

GESTION DES RISQUES

INFORMER LES INVESTISSEURS DES RISQUES OPÉRATIONNELS DES *HEDGE FUNDS*



Raphaël Hagege

Associé
RzM Partners



Nicolas Vetriak

Associé
RzM Partners



Duc Pham-Hi

Associé
RzM Analytics
Professeur
École centrale
d'électronique

Seules quelques mesures d'autorégulation définissent les informations que les *hedge funds* doivent délivrer sur leur exposition aux risques opérationnels.

Dans le contexte actuel, le renforcement de cette démarche peut procurer un avantage concurrentiel des fonds face aux investisseurs. Encore faut-il définir les éléments à communiquer et en normer le *reporting* pour permettre de comparer les fonds sur leur niveau de risque opérationnel.

La moitié des faillites de *hedge funds* est due à un événement relevant du risque opérationnel [1]. Les *hedge funds* appelés fréquemment "fonds spéculatifs" sont souvent présentés comme des fonds risqués du fait des instruments et des stratégies d'investissement utilisés par leurs ges-

[1] J.-R. Giraud, "Mitigating Hedge Funds' Operational Risks", juin 2005, Edhec.

tionnaires. Pourtant, les risques auxquels ces fonds sont exposés se situent aussi bien au niveau des fluctuations de prix des actifs dans lesquels ils sont investis (risque exogène), qu'au niveau des processus mis en œuvre pour les gérer (risque endogène). Plus précisément, les faillites dues à la survenance d'un événement de risque opérationnel, sont dans 57 % des cas une fraude en lien avec la valorisation du fonds, le gestionnaire transmettant des informations fausses aux investisseurs sur la valeur du fonds. Dans 30 % des cas, c'est une défaillance de processus, de procédures ou de systèmes d'informations qui est à l'origine d'une valorisation fautive et de la faillite [2].

PEU DE CONSIDÉRATION ACCORDÉE AU RISQUE OPÉRATIONNEL

À l'heure actuelle, un fonds, quelle que soit sa forme légale [3], n'a pas d'obligation de fournir aux investisseurs des informations sur ses processus de gestion et les risques opérationnels associés. La crise

[2] C. Kundro & S. Feffer, "Valuation Issues and Operational Risk in Hedge Funds" *The Journal of financial transformation*, CAPCO Institute, 2004.

[3] Soulignons qu'il n'existe pas de définition légale pour les *hedge funds*.

financière a été le catalyseur de décisions ou de projets pour mieux encadrer ces produits lors du dernier G20, aux États-Unis puis en Europe (encadré 1). En dépit de ces initiatives que l'on ne peut qu'encourager, peu de considération est accordée aux risques opérationnels malgré leur importance dans la défaillance des *hedge funds*. Une meilleure prise en compte des risques opérationnels sera nécessaire pour retrouver la confiance des investisseurs notamment à la suite des scandales récents.

AU-DELÀ DU CADRE RÉGLEMENTAIRE...

En France, suite à l'entrée en vigueur de la loi sur la sécurité financière (LSF), l'AMF a autorisé en 2004 la création de deux nouveaux types de fonds appelés fonds "Aria" [4] et "fonds contractuels" en plus des "fonds communs d'intervention sur les marchés à terme" existant déjà. Bien que différent des *hedge funds* anglo-saxons, ces OPCVM permettent l'usage de l'effet de levier. Les prospectus obligatoires pour ces fonds fournissent l'ensemble des informations nécessaires à l'investisseur

[4] Les OPCVM Aria EL : agréés à règles d'investissement allégées à effet de levier.

I. HEDGE FUNDS

PRÉMICES D'UN CADRE RÉGLEMENTAIRE

Les pays du G20 ont décidé en avril 2009 que les *hedge funds* ou leurs gérants devraient désormais s'enregistrer auprès d'une autorité de tutelle et lui fournir des informations sur leur gestion, notamment sur leur recours à l'endettement et la façon dont ils contrôlent les risques. Des exigences en fonds propres seraient également définies. Ces informations pourraient être transmises d'un pays à l'autre pour qu'un *hedge fund* puisse être surveillé même s'il est établi dans un paradis fiscal.

Les États-Unis ont annoncé en février dernier que les *hedge funds* devraient à l'avenir s'enregistrer (à partir d'un certain seuil) auprès de la SEC [1]. Ils y avaient déjà été contraints en 2006, mais cette obligation avait été levée en juin 2006 par la Cour d'appel fédérale du District de Columbia qui avait jugé illégale l'obligation imposée par la SEC.

En Europe, un projet de directive visant à mieux encadrer les gestionnaires de *hedge funds* a été présenté le 29 avril 2009, à la Commission européenne. Il fixe les règles en matière de solvabilité, de gouvernance, d'information aux investisseurs et de conservation des titres.

[1] La Securities and Exchange Commission (SEC) est l'organisme fédéral américain de réglementation et de contrôle des marchés financiers.

pour comprendre les risques exogènes auxquels ses fonds sont exposés. Le prospectus informe notamment sur la nature des instruments financiers dans lesquels l'OPCVM peut être investi, sur le risque financier des investissements et indique le nom de la banque dépositaire. Plus récemment, le 10 février 2009, l'AMF a publié une nouvelle version du "Guide d'élaboration des prospectus des OPCVM" [5] destinée à aider les sociétés de gestion à

« Le risque opérationnel intrinsèque au fonds (endogène) n'apparaît pas explicitement parmi les risques que doit mentionner un prospectus d'OPCVM. »

élaborer des prospectus et notices d'information conformes à la réglementation. Ce guide concerne principalement les OPCVM à vocation générale et les OPCVM ARIA disposant d'un prospectus complet (régis par l'instruction AMF n° 2005-02). Il rappelle certaines règles applicables et leurs modalités, énonce des recommandations de mise en œuvre, recense les bonnes et mauvaises pratiques fréquemment rencontrées et fournit des exemples illustratifs. Ce guide comporte aussi une section sur le profil de risque de l'OPCVM du fait notamment de ses stratégies d'investissement. L'objectif en est de permettre à l'investisseur de comprendre à quels risques il s'expose et de comparer ce profil de risque à celui d'autres OPCVM. Toutefois, le risque opérationnel intrinsèque au fonds (endogène) n'apparaît pas explicitement parmi les risques que doit mentionner un prospectus. Or, il est essentiel de permettre aux investisseurs de disposer de l'information nécessaire pour apprécier l'ensemble des risques encourus.

En matière bancaire, la Commission bancaire peut autoriser une entreprise d'investissement à déroger jusqu'au 31 décembre 2011 aux dispositions prévues par l'arrêté du 20 février 2007 concernant l'exigence de fonds propres au titre du risque opérationnel qui doit être calculée selon l'une des trois approches prévues (l'approche de base, l'approche standard ou approches de mesure avancée). C'est le cas lorsque les positions totales de portefeuille de négociation de l'entreprise d'investissement sont inférieures ou égales à 50 millions d'euros et l'effectif de l'entreprise d'investissement est inférieur ou égal à 100 employés. L'exigence de fonds propres en est modifiée.

L'AUTORÉGULATION

Dès 2008, une prise de conscience du risque systémique des *hedge funds* a émergé et une vague d'autorégulations a vu le jour.

Au Royaume-Uni, le Hedge Fund Standards Board (HFSB) a publié en janvier 2008 un ensemble de 28 *best practices* inspirées des accords de Bâle II, dont certaines portent sur le risque opérationnel. Celles-ci concernent la gouvernance, les risques liés au processus de trading et d'exécution, la fraude et la prévention du blanchiment, la continuité d'activité, les risques informatiques, les risques de modèles et enfin le risque de non-conformité. Aux États-Unis, une initiative similaire a été initiée par l'Asset Managers' and the Investors' Committees du President's Working Group on Financial Markets.

En mai 2009, l'AIMA [6], une association professionnelle internationale regroupant des gérants de *hedge funds* (1 100 d'entre eux environ), a publié un guide réalisé par des praticiens, le "First Global Sound Practices Guide for Funds of Hedge Funds Managers" dont l'objectif est de fournir des recommandations concernant la gestion des risques, les *due diligences*, l'information aux investisseurs, la gestion des conflits d'intérêts...

Ces initiatives d'autorégulation sont louables car elles témoignent d'une prise de conscience des *hedge funds* que leurs risques ne proviennent pas forcément de l'extérieur. Néanmoins, il convient de souligner le caractère discrétionnaire de la mise en application de ces saines pratiques. Aussi, afin d'assurer une concurrence loyale entre les

[5] Autorité des marchés financiers, "Guide d'élaboration des prospectus des OPCVM", 10 février 2009.

[6] Alternative Investment Management Association, www.aima.org

hedge funds, il est souhaitable qu'un cadre réglementaire harmonisé au niveau mondial pose le principe de transparence de l'information sur la gestion des risques opérationnels des hedge funds et, surtout, qu'il en définisse les modalités.

LES BÉNÉFICES D'UNE MEILLEURE COMMUNICATION

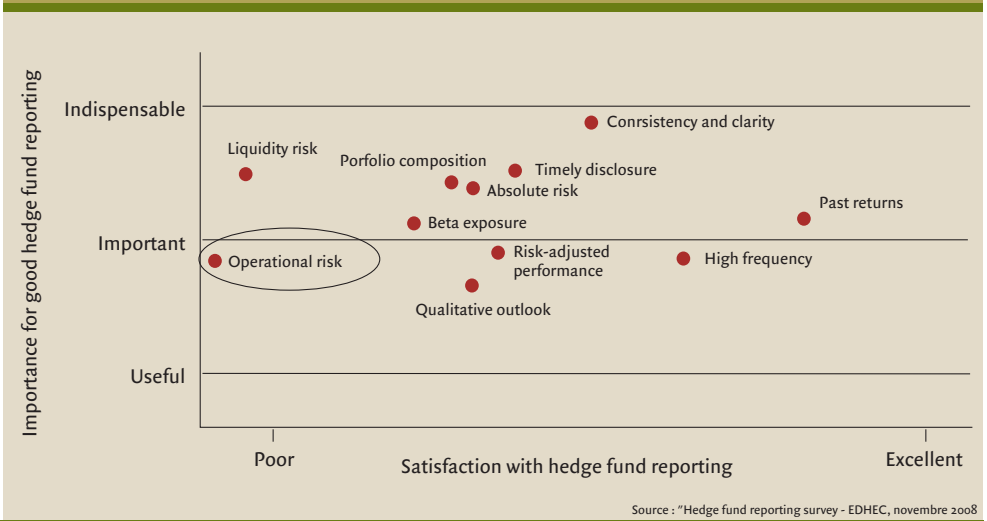
Les sociétés qui gèrent des fonds ont, pour la grande majorité d'entre elles, une politique de gestion des risques opérationnels. Toutefois, seulement 45 % d'entre elles ont élaboré et actualisé une documentation ad hoc. Mettre en place un dispositif de gestion des risques opérationnels et le maintenir à jour implique un coût récurrent non négligeable car il nécessite de recenser tous les processus et les risques opérationnels liés à ces processus et la révision régulière de l'ensemble, sans oublier le reporting aux investisseurs.

Toutefois, dans le contexte actuel, compte tenu des taux de faillite et de l'ampleur des pertes dues aux récents cas de fraude, les investisseurs ont vraisemblablement un besoin aigu d'information sur les actions engagées par les établissements pour gérer et prévenir leurs risques opérationnels notamment la fraude en matière de valorisation et de reporting (encadré 2).

C'est en ce sens que la définition du risque opérationnel a récemment été modifiée [7] par le superviseur pour mentionner explicitement le

[7] Cf. Arrêté du 14 janvier 2009 modifiant le règlement n° 97-02 du 21 février 1997 relatif au contrôle interne des établissements de crédit et des entreprises d'investissement; Art. 1^{er}. - Le règlement no 97-02 susvisé est ainsi modifié : "Le risque opérationnel inclut les risques de fraude interne et externe tels que définis à l'annexe IV de l'arrêté du 20 février 2007".

2. REPORTING RISQUE OPÉRATIONNEL, LA DEMANDE INSATISFAITE DES INVESTISSEURS



risque de fraude en sus des risques déjà mentionnés dans la définition originelle.

Les fonds qui optent pour un renforcement du dispositif de contrôle de leurs risques intrinsèques et s'engagent dans une politique de communication sur leurs risques opérationnels pourront se distinguer sensiblement. Cette meilleure visibilité sur les risques et les pertes liées à l'activité quotidienne de gestion du fonds ne peut que contribuer à

restaurer la confiance des investisseurs [8] et à enrayer la forte baisse de la collecte (encadré 3).

Dans un contexte où les OPCVM collectent plus difficilement, la concurrence – et donc la pression sur les frais de gestion – est accrue. Proposer un nouvel élément de différenciation permettrait aux fonds de se doter d'un argument efficace pour justifier du maintien de leurs niveaux de rémunération. Dans une phase de croissance des marchés financiers, justifier d'une gestion vertueuse du risque opérationnel pesant sur les processus de gestion de chaque fonds est un élément qui peut justifier une prime dans la tarification [9]. Mais pour cela, encore faut-il pouvoir comparer les fonds. C'est pourquoi, si les principaux acteurs de l'industrie

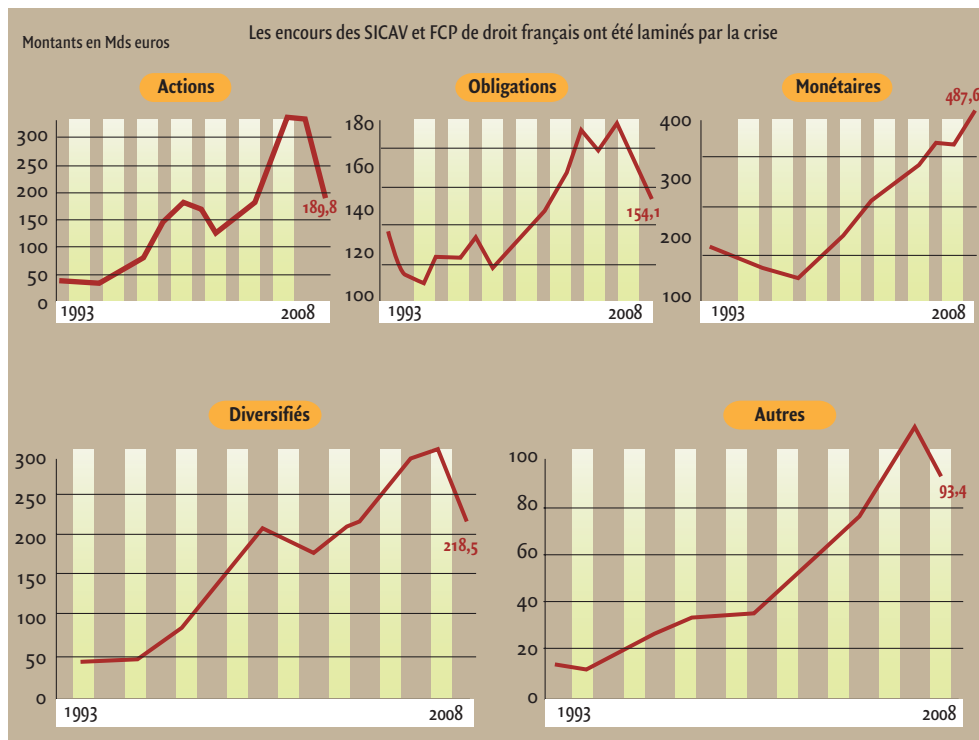
“Au Royaume-Uni, le Hedge Fund Standards Board (HFSB) a publié en janvier 2008 un ensemble de 28 best practices inspirées des accords de Bâle II, dont le risque opérationnel.”

[8] Rahl L. "Hedge Fund Risk Transparency: Unravelling the Complex and Controversial Debate", Risk Books, 2003.

[9] Voir à ce sujet l'article de Longin F. et G. Martin "Quantifying the operational risk in investment fund valuation", Risk n° 16, 2003.

3. OPCVM, LA FORTE BAISSÉ DE LA COLLECTE

Les encours des OPCVM français ont chuté de 17% l'an dernier, tombant à 766 milliards d'euros à fin 2008, selon Europerformance. Depuis le mois d'août 2007, la gestion collective française a vu disparaître près de 260 milliards d'euros d'encours, cela représente plus de 13% du PIB de la France en 2008.



Journal des finances n° 6323, février 2009.

de la gestion communiquaient sur leurs risques opérationnels (selon des critères prédéfinis), un classement des fonds permettrait d'établir sur une base périodique leur niveau de risque opérationnel et l'efficacité de leur dispositif de contrôle. De quelles informations un investisseur, un tiers indépendant aurait besoin pour apprécier le niveau de risque opérationnel d'un hedge fund ?

LES VECTEURS D'UNE COMMUNICATION PERTINENTE

Différents vecteurs peuvent être envisagés pour informer les investisseurs des risques opérationnels qu'ils encourent en souscrivant à

tel ou tel fonds. La communication périodique de la performance du fonds peut indiquer quelles ont été les pertes majeures en lien avec un risque opérationnel et éventuellement en mesurer l'incidence sur la performance du fonds. Une communication spécifique peut également être fournie. En la matière, le document qui apparaît le plus approprié est le prospectus du fonds. Rappelons que "le prospectus simplifié donne les renseignements essentiels et nécessaires à la décision de l'investisseur. [...] Il est structuré et rédigé de façon à pouvoir être compris facilement par l'investisseur et donne une information transparente, complète, claire permettant à l'investisseur de prendre une décision sur son investissement en

toute connaissance de cause" [10]. Ne pas évoquer explicitement le risque opérationnel alors qu'il contribue pour moitié au risque de défaillance de l'OPCVM ne permet pas à l'investisseur de disposer d'une information complète pour orienter son choix d'investissement.

QUELLES INFORMATIONS ADDITIONNELLES DANS LE PROSPECTUS ?

Selon le Guide de l'AMF, le prospectus contient une rubrique intitulée "profil de risque" étant précisé dans le guide lui-même que celle-ci "n'a pas vocation à expliquer les modalités de contrôle des risques mis en place par la société de gestion et destinées à atténuer les risques". Il serait envisageable d'étoffer cette rubrique avec des éléments propres à la gestion des risques opérationnels des fonds, voire de créer une rubrique dédiée.

Parmi les informations qui nous paraissent nécessaires pour qu'un investisseur puisse apprécier le niveau de risque opérationnel auquel il expose son épargne, la gouvernance en constitue le pilier central, en précisant les acteurs, leurs rôles et responsabilités.

Les processus de gestion du fonds doivent être décrits ainsi que les risques opérationnels encourus tout en exposant la méthodologie suivie pour les évaluer et les observer dans le temps au moyen, par exemple, d'indicateurs clés de risque opérationnel qui devraient être précisés et documentés, de même que le traitement prévu en cas de non-conformité de ces indicateurs. Compte tenu du caractère endogène des risques opérationnels propres à chaque hedge fund, il paraît important de bien identifier les risques liés au processus de valorisation

[10] Article 411-45-1 du Règlement général de l'AMF.

et de reporting ainsi que le dispositif de contrôle déployé pour prévenir ces risques.

VERS UNE NOTATION DU RISQUE OPÉRATIONNEL DES FONDS PAR DES ACTEURS INDÉPENDANTS ?

Sur la base des informations communiquées aux autorités par les *hedge funds*, on pourrait envisager une notation du dispositif de gestion des risques opérationnels effectuée de façon périodique et confiée à un organisme externe indépendant, non mandaté directement par le fonds lui-même. Cette évaluation, sur la base d'une *check-list* définie de concert entre toutes les parties prenantes, permettrait d'aboutir à une classification des fonds selon la qualité de leur dispositif.

Au-delà, on pourrait même envisager la mise en place de *balanced scorecard* pour comparer de manière plus fine les fonds entre eux. Leur objectif est de fournir une représentation synthétique du profil de risque du fonds étudié selon différents axes d'analyse. Les résultats fournis par ces mesures permettraient un étalonnage des fonds dans un objectif de notation et d'ajustement de la tarification de ces derniers. Notre conviction est que, dans le contexte actuel, un investisseur trouvera intérêt à payer un supplément pour obtenir davantage de garanties sur les moyens mis en œuvre par le fonds, pour s'assurer que l'épargne des investisseurs est réellement investie conformément aux engagements d'investissement, que les valorisations sont effectuées dans la transparence et que l'information transmise aux investisseurs est fiable.

Enfin, les pratiques en matière de communication des fonds pour-

« Ne pas évoquer explicitement le risque opérationnel alors qu'il contribue pour moitié au profil de risque de l'OPCVM ne permet pas à l'investisseur de disposer d'une information complète pour orienter son choix d'investissement. »

raient être renforcées afin d'améliorer la transparence et la fiabilité de l'information donnée au marché. La normalisation de la communication fournirait aux *hedge funds* un cadre commun qui permettrait de clarifier, sur la forme et sur le fond, les exigences des autorités sur le plan international en la matière.

LA FUTURE DIRECTIVE EUROPÉENNE

Les affaires de fraude récentes ont causé des pertes d'une ampleur exceptionnelle. La fréquence de ces pertes extrêmes est aussi en nette augmentation. C'est dans ce contexte qu'est entré en application, le 31 décembre 2008, le pilier 3 (la discipline de marché) des accords Bâle II. Cet article plaide pour que chaque société qui gère des fonds (ou fonds de fonds) recense et décrive, pour chaque fonds, quels sont les risques encourus par l'investisseur.

La crise financière puis économique tient en partie à une crise de confiance envers les établissements financiers et notamment envers les *hedge funds*, mis à l'in-

dex. Leur concentration et le rôle croissant que jouent ces derniers laissent penser qu'ils contribuent fortement à accroître le risque systémique pesant sur l'économie. Les 100 premiers fonds mobilisent 80 % des encours de cette industrie, estimés à 1 900 milliards de dollars contre à peine 40 milliards en 1990 [11].

Fournir aux investisseurs une image exhaustive des risques qu'ils encourrent nécessite que l'industrie de la gestion de fonds et les autorités de la régulation au plan mondial accordent au risque opérationnel l'importance qui lui revient. Les récentes initiatives d'autorégulation montrent que les professionnels ont conscience des bénéfices qui pourraient être tirés d'un meilleur encadrement de leurs pratiques et d'une transparence accrue de l'information sur leur exposition aux risques. Cela est d'autant plus vrai que la qualité de la communication est jugée comme un indicateur de mesure de la qualité d'un *hedge fund* par plus de 9 investisseurs sur 10 [12]. Souhaitons que le risque opérationnel ne soit pas le parent pauvre de la future directive européenne. ■

[11] E. Benhamou, "Pourquoi et comment contrôler les *hedge funds* ?", *La tribune.fr*, 30/03/2009.

[12] "Hedge Fund Reporting Survey", Edhec novembre 2008.