hedge Fund Index</i>	01/04/2008	1,46
<i>Eurekahedge Europe Long / Short Equities Hedge Fund Index</i>	01/05/2008	1,85
<i>Eurekahedge Europe Long / Short Equities Hedge Fund Index</i>	01/06/2008	-0,93
<i>Eurekahedge Europe Long / Short Equities Hedge Fund Index</i>	01/07/2008	-3,23
<i>Eurekahedge Europe Long / Short Equities Hedge Fund Index</i>	01/08/2008	-1,97
<i>Eurekahedge Europe Long / Short Equities Hedge Fund Index</i>	01/09/2008	-7,56
<i>Eurekahedge Europe Long / Short Equities Hedge Fund Index</i>	01/10/2008	-6,66
<i>Eurekahedge Europe Long / Short Equities Hedge Fund Index</i>	01/11/2008	-2,12
<i>Eurekahedge Europe Long / Short Equities Hedge Fund Index</i>	01/12/2008	-1,75
<i>Eurekahedge Europe Long / Short Equities Hedge Fund Index</i>	01/01/2009	-0,82
<i>Eurekahedge Europe Long / Short Equities Hedge Fund Index</i>	01/02/2009	-0,89
<i>Eurekahedge Europe Long / Short Equities Hedge Fund Index</i>	01/03/2009	2,12
<i>Eurekahedge Europe Long / Short Equities Hedge Fund Index</i>	01/04/2009	5,04
<i>Eurekahedge Europe Long / Short Equities Hedge Fund Index</i>	01/05/2009	4,99
<i>Eurekahedge Europe Long / Short Equities Hedge Fund Index</i>	01/06/2009	-0,54
<i>Eurekahedge Europe Long / Short Equities Hedge Fund Index</i>	01/07/2009	2,09
<i>Eurekahedge Europe Long / Short Equities Hedge Fund Index</i>	01/08/2009	3,37
<i>Eurekahedge Europe Long / Short Equities Hedge Fund Index</i>	01/09/2009	4,26
<i>Eurekahedge Europe Long / Short Equities Hedge Fund Index</i>	01/10/2009	0,14
<i>Eurekahedge Europe Long / Short Equities Hedge Fund Index</i>	01/11/2009	0,15

Source : www.eurekahedge.com, 03/01/2010.

ANNEXE 3. LA STRATÉGIE *RELATIVE VALUE* ARBITRAGE (*MULTI-STRATEGIES*)

<i>Eurekahedge Multi-Strategy Hedge Fund Index</i>	01/12/1999	
<i>Eurekahedge Multi-Strategy Hedge Fund Index</i>	01/01/2000	1,84
<i>Eurekahedge Multi-Strategy Hedge Fund Index</i>	01/02/2000	4,16
<i>Eurekahedge Multi-Strategy Hedge Fund Index</i>	01/03/2000	1,04
<i>Eurekahedge Multi-Strategy Hedge Fund Index</i>	01/04/2000	-0,68
<i>Eurekahedge Multi-Strategy Hedge Fund Index</i>	01/05/2000	-0,99
<i>Eurekahedge Multi-Strategy Hedge Fund Index</i>	01/06/2000	2,36
<i>Eurekahedge Multi-Strategy Hedge Fund Index</i>	01/07/2000	0,40
<i>Eurekahedge Multi-Strategy Hedge Fund Index</i>	01/08/2000	2,61
<i>Eurekahedge Multi-Strategy Hedge Fund Index</i>	01/09/2000	-0,61
<i>Eurekahedge Multi-Strategy Hedge Fund Index</i>	01/10/2000	0,36
<i>Eurekahedge Multi-Strategy Hedge Fund Index</i>	01/11/2000	0,01
<i>Eurekahedge Multi-Strategy Hedge Fund Index</i>	01/12/2000	2,69
<i>Eurekahedge Multi-Strategy Hedge Fund Index</i>	01/01/2001	3,42
<i>Eurekahedge Multi-Strategy Hedge Fund Index</i>	01/02/2001	-0,22
<i>Eurekahedge Multi-Strategy Hedge Fund Index</i>	01/03/2001	0,20
<i>Eurekahedge Multi-Strategy Hedge Fund Index</i>	01/04/2001	1,06
<i>Eurekahedge Multi-Strategy Hedge Fund Index</i>	01/05/2001	1,47
<i>Eurekahedge Multi-Strategy Hedge Fund Index</i>	01/06/2001	0,86
<i>Eurekahedge Multi-Strategy Hedge Fund Index</i>	01/07/2001	-0,16
<i>Eurekahedge Multi-Strategy Hedge Fund Index</i>	01/08/2001	1,06
<i>Eurekahedge Multi-Strategy Hedge Fund Index</i>	01/09/2001	-1,13
<i>Eurekahedge Multi-Strategy Hedge Fund Index</i>	01/10/2001	2,50
<i>Eurekahedge Multi-Strategy Hedge Fund Index</i>	01/11/2001	1,69
<i>Eurekahedge Multi-Strategy Hedge Fund Index</i>	01/12/2001	1,68
<i>Eurekahedge Multi-Strategy Hedge Fund Index</i>	01/01/2002	1,07
<i>Eurekahedge Multi-Strategy Hedge Fund Index</i>	01/02/2002	0,51
<i>Eurekahedge Multi-Strategy Hedge Fund Index</i>	01/03/2002	1,51
<i>Eurekahedge Multi-Strategy Hedge Fund Index</i>	01/04/2002	0,82
<i>Eurekahedge Multi-Strategy Hedge Fund Index</i>	01/05/2002	0,80
<i>Eurekahedge Multi-Strategy Hedge Fund Index</i>	01/06/2002	-0,23
<i>Eurekahedge Multi-Strategy Hedge Fund Index</i>	01/07/2002	-0,69
<i>Eurekahedge Multi-Strategy Hedge Fund Index</i>	01/08/2002	1,82
<i>Eurekahedge Multi-Strategy Hedge Fund Index</i>	01/09/2002	-0,06
<i>Eurekahedge Multi-Strategy Hedge Fund Index</i>	01/10/2002	1,56
<i>Eurekahedge Multi-Strategy Hedge Fund Index</i>	01/11/2002	1,39
<i>Eurekahedge Multi-Strategy Hedge Fund Index</i>	01/12/2002	1,38
<i>Eurekahedge Multi-Strategy Hedge Fund Index</i>	01/01/2003	1,28
<i>Eurekahedge Multi-Strategy Hedge Fund Index</i>	01/02/2003	0,96
<i>Eurekahedge Multi-Strategy Hedge Fund Index</i>	01/03/2003	0,26
<i>Eurekahedge Multi-Strategy Hedge Fund Index</i>	01/04/2003	2,25
<i>Eurekahedge Multi-Strategy Hedge Fund Index</i>	01/05/2003	2,96
<i>Eurekahedge Multi-Strategy Hedge Fund Index</i>	01/06/2003	1,07
<i>Eurekahedge Multi-Strategy Hedge Fund Index</i>	01/07/2003	1,57
<i>Eurekahedge Multi-Strategy Hedge Fund Index</i>	01/08/2003	2,50

Annexes

<i>Eurekahedge Multi-Strategy Hedge Fund Index</i>	01/09/2003	1,67
<i>Eurekahedge Multi-Strategy Hedge Fund Index</i>	01/10/2003	2,23
<i>Eurekahedge Multi-Strategy Hedge Fund Index</i>	01/11/2003	1,23
<i>Eurekahedge Multi-Strategy Hedge Fund Index</i>	01/12/2003	2,67
<i>Eurekahedge Multi-Strategy Hedge Fund Index</i>	01/01/2004	1,64
<i>Eurekahedge Multi-Strategy Hedge Fund Index</i>	01/02/2004	1,42
<i>Eurekahedge Multi-Strategy Hedge Fund Index</i>	01/03/2004	1,17
<i>Eurekahedge Multi-Strategy Hedge Fund Index</i>	01/04/2004	-0,96
<i>Eurekahedge Multi-Strategy Hedge Fund Index</i>	01/05/2004	-0,27
<i>Eurekahedge Multi-Strategy Hedge Fund Index</i>	01/06/2004	0,66
<i>Eurekahedge Multi-Strategy Hedge Fund Index</i>	01/07/2004	0,52
<i>Eurekahedge Multi-Strategy Hedge Fund Index</i>	01/08/2004	0,73
<i>Eurekahedge Multi-Strategy Hedge Fund Index</i>	01/09/2004	1,61
<i>Eurekahedge Multi-Strategy Hedge Fund Index</i>	01/10/2004	1,15
<i>Eurekahedge Multi-Strategy Hedge Fund Index</i>	01/11/2004	2,81
<i>Eurekahedge Multi-Strategy Hedge Fund Index</i>	01/12/2004	1,90
<i>Eurekahedge Multi-Strategy Hedge Fund Index</i>	01/01/2005	0,01
<i>Eurekahedge Multi-Strategy Hedge Fund Index</i>	01/02/2005	2,41
<i>Eurekahedge Multi-Strategy Hedge Fund Index</i>	01/03/2005	-0,72
<i>Eurekahedge Multi-Strategy Hedge Fund Index</i>	01/04/2005	-0,69
<i>Eurekahedge Multi-Strategy Hedge Fund Index</i>	01/05/2005	0,59
<i>Eurekahedge Multi-Strategy Hedge Fund Index</i>	01/06/2005	1,32
<i>Eurekahedge Multi-Strategy Hedge Fund Index</i>	01/07/2005	1,63
<i>Eurekahedge Multi-Strategy Hedge Fund Index</i>	01/08/2005	1,12
<i>Eurekahedge Multi-Strategy Hedge Fund Index</i>	01/09/2005	2,58
<i>Eurekahedge Multi-Strategy Hedge Fund Index</i>	01/10/2005	-0,98
<i>Eurekahedge Multi-Strategy Hedge Fund Index</i>	01/11/2005	2,29
<i>Eurekahedge Multi-Strategy Hedge Fund Index</i>	01/12/2005	2,36
<i>Eurekahedge Multi-Strategy Hedge Fund Index</i>	01/01/2006	3,68
<i>Eurekahedge Multi-Strategy Hedge Fund Index</i>	01/02/2006	1,29
<i>Eurekahedge Multi-Strategy Hedge Fund Index</i>	01/03/2006	1,74
<i>Eurekahedge Multi-Strategy Hedge Fund Index</i>	01/04/2006	2,02
<i>Eurekahedge Multi-Strategy Hedge Fund Index</i>	01/05/2006	-1,40
<i>Eurekahedge Multi-Strategy Hedge Fund Index</i>	01/06/2006	0,35
<i>Eurekahedge Multi-Strategy Hedge Fund Index</i>	01/07/2006	0,62
<i>Eurekahedge Multi-Strategy Hedge Fund Index</i>	01/08/2006	1,06
<i>Eurekahedge Multi-Strategy Hedge Fund Index</i>	01/09/2006	0,66
<i>Eurekahedge Multi-Strategy Hedge Fund Index</i>	01/10/2006	1,95
<i>Eurekahedge Multi-Strategy Hedge Fund Index</i>	01/11/2006	2,32
<i>Eurekahedge Multi-Strategy Hedge Fund Index</i>	01/12/2006	2,21
<i>Eurekahedge Multi-Strategy Hedge Fund Index</i>	01/01/2007	1,27
<i>Eurekahedge Multi-Strategy Hedge Fund Index</i>	01/02/2007	0,97
<i>Eurekahedge Multi-Strategy Hedge Fund Index</i>	01/03/2007	1,33
<i>Eurekahedge Multi-Strategy Hedge Fund Index</i>	01/04/2007	2,36
<i>Eurekahedge Multi-Strategy Hedge Fund Index</i>	01/05/2007	2,49
<i>Eurekahedge Multi-Strategy Hedge Fund Index</i>	01/06/2007	1,29
<i>Eurekahedge Multi-Strategy Hedge Fund Index</i>	01/07/2007	1,21
<i>Eurekahedge Multi-Strategy Hedge Fund Index</i>	01/08/2007	-0,98
<i>Eurekahedge Multi-Strategy Hedge Fund Index</i>	01/09/2007	2,70
<i>Eurekahedge Multi-Strategy Hedge Fund Index</i>	01/10/2007	2,79
<i>Eurekahedge Multi-Strategy Hedge Fund Index</i>	01/11/2007	-1,20
<i>Eurekahedge Multi-Strategy Hedge Fund Index</i>	01/12/2007	0,83
<i>Eurekahedge Multi-Strategy Hedge Fund Index</i>	01/01/2008	-1,90
<i>Eurekahedge Multi-Strategy Hedge Fund Index</i>	01/02/2008	1,97

Annexes

<i>Eurekahedge Multi-Strategy Hedge Fund Index</i>	01/03/2008	-2,02
<i>Eurekahedge Multi-Strategy Hedge Fund Index</i>	01/04/2008	1,28
<i>Eurekahedge Multi-Strategy Hedge Fund Index</i>	01/05/2008	1,52
<i>Eurekahedge Multi-Strategy Hedge Fund Index</i>	01/06/2008	-1,01
<i>Eurekahedge Multi-Strategy Hedge Fund Index</i>	01/07/2008	-1,28
<i>Eurekahedge Multi-Strategy Hedge Fund Index</i>	01/08/2008	-1,21
<i>Eurekahedge Multi-Strategy Hedge Fund Index</i>	01/09/2008	-3,25
<i>Eurekahedge Multi-Strategy Hedge Fund Index</i>	01/10/2008	-5,09
<i>Eurekahedge Multi-Strategy Hedge Fund Index</i>	01/11/2008	-0,74
<i>Eurekahedge Multi-Strategy Hedge Fund Index</i>	01/12/2008	1,06
<i>Eurekahedge Multi-Strategy Hedge Fund Index</i>	01/01/2009	0,91
<i>Eurekahedge Multi-Strategy Hedge Fund Index</i>	01/02/2009	-0,38
<i>Eurekahedge Multi-Strategy Hedge Fund Index</i>	01/03/2009	1,56
<i>Eurekahedge Multi-Strategy Hedge Fund Index</i>	01/04/2009	3,30
<i>Eurekahedge Multi-Strategy Hedge Fund Index</i>	01/05/2009	4,27
<i>Eurekahedge Multi-Strategy Hedge Fund Index</i>	01/06/2009	0,88
<i>Eurekahedge Multi-Strategy Hedge Fund Index</i>	01/07/2009	1,96
<i>Eurekahedge Multi-Strategy Hedge Fund Index</i>	01/08/2009	0,87
<i>Eurekahedge Multi-Strategy Hedge Fund Index</i>	01/09/2009	2,55
<i>Eurekahedge Multi-Strategy Hedge Fund Index</i>	01/10/2009	0,49
<i>Eurekahedge Multi-Strategy Hedge Fund Index</i>	01/11/2009	1,32

Source : www.eurekahedge.com 26/12/2009.

ANNEXE 4. LA PAGE WEB DE LA SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION CONCERNANT LES RÉFORMES APRÈS LE SCANDALE DU FONDS MADOFF


[Home](#) | [Previous Page](#)

U.S. Securities and Exchange Commission

The Securities and Exchange Commission Post-Madoff Reforms

In December 2008, Bernard L. Madoff admitted to perpetrating a massive Ponzi scheme. Shortly thereafter, the SEC began taking decisive and comprehensive steps to reduce the chances that such frauds will occur or be undetected in the future. Today, the agency is continuing to reform and improve the way it operates. Among other things, the SEC has been :

- **Revitalizing the Enforcement Division**
- **Revamping the handling of complaints and tips**
- **Encouraging greater cooperation by 'insiders'**
- **Enhancing safeguards for investors' assets**
- **Improving risk assessment capabilities**
- **Conducting risk-based examinations of financial firms**
- **Improving fraud detection procedures for examiners**
- **Recruiting staff with specialized experience**
- **Expanding and targeting training**
- **Improving internal controls**
- **Advocating for a whistleblower program**
- **Seeking more resources**
- **Integrating broker-dealer and investment adviser examinations**
- **Enhancing the licensing, education and oversight regime for 'back-office' personnel**

Revitalizing the Enforcement Division: Under the leadership of a new Enforcement Director, the SEC is restructuring the division to better ensure that it focuses on significant cases that will have a meaningful impact. The restructuring will reduce bureaucracy and speed up the enforcement process by removing a layer of management in the 1,100 person division. The newly structured division will include specialized units that will enable staff in those units to concentrate their expertise in focused areas and help detect patterns, links, trends and motives. In addition, the Division has streamlined internal processes to make investigative procedures more efficient.

Revamping the Handling of Complaints and Tips: Each year, the SEC receives a massive number of tips and complaints. In order to improve the way it handles them, the agency contracted with a federally funded research and development center to create a centralized system for managing this information. Already, the team has reviewed and analyzed existing intake procedures and is currently working to improve the process for collecting, recording, investigating, referring and tracking this data. As part of the process, the agency is also working on a system that will apply risk analytics, which will help to reveal links, trends, and patterns that might not be visible when each

complaint is examined one at a time. Additionally, the Enforcement Division is in the process of creating a special unit to carefully screen and assign tips to the proper investigators.

Encouraging Greater Cooperation by 'Insiders': The SEC is crafting agreements to secure the cooperation of individuals who are on the "inside" of companies engaged in fraudulent activity. These cooperation agreements, similar to those used by criminal law enforcement authorities, provide that insiders who offer truthful evidence and agree to cooperate and testify would be eligible for a possible reduction in sanctions. Such cooperation agreements could produce witnesses and key information early in investigations, enabling the agency to build stronger cases more quickly.

Enhancing Safeguards for Investors' Assets: In December the SEC will consider adopting rules that would better protect clients of investment advisers from theft and abuse. The rules, proposed in May, would provide greater assurance to investors that their accounts contain the funds that their investment adviser and account statements say they contain. Among other things, the proposed rules would encourage investment advisers to place their clients' assets in the custody of an independent firm, unlike Bernard Madoff did.

Surprise Exams: One proposal would require investment advisers who control or have custody of their clients' assets to hire an independent public accountant to conduct an annual "surprise exam" to verify those assets actually exist. This surprise examination would provide another set of eyes on the clients' assets, thereby offering additional protection against the theft or misuse of funds.

Third Party Reviews: A second proposal would apply to investment advisers who do not use independent firms to maintain their clients' assets. Such advisers would be required to obtain a third party written report assessing the safeguards that protect the clients' assets. The report — prepared by an accountant registered and inspected by the Public Company Accounting Oversight Board — would, among other things, describe the controls that are in place to protect the assets, the tests performed on the controls, and the results of those tests. Existing rules make no distinction between an investment adviser whose affiliate holds its clients' funds and an investment adviser that uses a truly independent custodian.

Improving Risk Assessment Capabilities: The SEC is improving its risk assessment procedures and techniques, agency-wide, to better identify areas of risk to investors. For instance, the agency is enhancing the information that financial firms submit and is improving techniques to better identify those particular firms that warrant a closer look. The agency is also increasing collaboration with third parties and other government agencies. Finally, the agency created a new Division of Risk, Strategy and Financial Innovation which will provide new expertise in risk assessment, financial products and financial engineering.

Conducting Risk-Based Examinations of Financial Firms: The SEC dispatched its examiners to conduct a "sweep" of firms that present certain risk characteristics to ensure, among other things, that the clients' assets in fact exist. Such risks include advisers whose clients' assets are held with an affiliate, as opposed to an independent entity; hedge funds that seem to have "smooth" or outlier returns; firms that use an unknown auditor or no auditor at all; firms with a disciplinary history; and broker-dealers that sell an affiliate's hedge fund or limited partnership.

Improving Fraud Detection Procedures for Examiners: The SEC instituted measures to improve the ability of examiners to detect fraud and other types of violations. Examiners across the country now routinely reach out to third parties such as custodians, counter-parties and customers during exams to verify the existence and integrity of client assets managed by the firm. In addition, the measures include more rigorous reviews of firms before the examiners enter the premises, and a more complete exam guide that focuses not only on obvious signs of fraud but also more subtle

signals that deserve closer inspection, such as a firm using an unknown accountant. The measures also include expanded use of exams of an entire entity when firms have joint or dual registrants such as affiliated broker-dealers and investment advisers.

Recruiting Staff with Specialized Experience: The SEC has been bringing in new staff with diverse skill sets to expand its knowledge base and improve its ability to assess risk, conduct examinations, detect and investigate wrongdoing, and focus our priorities. Some initial examples included:

Senior Specialized Examiners: The agency has hired new staffers to the examination unit — and will bring on board more — who have specialized experience in areas such as trading, operations, portfolio management, options, compliance, valuation, new instruments and portfolio strategies, and forensic accounting.

Additional Staff with Capital Markets Expertise: The agency has been hiring additional staff with expertise in modern financial products and techniques — such as derivatives and hedge fund activities. Now, other staffers can tap into that expertise to help them identify emerging issues and understand the ways the industry is changing. Such expertise can also be helpful in efforts to improve the techniques used in examinations and the collection and analysis of data.

Expanding and Targeting Training: The SEC has provided — and will continue to provide — staff training related to hedge funds and specialized products; derivatives and options; the verification of trades and custody arrangement; and the use of databases maintained by exchanges and clearinghouses, among other things. Additionally, hundreds of staffers have been training to become Certified Fraud Examiners, and the SEC is expanding the availability of programs for staffers to become Certified Financial Analysts and Chartered Alternative Investment Analysts.

Improving Internal Controls: The examination unit and enforcement division each has implemented a quarterly review program to help ensure that important issues are resolved in a thorough and timely manner and that no exam or investigation falls through the cracks. As part of the quarterly review programs, managers will meet to review and discuss all open exams and investigations and address whether additional expertise is needed to resolve issues, finalize exams and bring investigations to conclusion.

Advocating for a Whistleblower Program: The SEC has requested expanded authority from Congress to reward whistleblowers who bring forward substantial evidence about significant federal securities violations. In proposed legislation that the Chairman sent to Congress, a fund would be established to pay whistleblowers using money collected from wrongdoers that is not otherwise distributed to investors. Variations of this legislation are being considered by both the House and Senate.

Seeking More Resources: The SEC has been seeking additional funding to hire more examiners who can go into more financial firms to see whether they are in compliance with the law, as well as for more enforcement staff who can bring more enforcement cases when fraud and other violations of the law are found. In recent years, the SEC has not had adequate resources to oversee the securities industry. For example, the SEC has just over 450 people in its exam program to examine the more than 11,000 regulated investment advisers and 8,000 mutual funds. Congress is considering legislation that would increase both the level and flexibility of funding for the SEC.

Integrating Broker-Dealer and Investment Adviser Examinations: The SEC has instituted several measures to integrate the broker-dealer and investment adviser examination programs. The New York Regional Office, for example, has adopted a protocol that will integrate examination teams to make sure people with the right skill sets are assigned to examinations. Under the new protocol, a single team of examiners, drawn from the broker-dealer and investment management units, will

jointly examine selected firms to ensure that the examination team includes those most expert in the subject of the exam. In addition, the examination program has expanded opportunities for examiners to cross-train and increase coordination between broker-dealer and investment management staff on their examination plans.

Enhancing the Licensing, Education and Oversight Regime for "Back-Office" Personnel:

Working with senior SEC staff, FINRA has committed to establish a new system to enhance the oversight and professional requirements of personnel performing back-office functions at broker-dealer firms. "Back-office" personnel typically perform critical custody, accounting, transfer agency and account maintenance functions. They have an important role that must be performed with skill and integrity. Under the regime FINRA is developing, certain back-office personnel would be subject to licensing and education requirements as well as enhanced oversight. Such a regime would further promote the qualifications and professionalism of those performing back-office functions so that client accounts are better protected.

Expert PDF Evaluation

ANNEXE 5. Faillite de banques américaines depuis 2007

NOM DE LA BANQUE	VILLE	ÉTAT	BANQUE MÈRE	DATE DE FERMETURE
NetBank	Alpharetta	GA	ING DIRECT	September 28, 2007
Miami Valley Bank	Lakeview	OH	The Citizens Banking Company	October 4, 2007
Douglass National Bank	Kansas City	MO	Liberty Bank and Trust Company	January 25, 2008
Hume Bank	Hume	MO	Security Bank	March 7, 2008
ANB Financial, NA	Bentonville	AR	Pulaski Bank and Trust Company	May 9, 2008
First Integrity Bank, NA	Staples	MN	First International Bank and Trust	May 30, 2008
IndyMac Bank	Pasadena	CA	OneWest Bank, FSB	July 11, 2008
First National Bank of Nevada	Reno	NV	Mutual of Omaha Bank	July 25, 2008
First Heritage Bank, NA	Newport Beach	CA	Mutual of Omaha Bank	July 25, 2008
First Priority Bank	Bradenton	FL	SunTrust Bank	August 1, 2008
Columbian Bank & Trust	Topeka	KS	Citizens Bank & Trust	August 22, 2008
Integrity Bank	Alpharetta	GA	Regions Bank	August 29, 2008
Silver State Bank En Español	Henderson	NV	Nevada State Bank	September 5, 2008
Ameribank	Northfork	WV	The Citizens Savings Bank Pioneer Community Bank, Inc.	September 19, 2008
Washington Mutual Bank (Including its subsidiary Washington Mutual Bank FSB)	Henderson	NV	JP Morgan Chase Bank	September 25, 2008
Meridian Bank	Eldred	IL	National Bank	October 10, 2008
Main Street Bank	Northville	MI	Monroe Bank & Trust	October 10, 2008
Alpha Bank & Trust	Alpharetta	GA	Stearns Bank, N.A.	October 24, 2008
Freedom Bank	Bradenton	FL	Fifth Third Bank	October 31, 2008
Franklin Bank, SSB	Houston	TX	Prosperity Bank	November 7, 2008
Security Pacific Bank	Los Angeles	CA	Pacific Western Bank	November 7, 2008
Community Bank	Loganville	GA	Bank of Essex	November 21, 2008
Downey Savings & Loan	Newport Beach	CA	U.S. Bank, N.A.	November 21, 2008
PFF Bank & Trust	Pomona	CA	U.S. Bank, N.A.	November 21, 2008
First Georgia Community Bank	Jackson	GA	United Bank	December 5, 2008
Haven Trust Bank	Duluth	GA	Branch Banking & Trust Company, (BB&T)	December 12, 2008
Sanderson State Bank En Español	Sanderson	TX	The Pecos County State Bank	December 12, 2008
National Bank of Commerce	Berkeley	IL	Republic Bank of Chicago	January 16, 2009
Bank of Clark County	Vancouver	WA	Umpqua Bank	January 16, 2009
1st Centennial Bank	Redlands	CA	First California Bank	January 23, 2009
Ocala National Bank	Ocala	FL	CenterState Bank of Florida, N.A.	January 30, 2009
MagnetBank	Salt Lake City	UT	No Acquirer	January 30, 2009
Suburban FSB	Crofton	MD	Bank of Essex	January 30, 2009
County Bank	Merced	CA	Westamerica Bank	February 6, 2009
FirstBank Financial Services	McDonough	GA	Regions Bank	February 6, 2009
Alliance Bank	Culver City	CA	California Bank & Trust	February 6, 2009
Sherman County Bank	Loup City	NE	Heritage Bank	February 13, 2009

Annexes

Riverside Bank of the Gulf Coast	Cape Coral	FL	TIB Bank	February 13, 2009
Corn Belt Bank & Trust Co.	Pittsfield	IL	The Carlinville National Bank	February 13, 2009
Pinnacle Bank of Oregon	Beaverton	OR	Washington Trust Bank of Spokane	February 13, 2009
Silver Falls Bank	Silverton	OR	Citizens Bank	February 20, 2009
Security Savings Bank	Henderson	NV	Bank of Nevada	February 27, 2009
Heritage Community Bank	Glenwood	IL	MB Financial Bank, N.A.	February 27, 2009
Freedom Bank of Georgia	Commerce	GA	Northeast Georgia Bank	March 6, 2009
FirstCity Bank	Stockbridge	GA	No Acquirer	March 20, 2009
TeamBank, NA	Paola	KS	Great Southern Bank	March 20, 2009
Colorado National Bank	Colorado Springs	CO	Herring Bank	March 20, 2009
Omni National Bank	Atlanta	GA	No Acquirer	March 27, 2009
Cape Fear Bank	Wilmington	NC	First Federal Savings and Loan Association	April 10, 2009
New Frontier Bank	Greeley	CO	No Acquirer	April 10, 2009
Great Basin Bank of Nevada	Elko	NV	Nevada State Bank	April 17, 2009
American Sterling Bank	Sugar Creek	MO	Metcalf Bank	April 17, 2009
Michigan Heritage Bank	Farmington Hills	MI	Level One Bank	April 24, 2009
First Bank of Beverly Hills	Calabasas	CA	No Acquirer	April 24, 2009
American Southern Bank	Kennesaw	GA	Bank of North Georgia	April 24, 2009
First Bank of Idaho	Ketchum	ID	U.S. Bank, N.A.	April 24, 2009
Silverton Bank, NA	Atlanta	GA	No Acquirer	May 1, 2009
Citizens Community Bank	Ridgewood	NJ	North Jersey Community Bank	May 1, 2009
America West Bank	Layton	UT	Cache Valley Bank	May 1, 2009
Westsound Bank	Bremerton	WA	Kitsap Bank	May 8, 2009
BankUnited, FSB	Coral Gables	FL	BankUnited	May 21, 2009
Citizens National Bank	Macomb	IL	Morton Community Bank	May 22, 2009
Strategic Capital Bank	Champaign	IL	Midland States Bank	May 22, 2009
Bank of Lincolnwood	Lincolnwood	IL	Republic Bank of Chicago	June 5, 2009
First National Bank of Anthony	Anthony	KS	Bank of Kansas	June 19, 2009
Southern Community Bank	Fayetteville	GA	United Community Bank	June 19, 2009
Cooperative Bank	Wilmington	NC	First Bank	June 19, 2009
Horizon Bank	Pine City	MN	Stearns Bank, N.A.	June 26, 2009
Community Bank of West Georgia	Villa Rica	GA	No Acquirer	June 26, 2009
Neighborhood Community Bank	Newnan	GA	CharterBank	June 26, 2009
MetroPacific Bank	Irvine	CA	Sunwest Bank	June 26, 2009
Mirae Bank	Los Angeles	CA	Wilshire State Bank	June 26, 2009
John Warner Bank	Clinton	IL	State Bank of Lincoln	July 2, 2009
First State Bank of Winchester	Winchester	IL	The First National Bank of Beardstown	July 2, 2009
Rock River Bank	Oregon	IL	The Harvard State Bank	July 2, 2009
Elizabeth State Bank	Elizabeth	IL	Galena State Bank and Trust Company	July 2, 2009
First National Bank of Danville	Danville	IL	First Financial Bank, N.A.	July 2, 2009
Millennium State Bank of Texas	Dallas	TX	State Bank of Texas	July 2, 2009
Founders Bank	Worth	IL	The PrivateBank and Trust Company	July 2, 2009
Bank of Wyoming	Thermopolis	WY	Central Bank & Trust	July 10, 2009
First Piedmont Bank	Winder	GA	First American Bank and Trust Company	July 17, 2009
BankFirst	Sioux Falls	SD	Alerus Financial, N.A.	July 17, 2009
Vineyard Bank	Rancho Cucamonga	CA	California Bank & Trust	July 17, 2009
Temecula Valley Bank	Temecula	CA	First-Citizens Bank & Trust Company	July 17, 2009
Security Bank of North	Alpharetta	GA	State Bank and Trust Company	July 24, 2009

Annexes

Fulton				
Waterford Village Bank	Williamsville	NY	Evans Bank, N.A.	July 24, 2009
Security Bank of Gwinnett County	Suwanee	GA	State Bank and Trust Company	July 24, 2009
Security Bank of Jones County	Gray	GA	State Bank and Trust Company	July 24, 2009
Security Bank of North Metro	Woodstock	GA	State Bank and Trust Company	July 24, 2009
Security Bank of Bibb County	Macon	GA	State Bank and Trust Company	July 24, 2009
Security Bank of Houston County	Perry	GA	State Bank and Trust Company	July 24, 2009
Peoples Community Bank	West Chester	OH	First Financial Bank, N.A.	July 31, 2009
Mutual Bank	Harvey	IL	United Central Bank	July 31, 2009
First State Bank of Altus	Altus	OK	Herring Bank	July 31, 2009
Integrity Bank	Jupiter	FL	Stonegate Bank	July 31, 2009
First BankAmericano	Elizabeth	NJ	Crown Bank	July 31, 2009
Community National Bank of Sarasota County	Venice	FL	Stearns Bank, N.A.	August 7, 2009
First State Bank	Sarasota	FL	Stearns Bank, N.A.	August 7, 2009
Community First Bank	Prineville	OR	Home Federal Bank	August 7, 2009
Colonial Bank	Montgomery	AL	Branch Banking & Trust Company, (BB&T)	August 14, 2009
Dwelling House Savings and Loan Association	Pittsburgh	PA	PNC Bank, N.A.	August 14, 2009
Community Bank of Nevada	Las Vegas	NV	No Acquirer	August 14, 2009
Union Bank, National Association	Gilbert	AZ	MidFirst Bank	August 14, 2009
Community Bank of Arizona	Phoenix	AZ	MidFirst Bank	August 14, 2009
ebank	Atlanta	GA	Stearns Bank, N.A.	August 21, 2009
First Coweta Bank	Newnan	GA	United Bank	August 21, 2009
CapitalSouth Bank	Birmingham	AL	IBERIABANK	August 21, 2009
Guaranty Bank	Austin	TX	BBVA Compass	August 21, 2009
Affinity Bank	Ventura	CA	Pacific Western Bank	August 28, 2009
Mainstreet Bank	Forest Lake	MN	Central Bank	August 28, 2009
Bradford Bank	Baltimore	MD	Manufacturers and Traders Trust Company (M&T Bank)	August 28, 2009
Platinum Community Bank	Rolling Meadows	IL	No Acquirer	September 4, 2009
First State Bank	Flagstaff	AZ	Sunwest Bank	September 4, 2009
First Bank of Kansas City	Kansas City	MO	Great American Bank	September 4, 2009
InBank	Oak Forest	IL	MB Financial Bank, N.A.	September 4, 2009
Vantus Bank	Sioux City	IA	Great Southern Bank	September 4, 2009
Venture Bank	Lacey	WA	First-Citizens Bank & Trust Company	September 11, 2009
Corus Bank, N.A.	Chicago	IL	MB Financial Bank, N.A.	September 11, 2009
Brickwell Community Bank	Woodbury	MN	CorTrust Bank N.A.	September 11, 2009
Irwin Union Bank, F.S.B.	Louisville	KY	First Financial Bank, N.A.	September 18, 2009
Irwin Union Bank and Trust Company	Columbus	IN	First Financial Bank, N.A.	September 18, 2009
Georgian Bank	Atlanta	GA	First Citizens Bank and Trust Company, Inc.	September 25, 2009
Southern Colorado National Bank	Pueblo	CO	Legacy Bank	October 2, 2009
Warren Bank	Warren	MI	The Huntington National Bank	October 2, 2009
Jennings State Bank	Spring Grove	MN	Central Bank	October 2, 2009
San Joaquin Bank	Bakersfield	CA	Citizens Business Bank	October 16, 2009
Partners Bank	Naples	FL	Stonegate Bank	October 23, 2009
First DuPage Bank	Westmont	IL	First Midwest Bank	October 23, 2009
American United Bank	Lawrenceville	GA	Ameris Bank	October 23, 2009
Hillcrest Bank Florida	Naples	FL	Stonegate Bank	October 23, 2009
Flagship National Bank	Bradenton	FL	First Federal Bank of Florida	October 23, 2009

Annexes

Bank of Elmwood	Racine	WI	Tri City National Bank	October 23, 2009
Riverview Community Bank	Otsego	MN	Central Bank	October 23, 2009
Pacific National Bank	San Francisco	CA	U.S. Bank N.A.	October 30, 2009
Madisonville State Bank	Madisonville	TX	U.S. Bank N.A.	October 30, 2009
Bank USA, N.A.	Phoenix	AZ	U.S. Bank N.A.	October 30, 2009
Community Bank of Lemont	Lemont	IL	U.S. Bank N.A.	October 30, 2009
San Diego National Bank	San Diego	CA	U.S. Bank N.A.	October 30, 2009
California National Bank	Los Angeles	CA	U.S. Bank N.A.	October 30, 2009
North Houston Bank	Houston	TX	U.S. Bank N.A.	October 30, 2009
Park National Bank	Chicago	IL	U.S. Bank N.A.	October 30, 2009
Citizens National Bank	Teague	TX	U.S. Bank N.A.	October 30, 2009
United Commercial Bank	San Francisco	CA	East West Bank	November 06, 2009
Home Federal Savings Bank	Detroit	MI	Liberty Bank and Trust Company	November 6, 2009
Gateway Bank of St. Louis	St. Louis	MO	Central Bank of Kansas City	November 6, 2009
United Security Bank	Sparta	GA	Ameris Bank	November 6, 2009
Prosperan Bank	Oakdale	MN	Alerus Financial, N.A.	November 6, 2009
Century Bank, F.S.B.	Sarasota	FL	IBERIABANK	November 13, 2009
Pacific Coast National Bank	San Clemente	CA	Sunwest Bank	November 13, 2009
Orion Bank	Naples	FL	IBERIABANK	November 13, 2009
Commerce Bank of Southwest Florida	Fort Myers	FL	Central Bank	November 20, 2009
Benchmark Bank	Aurora	IL	MB Financial Bank, N.A.	December 4, 2009
Greater Atlantic Bank	Reston	VA	Sonabank	December 4, 2009
The Buckhead Community Bank	Atlanta	GA	State Bank and Trust Company	December 4, 2009
First Security National Bank	Norcross	GA	State Bank and Trust Company	December 4, 2009
The Tattnall Bank	Reidsville	GA	Heritage Bank of the South	December 4, 2009
AmTrust Bank	Cleveland	OH	New York Community Bank	December 4, 2009
Republic Federal Bank, N.A.	Miami	FL	1st United Bank	December 11, 2009
Valley Capital Bank, N.A.	Mesa	AZ	Enterprise Bank & Trust	December 11, 2009
SolutionsBank	Overland Park	KS	Arvest Bank	December 11, 2009
RockBridge Commercial Bank	Atlanta	GA	No Acquirer	December 18, 2009
Imperial Capital Bank	La Jolla	CA	City National Bank	December 18, 2009
Independent Bankers' Bank	Springfield	IL	The Independent BankersBank (TIB)	December 18, 2009
First Federal Bank of California, F.S.B.	Santa Monica	CA	OneWest Bank, FSB	December 18, 2009
Peoples First Community Bank	Panama City	FL	Hancock Bank	December 18, 2009
Citizens State Bank	New Baltimore	MI	No Acquirer	December 18, 2009
New South Federal Savings Bank	Irondale	AL	Beal Bank	December 18, 2009
Horizon Bank	Bellingham	WA	Washington Federal Savings and Loan Association	January 8, 2010
St. Stephen State Bank	St. Stephen	MN	First State Bank of St. Joseph	January 15, 2010
Barnes Banking Company	Kaysville	UT	No Acquirer	January 15, 2010
Town Community Bank & Trust	Antioch	IL	First American Bank	January 15, 2010
Bank of Leeton	Leeton	MO	Sunflower Bank, N.A.	January 22, 2010
Columbia River Bank	The Dalles	OR	Columbia State Bank	January 22, 2010
Premier American Bank	Miami	FL	Premier American Bank, N.A.	January 22, 2010
Charter Bank	Santa Fe	NM	Charter Bank	January 22, 2010

Annexes

Evergreen Bank	Seattle	WA	Umpqua Bank	January 22, 2010
First Regional Bank	Los Angeles	CA	First-Citizens Bank & Trust Company	January 29, 2010
First National Bank of Georgia	Carrollton	GA	Community & Southern Bank	January 29, 2010
Florida Community Bank	Immokalee	FL	Premier American Bank, N.A.	January 29, 2010
Marshall Bank, N.A.	Hallock	MN	United Valley Bank	January 29, 2010
Community Bank and Trust	Cornelia	GA	SCBT National Association	January 29, 2010
American Marine Bank	Bainbridge Island	WA	Columbia State Bank	January 29, 2010
1st American State Bank of Minnesota	Hancock	MN	Community Development Bank, FSB	February 5, 2010
Marco Community Bank	Marco Island	FL	Mutual of Omaha Bank	February 19, 2010
The La Coste National Bank	La Coste	TX	Community National Bank	February 19, 2010
George Washington Savings Bank	Orland Park	IL	FirstMerit Bank, N.A.	February 19, 2010
La Jolla Bank, FSB	La Jolla	CA	OneWest Bank, FSB	February 19, 2010
Carson River Community Bank	Carson City	NV	Heritage Bank of Nevada	February 26, 2010
Rainier Pacific Bank	Tacoma	WA	Umpqua Bank	February 26, 2010
Sun American Bank	Boca Raton	FL	First-Citizens Bank & Trust Company	March 5, 2010
Bank of Illinois	Normal	IL	Heartland Bank and Trust Company	March 5, 2010
Waterfield Bank	Germantown	MD	No Acquirer	March 5, 2010
Centennial Bank	Ogden	UT	No Acquirer	March 5, 2010
LibertyPointe Bank	New York	NY	Valley National Bank	March 11, 2010
The Park Avenue Bank	New York	NY	Valley National Bank	March 12, 2010
Statewide Bank	Covington	LA	Home Bank	March 12, 2010
Old Southern Bank	Orlando	FL	Centennial Bank	March 12, 2010
Bank of Hiwassee	Hiwassee	GA	Citizens South Bank	March 19, 2010
State Bank of Aurora	Aurora	MN	Northern State Bank	March 19, 2010
American National Bank	Parma	OH	The National Bank and Trust Company	March 19, 2010
Century Security Bank	Duluth	GA	Bank of Upson	March 19, 2010
Advanta Bank Corp.	Draper	UT	No Acquirer	March 19, 2010
Appalachian Community Bank	Ellijay	GA	Community & Southern Bank	March 19, 2010
First Lowndes Bank	Fort Deposit	AL	First Citizens Bank	March 19, 2010
Unity National Bank	Cartersville	GA	Bank of the Ozarks	March 26, 2010
McIntosh Commercial Bank	Carrollton	GA	CharterBank	March 26, 2010
Key West Bank	Key West	FL	Centennial Bank	March 26, 2010
Desert Hills Bank	Phoenix	AZ	New York Community Bank	March 26, 2010
Beach First National Bank	Myrtle Beach	SC	Bank of North Carolina	April 9, 2010
City Bank	Lynnwood	WA	Whidbey Island Bank	April 16, 2010
Lakeside Community Bank	Sterling Heights	MI	No Acquirer	April 16, 2010
First Federal Bank of North Florida	Palatka	FL	TD Bank, N.A.	April 16, 2010
AmericanFirst Bank	Clermont	FL	TD Bank, N.A.	April 16, 2010
Riverside National Bank of Florida	Fort Pierce	FL	TD Bank, N.A.	April 16, 2010
Butler Bank	Lowell	MA	People's United Bank	April 16, 2010
Innovative Bank	Oakland	CA	Center Bank	April 16, 2010
Tamalpais Bank	San Rafael	CA	Union Bank, N.A.	April 16, 2010
Lincoln Park Savings Bank	Chicago	IL	Northbrook Bank & Trust Company	April 23, 2010
Wheatland Bank	Naperville	IL	Wheaton Bank & Trust	April 23, 2010
Amcore Bank, National Association	Rockford	IL	Harris N.A.	April 23, 2010
Broadway Bank	Chicago	IL	MB Financial Bank, N.A.	April 23, 2010
Citizens Bank and Trust Company of Chicago	Chicago	IL	Republic Bank of Chicago	April 23, 2010
New Century Bank	Chicago	IL	MB Financial Bank, N.A.	April 23, 2010
Peotone Bank and Trust Company	Peotone	IL	First Midwest Bank	April 23, 2010

Annexes

CF Bancorp	Port Huron	MI	First Michigan Bank	April 30, 2010
Frontier Bank	Everett	WA	Union Bank, N.A.	April 30, 2010
Eurobank En Español	San Juan	PR	Oriental Bank and Trust	April 30, 2010
R-G Premier Bank of Puerto Rico En Español	Hato Rey	PR	Scotiabank de Puerto Rico	April 30, 2010
Westernbank Puerto Rico En Español	Mayaguez	PR	Banco Popular de Puerto Rico	April 30, 2010
Champion Bank	Creve Coeur	MO	BankLiberty	April 30, 2010
BC National Banks	Butler	MO	Community First Bank	April 30, 2010
Access Bank	Champlin	MN	PrinsBank	May 7, 2010
The Bank of Bonifay	Bonifay	FL	First Federal Bank of Florida	May 7, 2010
1st Pacific Bank of California	San Diego	CA	City National Bank	May 7, 2010
Towne Bank of Arizona	Mesa	AZ	Commerce Bank of Arizona	May 7, 2010
Midwest Bank and Trust Company	Elmwood Park	IL	FirstMerit Bank, N.A.	May 14, 2010
Satilla Community Bank	Saint Marys	GA	Ameris Bank	May 14, 2010
New Liberty Bank	Plymouth	MI	Bank of Ann Arbor	May 14, 2010
Southwest Community Bank	Springfield	MO	Simmons First National Bank	May 14, 2010
Pinehurst Bank	Saint Paul	MN	Coulee Bank	May 21, 2010
Granite Community Bank, NA	Granite Bay	CA	Tri Counties Bank	May 28, 2010
Sun West Bank	Las Vegas	NV	City National Bank	May 28, 2010
Bank of Florida - Southeast	Fort Lauderdale	FL	EverBank	May 28, 2010
Bank of Florida - Southwest	Naples	FL	EverBank	May 28, 2010
Bank of Florida - Tampa	Tampa	FL	EverBank	May 28, 2010
Arcola Homestead Savings Bank	Arcola	IL	No Acquirer	June 4, 2010
TierOne Bank	Lincoln	NE	Great Western Bank	June 4, 2010
First National Bank	Rosedale	MS	The Jefferson Bank	June 4, 2010
Washington First International Bank	Seattle	WA	East West Bank	June 11, 2010
Nevada Security Bank	Reno	NV	Umpqua Bank	June 18, 2010
High Desert State Bank	Albuquerque	NM	First American Bank	June 25, 2010
First National Bank	Savannah	GA	The Savannah Bank, N.A.	June 25, 2010
Peninsula Bank	Englewood	FL	Premier American Bank, N.A.	June 25, 2010
Bay National Bank	Baltimore	MD	Bay Bank, FSB	July 9, 2010
Home National Bank	Blackwell	OK	RCB Bank	July 9, 2010
USA Bank	Port Chester	NY	New Century Bank	July 9, 2010
Ideal Federal Savings Bank	Baltimore	MD	No Acquirer	July 9, 2010
Olde Cypress Community Bank	Clewiston	FL	CenterState Bank of Florida, N.A.	July 16, 2010
Mainstreet Savings Bank, FSB	Hastings	MI	Commercial Bank	July 16, 2010
Woodlands Bank	Bluffton	SC	Bank of the Ozarks	July 16, 2010
First National Bank of the South	Spartanburg	SC	NAFH National Bank	July 16, 2010
Metro Bank of Dade County	Miami	FL	NAFH National Bank	July 16, 2010
Turnberry Bank	Aventura	FL	NAFH National Bank	July 16, 2010
Thunder Bank	Sylvan Grove	KS	The Bennington State Bank	July 23, 2010
Home Valley Bank	Cave Junction	OR	South Valley Bank & Trust	July 23, 2010
SouthwestUSA Bank	Las Vegas	NV	Plaza Bank	July 23, 2010
Sterling Bank	Lantana	FL	IBERIABANK	July 23, 2010
Crescent Bank and Trust Company	Jasper	GA	Renasant Bank	July 23, 2010
Williamsburg First National Bank	Kingstree	SC	First Citizens Bank and Trust Company, Inc.	July 23, 2010
Community Security Bank	New Prague	MN	Roundbank	July 23, 2010
Coastal Community Bank	Panama City	FL	Centennial Bank	July 30, 2010

Annexes

	Beach			
Bayside Savings Bank	Port Saint Joe	FL	Centennial Bank	July 30, 2010
The Cowlitz Bank	Longview	WA	Heritage Bank	July 30, 2010
Northwest Bank & Trust	Acworth	GA	State Bank and Trust Company	July 30, 2010
LibertyBank	Eugene	OR	Home Federal Bank	July 30, 2010
Ravenswood Bank	Chicago	IL	Northbrook Bank & Trust Company	August 6, 2010
Palos Bank and Trust Company	Palos Heights	IL	First Midwest Bank	August 13, 2010
Pacific State Bank	Stockton	CA	Rabobank, N.A.	August 20, 2010
Sonoma Valley Bank	Sonoma	CA	Westamerica Bank	August 20, 2010
Community National Bank at Bartow	Bartow	FL	CenterState Bank of Florida, N.A.	August 20, 2010
Independent National Bank	Ocala	FL	CenterState Bank of Florida, N.A.	August 20, 2010
Imperial Savings and Loan Association	Martinsville	VA	River Community Bank, N.A.	August 20, 2010
ShoreBank	Chicago	IL	Urban Partnership Bank	August 20, 2010
Butte Community Bank	Chico	CA	Rabobank, N.A.	August 20, 2010
Los Padres Bank	Solvang	CA	Pacific Western Bank	August 20, 2010
Horizon Bank	Bradenton	FL	Bank of the Ozarks	September 10, 2010
ISN Bank	Cherry Hill	NJ	Customers Bank	September 17, 2010
Maritime Savings Bank	West Allis	WI	North Shore Bank, FSB	September 17, 2010
Bank of Ellijay	Ellijay	GA	Community & Southern Bank	September 17, 2010
First Commerce Community Bank	Douglasville	GA	Community & Southern Bank	September 17, 2010
The Peoples Bank	Winder	GA	Community & Southern Bank	September 17, 2010
Bramble Savings Bank	Milford	OH	Foundation Bank	September 17, 2010
Haven Trust Bank Florida	Ponte Vedra Beach	FL	First Southern Bank	September 24, 2010
North County Bank	Arlington	WA	Whidbey Island Bank	September 24, 2010
Wakulla Bank	Crawfordville	FL	Centennial Bank	October 1, 2010
Shoreline Bank	Shoreline	WA	GBC International Bank	October 1, 2010
Security Savings Bank, F.S.B.	Olathe	KS	Simmons First National Bank	October 15, 2010
Premier Bank	Jefferson City	MO	Providence Bank	October 15, 2010
WestBridge Bank and Trust Company	Chesterfield	MO	Midland States Bank	October 15, 2010
The First National Bank of Barnesville	Barnesville	GA	United Bank	October 22, 2010
First Arizona Savings, A FSB	Scottsdale	AZ	No Acquirer	October 22, 2010
Hillcrest Bank	Overland Park	KS	Hillcrest Bank, N.A.	October 22, 2010
Progress Bank of Florida	Tampa	FL	Bay Cities Bank	October 22, 2010
The Gordon Bank	Gordon	GA	Morris Bank	October 22, 2010
First Bank of Jacksonville	Jacksonville	FL	Ameris Bank	October 22, 2010
First Suburban National Bank	Maywood	IL	Seaway Bank and Trust Company	October 22, 2010
Western Commercial Bank	Woodland Hills	CA	First California Bank	November 5, 2010
First Vietnamese American Bank In Vietnamese	Westminster	CA	Grandpoint Bank	November 5, 2010
K Bank	Randallstown	MD	Manufacturers and Traders Trust Company (M&T Bank)	November 5, 2010
Pierce Commercial Bank	Tacoma	WA	Heritage Bank	November 5, 2010
Darby Bank & Trust Co.	Vidalia	GA	Ameris Bank	November 12, 2010
Copper Star Bank	Scottsdale	AZ	Stearns Bank, N.A.	November 12, 2010
Tifton Banking Company	Tifton	GA	Ameris Bank	November 12,

Annexes

				2010
Gulf State Community Bank	Carrabelle	FL	Centennial Bank	November 19, 2010
Allegiance Bank of North America	Bala Cynwyd	PA	VIST Bank	November 19, 2010
First Banking Center	Burlington	WI	First Michigan Bank	November 19, 2010
Earthstar Bank	Southampton	PA	Polonia Bank	December 10, 2010
Paramount Bank	Farmington Hills	MI	Level One Bank	December 10, 2010
The Bank of Miami, N.A.	Coral Gables	FL	1st United Bank	December 17, 2010
United Americas Bank, N.A.	Atlanta	GA	State Bank and Trust Company	December 17, 2010
First Southern Bank	Batesville	AR	Southern Bank	December 17, 2010
Community National Bank	Lino Lakes	MN	Farmers & Merchants Savings Bank	December 17, 2010
Chestatee State Bank	Dawsonville	GA	Bank of the Ozarks	December 17, 2010
Appalachian Community Bank, FSB	McCaysville	GA	Peoples Bank of East Tennessee	December 17, 2010
First Commercial Bank of Florida	Orlando	FL	First Southern Bank	January 7, 2011
Legacy Bank	Scottsdale	AZ	Enterprise Bank & Trust	January 7, 2011
Oglethorpe Bank	Brunswick	GA	Bank of the Ozarks	January 14, 2011
CommunitySouth Bank & Trust	Easley	SC	CertusBank, National Association	January 21, 2011
The Bank of Asheville	Asheville	NC	First Bank	January 21, 2011
United Western Bank	Denver	CO	First-Citizens Bank & Trust Company	January 21, 2011
Enterprise Banking Company	McDonough	GA	No Acquirer	January 21, 2011
First Community Bank	Taos	NM	U.S. Bank, N.A.	January 28, 2011
The First State Bank	Camargo	OK	Bank 7	January 28, 2011
FirsTier Bank	Louisville	CO	No Acquirer	January 28, 2011
Evergreen State Bank	Stoughton	WI	McFarland State Bank	January 28, 2011
Community First Bank Chicago	Chicago	IL	Northbrook Bank & Trust Company	February 4, 2011
North Georgia Bank	Watkinsville	GA	BankSouth	February 4, 2011
American Trust Bank	Roswell	GA	Renasant Bank	February 4, 2011
Badger State Bank	Cassville	WI	Royal Bank	February 11, 2011
Canyon National Bank	Palm Springs	CA	Pacific Premier Bank	February 11, 2011
Sunshine State Community Bank	Port Orange	FL	Premier American Bank, N.A.	February 11, 2011
Peoples State Bank	Hamtramck	MI	First Michigan Bank	February 11, 2011
Habersham Bank	Clarksville	GA	SCBT National Association	February 18, 2011
Citizens Bank of Effingham	Springfield	GA	Heritage Bank of the South	February 18, 2011
Charter Oak Bank	Napa	CA	Bank of Marin	February 18, 2011
San Luis Trust Bank, FSB	San Luis Obispo	CA	First California Bank	February 18, 2011
Valley Community Bank	St. Charles	IL	First State Bank	February 25, 2011
First National Bank of Davis	Davis	OK	The Pauls Valley National Bank	March 11, 2011
Legacy Bank	Milwaukee	WI	Seaway Bank and Trust Company	March 11, 2011
The Bank of Commerce	Wood Dale	IL	Advantage National Bank Group	March 25, 2011
Nevada Commerce Bank	Las Vegas	NV	City National Bank	April 8, 2011
Western Springs National Bank and Trust	Western Springs	IL	Heartland Bank and Trust Company	April 8, 2011
New Horizons Bank	East Ellijay	GA	Citizens South Bank	April 15, 2011
Superior Bank	Birmingham	AL	Superior Bank, National Association	April 15, 2011
Rosemount National Bank	Rosemount	MN	Central Bank	April 15, 2011
Bartow County Bank	Cartersville	GA	Hamilton State Bank	April 15, 2011
Heritage Banking Group	Carthage	MS	Trustmark National Bank	April 15, 2011
Nexity Bank	Birmingham	AL	AloStar Bank of Commerce	April 15, 2011

Annexes

First Choice Community Bank	Dallas	GA	Bank of the Ozarks	April 29, 2011
The Park Avenue Bank	Valdosta	GA	Bank of the Ozarks	April 29, 2011
Community Central Bank	Mount Clemens	MI	Talmer Bank & Trust	April 29, 2011
First National Bank of Central Florida	Winter Park	FL	Florida Community Bank, a division of Premier American Bank, N.A.	April 29, 2011
Cortez Community Bank	Brooksville	FL	Florida Community Bank, a division of Premier American Bank, N.A.	April 29, 2011
Coastal Bank	Cocoa Beach	FL	Florida Community Bank, a division of Premier American Bank, N.A.	May 6, 2011
Atlantic Southern Bank	Macon	GA	CertusBank, National Association	May 20, 2011
First Georgia Banking Company	Franklin	GA	CertusBank, National Association	May 20, 2011
Summit Bank	Burlington	WA	Columbia State Bank	May 20, 2011
First Heritage Bank	Snohomish	WA	Columbia State Bank	May 27, 2011
Atlantic Bank and Trust	Charleston	SC	First Citizens Bank and Trust Company, Inc.	June 3, 2011
McIntosh State Bank	Jackson	GA	Hamilton State Bank	June 17, 2011
First Commercial Bank of Tampa Bay	Tampa	FL	Stonegate Bank	June 17, 2011
Mountain Heritage Bank	Clayton	GA	First American Bank and Trust Company	June 24, 2011
Signature Bank	Windsor	CO	Points West Community Bank	July 8, 2011
First Chicago Bank & Trust	Chicago	IL	Northbrook Bank & Trust Company	July 8, 2011
Colorado Capital Bank	Castle Rock	CO	First-Citizens Bank & Trust Company	July 8, 2011
High Trust Bank	Stockbridge	GA	Ameris Bank	July 15, 2011
Summit Bank	Prescott	AZ	The Foothills Bank	July 15, 2011
First Peoples Bank	Port St. Lucie	FL	Premier American Bank, N.A.	July 15, 2011
One Georgia Bank	Atlanta	GA	Ameris Bank	July 15, 2011
LandMark Bank of Florida	Sarasota	FL	American Momentum Bank	July 22, 2011
Southshore Community Bank	Apollo Beach	FL	American Momentum Bank	July 22, 2011
Bank of Choice	Greeley	CO	Bank Midwest, N.A.	July 22, 2011
BankMeridian, N.A.	Columbia	SC	SCBT National Association	July 29, 2011
Integra Bank National Association	Evansville	IN	Old National Bank	July 29, 2011
Virginia Business Bank	Richmond	VA	Xenith Bank	July 29, 2011
Bank of Shorewood	Shorewood	IL	Heartland Bank and Trust Company	August 5, 2011
Bank of Whitman	Colfax	WA	Columbia State Bank	August 5, 2011
The First National Bank of Olathe	Olathe	KS	Enterprise Bank & Trust	August 12, 2011
Public Savings Bank	Huntingdon Valley	PA	Capital Bank, N.A.	August 18, 2011
Lydian Private Bank	Palm Beach	FL	Sabadell United Bank, N.A.	August 19, 2011
First Southern National Bank	Statesboro	GA	Heritage Bank of the South	August 19, 2011
First Choice Bank	Geneva	IL	Inland Bank & Trust	August 19, 2011

Source : FDIC, 25 Aout 2011.

ANNEXE 6. COMMUNIQUE DE PRESSE DU GROUPE DES GOUVERNEURS DE BANQUE CENTRALE ET DES RESPONSABLES DU CONTROLE BANCAIRE RELEVE LES EXIGENCES INTERNATIONALES DE FONDS PROPRES

À sa réunion du 12 septembre 2010, le Groupe des gouverneurs de banque centrale et des responsables du contrôle bancaire, instance de gouvernance du Comité de Bâle sur le contrôle bancaire, a annoncé un notable renforcement des exigences de fonds propres en vigueur et entériné sans réserve les [accords auxquels il est parvenu le 26 juillet 2010](#). Ces modifications, de même que l'adoption d'une norme de liquidité, forment un élément essentiel du programme de réforme financière mondiale et seront présentées au sommet des chefs d'État et de gouvernement du G 20, à Séoul en novembre.

Les changements proposés par le Comité porteront, de 2 % à 4,5 %, le niveau minimal des fonds propres constitués par les actions ordinaires. De plus, les banques, pour faire face à de futures périodes de tensions, seront tenues de disposer d'un volant dit « de conservation », de 2,5 %, qui fera passer à 7 % les exigences totales de cette composante des fonds propres de base. Ces modifications complètent la définition des fonds propres convenue en juillet par les gouverneurs et responsables du contrôle bancaire et confirment le relèvement, à partir de fin 2011, des exigences de fonds propres pour les expositions liées aux activités de négoce, aux opérations sur produits dérivés et à la titrisation.

M. Jean-Claude Trichet, Président de la Banque centrale européenne et Président du Groupe des gouverneurs de banque centrale et des responsables du contrôle bancaire, a déclaré que « les accords trouvés aujourd'hui instaurent un renforcement fondamental des normes de fonds propres ». Il a poursuivi en disant qu'il s'agit là « d'un apport important à la stabilité financière et à la croissance pour le long terme ». Des dispositions transitoires laisseront aux banques le temps nécessaire pour satisfaire aux nouvelles normes tout en soutenant la reprise économique. M. Nout Wellink, Président du Comité de Bâle sur le contrôle bancaire et Président de la Banque des Pays-Bas, a ajouté que « Ensemble, la définition bien plus stricte des fonds propres, le relèvement des exigences minimales et l'adoption de nouveaux volants de sécurité feront que les banques sont mieux à même de traverser des périodes de tensions économiques et financières, ce qui sera un soutien à la croissance. ».

Augmentation des exigences de fonds propres

En vertu des accords convenus ce jour, le niveau minimal de fonds propres constitué des actions ordinaires – élément le plus solide des fonds propres – sera relevé, passant de son niveau actuel de 2 %

avant application des ajustements réglementaires en vigueur, à 4,5 % après application des nouveaux ajustements, plus stricts. Ce relèvement sera progressif jusqu'au 1^{er} janvier 2015. Les exigences en fonds propres de base (T1, pour « Tier 1 », qui sont constitués des actions ordinaires et d'autres instruments financiers éligibles sur la base de critères plus rigoureux) seront portées de 4 % à 6 % sur la même période. (L'Annexe 1 présente une synthèse des nouvelles exigences en matière de fonds propres.)

Le Groupe des gouverneurs et des responsables du contrôle bancaire est également convenu que le volant de conservation qui s'ajoutera aux exigences minimales réglementaires sera fixé à 2,5 % et constitué d'actions ordinaires, après application de déductions. L'objet de ce volant est de faire en sorte que les banques disposent d'un « matelas » leur permettant de faire face à des périodes de difficultés économiques et financières. Les banques pourront utiliser ce matelas en période de tensions, mais plus elles choisiront de rester proches des ratios minimaux réglementaires, plus elles seront soumises à de fortes contraintes en matière de distribution de bénéfices. Cette disposition soutient l'objectif de saine supervision et de bonne gouvernance du secteur bancaire et répond au problème des pressions collectives qui ont pu décourager certaines banques de réduire les rémunérations distribuées, telles que les primes discrétionnaires et les dividendes, alors même que leur situation en termes de fonds propres se dégradait.

Un volant contracyclique, pouvant varier de 0 % à 2,5 % et constitué d'actions ordinaires ou d'autres éléments de qualité équivalente, sera en outre appliqué en fonction des conditions conjoncturelles nationales. Son rôle est de soutenir l'objectif macroprudentiel plus large de prémunir le secteur bancaire contre des phases de croissance globale excessive du crédit. Quel que soit le pays, ce volant ne deviendra exigible qu'en cas d'expansion excessive du crédit susceptible de mettre en danger l'ensemble du système. En pareil cas, le volant contracyclique viendra s'ajouter au volant de conservation.

En outre, pour compléter les mesures fondées sur le risque décrites ci-dessus, un ratio de levier indépendant du risque sera défini. En juillet, les gouverneurs de banque centrale et responsables du contrôle bancaire sont convenus de tester un ratio minimum de levier de 3 % pour T1 durant une période d'évaluation. Selon les résultats collectés durant cette période, des ajustements définitifs seront effectués durant le premier semestre 2017, en vue d'une intégration de ce ratio au Pilier 1 le 1^{er} janvier 2018, après examen et calibrage appropriés.

Les établissements d'importance systémique devraient disposer de capacités d'absorption des pertes supérieures aux normes annoncées ce jour ; les travaux portant sur ce point se poursuivent au sein du Conseil de stabilité financière (CSF) et des instances de réflexion concernées du Comité de Bâle. Le Comité de Bâle et le CSF mettent au point une approche intégrée à destination de ces établissements,

laquelle pourra englober une combinaison d'exigences supplémentaires de fonds propres, de fonds propres conditionnels et de requalification de dette (*bail-in debt*). Par ailleurs, les travaux se poursuivent également pour renforcer les régimes de résolution des défaillances bancaires. Le

Comité de Bâle a, de plus, publié voici peu un document consultatif exposant des propositions pour veiller à la capacité d'absorption des pertes des fonds propres réglementaires en cas de défaillance d'un établissement ([Proposal to ensure the loss absorbency of regulatory capital at the point of non-viability](#)). Les gouverneurs et responsables du contrôle bancaire souscrivent à l'objectif tendant à renforcer cette capacité pour les instruments de fonds propres de base (T1 hors actions ordinaires) et complémentaires (T2, pour « Tier 2 »).

Arrangements transitoires

Depuis le début de la crise, les banques ont consenti d'importants efforts à relever leur niveau de fonds propres. Toutefois, les résultats préliminaires de l'étude d'impact quantitative montrent qu'à fin 2009 les grandes banques auront besoin, globalement, de les augmenter de manière significative pour satisfaire aux nouvelles exigences. Les banques plus petites, qui ont un rôle important de prêteur à l'égard du secteur des PME, répondent déjà – pour la plupart d'entre elles – à ces normes plus strictes.

Les gouverneurs et responsables du contrôle bancaire sont également convenus de dispositions transitoires pour mettre en œuvre ces nouvelles normes. Celles-ci contribueront à faire en sorte que le secteur bancaire puisse satisfaire ces niveaux de fonds propres plus élevés, grâce à une limitation des distributions de bénéfice et à une augmentation du capital raisonnables, tout en continuant de favoriser les prêts à l'économie. Les dispositions transitoires, qui sont résumées à l'Annexe 2, prévoient ce qui suit :

La mise en application à l'échelle nationale, par les pays membres, débutera le 1^{er} janvier 2013. Les pays membres devront avoir transposé ces règles dans leurs législations et réglementations respectives avant cette date. À partir du 1^{er} janvier 2013, les banques seront tenues de satisfaire les nouvelles exigences minimales ci-après en matière d'actifs pondérés en fonction des risques :

- 3,5 % actions ordinaires/actifs pondérés en fonction des risques ;
- 4,5 % T1/actifs pondérés en fonction des risques ;
- 8,0 % total des fonds propres/actifs pondérés en fonction des risques.

Les exigences minimales concernant les actions ordinaires et T1 seront mises en place progressivement entre le 1^{er} janvier 2013 et le 1^{er} janvier 2015. Le 1^{er} janvier 2013, l'exigence minimale relative au niveau d'actions ordinaires passera de 2 % (niveau actuel) à 3,5 %, celle pour T1, de 4 % à 4,5 %. Le 1^{er} janvier 2014, ces deux exigences seront portées, respectivement, à 4 % (actions ordinaires) et 5,5 % (T1), puis à 4,5 % et 6 % au 1^{er} janvier 2015. Globalement, pour la totalité des fonds propres, le niveau actuel de 8 % reste inchangé et ne nécessite donc pas de mesures de transition. La différence entre les exigences totales de 8 % et celles relatives à T1 peut être comblée au moyen des fonds propres complémentaires (T2) et d'autres types de fonds propres de qualité supérieure.

Les ajustements réglementaires (c'est-à-dire les déductions et les filtres prudentiels), et notamment les montants au-delà du plafond agrégé de 15 % fixé pour les participations dans d'autres établissements financiers, les charges administratives transférables liées aux créances hypothécaires (MSR, *mortgage servicing rights*) et les reports de crédits d'impôt (DTA, *deferred tax assets*), seraient totalement déduits, à compter du 1^{er} janvier 2018, de la composante actions ordinaires. Plus particulièrement, les ajustements réglementaires seront déduits à hauteur de 20 % sur la composante actions ordinaires le 1^{er} janvier 2014, puis passeront à 40 % le 1^{er} janvier 2015, à 60 % le 1^{er} janvier 2016, à 80 % le 1^{er} janvier 2017, pour atteindre 100 % le 1^{er} janvier 2018. Durant cette période de transition, la partie non déduite de cette composante continuera d'être soumise aux traitements nationaux en vigueur.

Le volant de fonds propres de conservation sera introduit progressivement entre le 1^{er} janvier 2016 et fin 2018, pour devenir pleinement effectif le 1^{er} janvier 2019. Sa mise en œuvre progressive commencera le 1^{er} janvier 2016 par une exigence de 0,625 points de pourcentage des actifs pondérés en fonction des risques, qui sera augmentée de 0,625 points de pourcentage chaque année jusqu'à atteindre, le 1^{er} janvier 2019, le niveau final de 2,5 %. Les pays qui connaissent une expansion excessive du crédit devraient envisager d'accélérer la constitution de ce volant de conservation ainsi que du volant contracyclique. Les autorités nationales, qui ont toute latitude pour imposer des périodes de transition plus courtes, devraient donc l'envisager en cas de nécessité.

Les banques satisfaisant déjà au ratio minimal de fonds propres durant la période de transition mais restant sous la cible de 7 % pour les actions ordinaires (ratio minimal + volant de conservation) devraient suivre des politiques de distribution de bénéfice prudentes de manière à constituer un volant de

conservation aussitôt que cela est raisonnablement faisable.

Les injections de capitaux du secteur public déjà effectuées seront acceptées jusqu'au 1^{er} janvier 2018. Les instruments de fonds propres qui ne répondent plus à la définition de T1 hors actions ordinaires ou de T2 seront déclarés inéligibles, à horizon 10 ans à partir du 1^{er} janvier 2013. En prenant comme base l'encours nominal de ces instruments au 1^{er} janvier 2013, leur comptabilisation sera limitée à 90 % à compter du 1^{er} janvier 2013, puis ce plafond sera abaissé annuellement de 10 points de pourcentage. En outre, les instruments avec clause incitative de remboursement deviendront inéligibles à la date d'échéance effective.

Les instruments de fonds propres qui ne satisfont pas aux nouveaux critères pour être inclus dans la composante actions ordinaires T1 seront exclus de cette catégorie dès le 1^{er} janvier 2013. Toutefois, les instruments répondant aux trois conditions suivantes seront éliminés progressivement, à horizon 10 ans, selon le calendrier décrit au point précédent.

- 1) émission par une société autre qu'une société par actions ;
 - 2) comptabilisation comme capital (*equity*) selon les normes comptables en vigueur ;
 - 3) prise en compte sans restriction sous T1 dans le cadre de la législation bancaire nationale en vigueur.
- Seuls les instruments émis avant la date du présent communiqué devraient être autorisés à bénéficier des mesures transitoires décrites ici.

Celles relatives au ratio de levier ont été annoncées dans le communiqué de presse du 26 juillet dernier du Groupe des gouverneurs et des responsables du contrôle bancaire. Ce communiqué précisait que la période de surveillance par les autorités de contrôle commencera le 1^{er} janvier 2011, que des évaluations seront effectuées entre le 1^{er} janvier 2013 et le 1^{er} janvier 2017, et que la publication du ratio de levier et de ses composantes débutera le 1^{er} janvier 2015. Sur la base des résultats des mesures effectuées au cours de la période d'évaluation, les éventuels ajustements requis seront faits durant la première moitié de 2017, dans la perspective de l'intégration de ce ratio au Pilier 1 à partir du 1^{er} janvier 2018, après examen et calibrage appropriés.

Après une période d'observation qui débutera en 2011, le ratio de liquidité à court terme (LCR,

liquidity coverage ratio) sera introduit le 1^{er} janvier 2015. Quant au ratio de liquidité à long terme (NSFR, *net stable funding ratio*), il deviendra une norme minimale au 1^{er} janvier 2018. Le Comité mettra en place des procédures de notification rigoureuses afin de surveiller ces ratios durant la période de transition et continuera de passer en revue leur incidence à différents niveaux – marchés financiers, octroi de crédit, croissance économique – pour s’employer à éliminer, le cas échéant, les éventuels effets non recherchés de ces mesures.

Le **Comité de Bâle sur le contrôle bancaire** favorise la coopération sur les questions prudentielles relatives au secteur bancaire. Il a pour objectif de promouvoir et de renforcer les pratiques de contrôle et de gestion des risques partout dans le monde. Le Comité se compose de représentants des pays suivants : Afrique du Sud, Allemagne, Arabie Saoudite, Argentine, Australie, Belgique, Brésil, Canada, Chine, Corée, Espagne, États-Unis, France, Hong-Kong, RAS, Inde, Indonésie, Italie, Japon, Luxembourg, Mexique, Pays-Bas, Royaume-Uni, Russie, Singapour, Suède, Suisse et Turquie.

Le **Groupe des gouverneurs de banque centrale et des responsables du contrôle bancaire** est l’organe de gouvernance du Comité de Bâle ; il est composé de hauts responsables de banque centrale et d’autorités de contrôle n’appartenant pas à la communauté des banques centrales. Le Secrétariat du Comité est sis à la Banque des Règlements Internationaux, à Bâle (Suisse).

Calendrier de mise en œuvre des accords

(Dans tous les cas, la date de début est le 1^{er} janvier)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	1 ^{er} janvier 201
Ratio d'endettement	Surveillance par les autorités de contrôle		Période d'évaluation 1 ^{er} janvier 2013 – 1 ^{er} janvier 2017					Intégration au Pilier I	
Ratio minimal pour la composante actions ordinaires de T1			Publication à compter du 1 ^{er} janvier 2015						
Volant de conservation des fonds propres			3,5 %	4,0 %	4,5 %	4,5 %	4,5 %	4,5 %	4,5 %
Ratio minimal composante actions ordinaires + volant de conservation			3,5 %	4,0 %	4,5 %	0,625 %	1,25 %	1,875 %	2,50 %
Déductions sur la composante actions ordinaires de T1 (y compris les montants au-delà du seuil fixé pour les DTA, MSR et participations dans des établissements financiers)						5,125 %	5,75 %	6,375 %	7,0 %
Ratio minimal T1			4,5 %	5,5 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %
Ratio minimal Total fonds propres			8,0 %	8,0 %	8,0 %	8,0 %	8,0 %	8,0 %	8,0 %
Ratio minimal Total fonds propres + volant de conservation			8,0 %	8,0 %	8,0 %	8,625 %	9,25 %	9,875 %	10,5 %
Instruments de fonds propres n'étant plus éligibles en T1 hors actions ordinaires ou T2			Élimination progressive à horizon 10 ans à compter de 2013						