

VOLATILITÉ ET COMPORTEMENT DES ACTEURS DES MARCHÉS FINANCIERS : QUELS ENJEUX POUR LE RÉGULATEUR ?

JEAN-FRANÇOIS LEPETIT*

Inhérente au fonctionnement des marchés, dans la mesure où elle contribue à la formation des prix d'équilibre, la volatilité, dès lors qu'elle devient anormalement élevée, peut venir contrarier le plein exercice des fonctions classiques du marché, parmi lesquelles l'allocation de liquidités disponibles au service du financement de l'économie. Dans ce cadre, si le niveau des cours n'est pas du ressort du régulateur, dès lors que les investisseurs sont correctement informés et que les mécanismes de marché et de négociation fonctionnent de manière efficiente, en revanche, une volatilité excessive, parce qu'elle apparaît comme un signe de dysfonctionnement du marché, mérite une réflexion et une réaction du régulateur.

Depuis la fin des années 1990, les marchés d'actions occidentaux ont enregistré une multiplication de pics durables de volatilité, dont l'ampleur

s'est avérée variable selon les places financières et les secteurs. Ce phénomène s'inscrit dans une période de forte instabilité marquée par la multiplication de chocs majeurs qui ont affecté l'économie réelle et les marchés financiers : crises des pays émergents dans la seconde moitié des années 1990, retournement des cycles économique et financier en 2000, événements du 11 septembre 2001, crise argentine, instabilité géopolitique, scandales liés aux faillites de grands groupes, tels Enron ou WorldCom, qui ont alimenté les doutes des investisseurs sur la fiabilité de l'information diffusée par les différents acteurs du marché...

C'est dans ce contexte que le Conseil des marchés financiers (CMF) a créé, en 2002, un groupe de travail, avec la Commission des opérations de Bourse (COB), la Commission bancaire et Euronext, sur les causes de la volatilité du marché des actions.

* Président de la Commission des opérations de Bourse.

Le rapport de ce groupe de travail a été rendu public fin 2002 et a, depuis, fait l'objet d'une réflexion de place. Ce thème a également été largement débattu au niveau international, notamment au sein du Comité global de stabilité financière (CGSF), de l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV), du Forum de stabilité financière, ainsi que du Comité des régulateurs européens (Committee of European Securities Regulators - CESR)...

Le rapport du CMF a ainsi permis d'ouvrir des pistes de réflexion relatives, notamment, à l'incidence qu'a pu avoir l'utilisation de certaines techniques financières sur la volatilité. Ce faisant, il a également mis en lumière toute la complexité de l'identification des causes de la volatilité. En effet, si l'utilisation de techniques financières, sans cesse plus complexes, peut amplifier l'instabilité et, du même coup, la volatilité des marchés, elle contribue également à une plus grande efficacité de ces mêmes marchés. Cette ambivalence constitue, sans doute, la limite essentielle de l'exercice visant à rechercher dans les techniques utilisées par les acteurs du marché la cause d'une volatilité excessive.

Finalement, comme l'a souligné le Fonds monétaire international (FMI) dans son récent rapport *Global Financial Stability Report*, le point de convergence de toutes les préoccupations des régulateurs est la capacité de résistance du système financier aux chocs qui l'affectent. Dans cette optique, l'analyse de l'évolution de la structure des marchés et des comportements des acteurs des marchés participant au mécanisme de formation des

prix apparaît essentielle, et constitue un prolongement très utile des réflexions sur la volatilité elle-même.

Or, il semblerait bien que le comportement des acteurs participant à la formation des prix sur les marchés ait connu, depuis quelques années, une profonde évolution. Celle-ci se caractériserait plus précisément par l'essor conjoint de la gestion passive et de l'activité des *hedge funds*, mais elle concernerait également l'activité des salles de marchés des *investment banks*. Cette évolution, si elle devait se confirmer, pourrait trouver une traduction directe sur les modalités d'intervention sur les marchés financiers, la liquidité, le processus de formation du prix d'équilibre et la structure de ces marchés.

GESTION ACTIVE ET GESTION PASSIVE

Même si cette classification binaire appelle assurément de plus subtiles nuances, on distingue classiquement le gestionnaire actif et le gestionnaire passif. Le gestionnaire actif intervient en fonction des variations du prix des titres et des opportunités de marchés ; il participe, par ses initiatives, à la liquidité du marché et au processus de formation des prix. Sa valeur ajoutée provient alors de ses capacités à faire de l'allocation d'actifs, du *stock picking* et de la mesure des risques.

Le gestionnaire passif est de différents types. Le plus pur est le gestionnaire indiciel : sa performance se mesure par rapport à l'évolution d'un indice, qu'il s'efforce de répliquer en se

constituant exactement une fois pour toutes le même portefeuille ou un ensemble de dérivés équivalent. L'investisseur dans des *exchange traded funds* (*trackers*), produits financiers qui répliquent la performance d'un indice, aboutit au même résultat. De tels gestionnaires ne participent pas à la formation des prix : la montée ou la baisse d'un ou des titres de l'indice n'affecte pas leur performance qui n'est que relative à l'indice. Même lorsqu'ils investissent ou désinvestissent du fait de rentrée ou de sortie de fonds, ils le font en fonction de la pondération de l'indice et non en fonction des prix des différentes actions concernées. Ils sont clairement passifs (inactifs) sous l'angle de la contrepartie du marché.

Un autre type plus fréquent (et moins pur) de gestion passive est celui de la gestion *benchmarkée*. Dans ce cas-là, le gestionnaire a le même souci de mesure relative de sa performance. Le *benchmark* lui fournit, sur ce plan, une double mesure : constitué par un indice ou composé en fonction d'un portefeuille de titres prédéfini, le *benchmark* constitue la référence de performance qui permet au client de connaître à la fois le type de risques assumés et l'écart réalisé par le gestionnaire en plus ou en moins par rapport au *benchmark*. Cet écart (*tracking error*), éventuellement contractuel, est à la fois sa performance et la limite négative de sa perte. Comme le *benchmark* est souvent un standard du marché (l'indice CAC des valeurs françaises, par exemple), la performance du gestionnaire peut aussi être comparée à celle des concurrents. Le dialogue avec le client ou le mandant en est grandement facilité. Dans ce type de

gestion, le client prend le risque de la variation du *benchmark* et le gestionnaire celui de la *tracking error*.

On comprend facilement que le gestionnaire n'a pas intérêt à gérer un portefeuille dont la composition s'éloigne trop du *benchmark*, au risque de faire une contre-performance, d'autant que l'évolution du *benchmark* est officialisée en permanence pour les indices et quotidiennement dans les OPCVM de même que dans les portefeuilles de gestion privée. Au-delà de l'extériorisation rapide de sa performance qui encourage à la passivité, toute décision du gestionnaire d'une pondération originale du portefeuille implique un coût d'intervention dans le marché ; de trop nombreuses décisions de ce type peuvent affecter la performance, si elles n'ont pas toutes été prises à bon escient au meilleur moment. En voulant bien faire, le gestionnaire peut même paradoxalement se voir reprocher une rotation excessive du portefeuille, cette dernière, génératrice de coûts, étant loin de se traduire par une amélioration du couple rendement/risque.

Comme la gestion indicielle, la gestion *benchmarkée* est donc passive pour l'essentiel, et n'est active qu'à la marge : le gestionnaire constitue un portefeuille identique à l'objectif et cherche à améliorer marginalement la performance par des interventions très ponctuelles ou par une prise de risques très importante pour un pourcentage très limité du portefeuille. Sous cet angle, les fonds à formule, qui associent sur longue période un capital garanti à une option qui permettra, dans certaines circonstances, de procurer à l'investisseur un rendement

attractif, relèvent encore d'un type de gestion passive.

S'il y a toujours eu des gestionnaires actifs et passifs, donnant lieu à de passionnants débats académiques, la nouveauté tient au fait qu'une part, semble-t-il croissante, des capitaux gérés pour compte de tiers sont gérés passivement. Cette évolution est remarquée par les professionnels eux-mêmes. Une étude de l'IMA (Investment Management Association) portant sur les fonds gérés institutionnellement au Royaume-Uni a récemment fait état d'un pourcentage de 80 % de gestion passive ou quasi passive ; ce qui peut paraître considérable et, en tout cas, surprenant. Une telle évolution, si elle était confirmée dans son ampleur, ne manquerait pas d'interpeller les régulateurs pour différentes raisons.

La première est qu'il conviendrait de s'interroger sur l'incidence de gestions trop passives sur l'évolution des marchés : contribuent-elles notamment à l'accentuation des tendances ? Il faudrait sans doute prendre en compte, dans cette analyse, l'impact de l'activisme résiduel des gestionnaires en matière d'allocation d'actifs, de choix des indices et des *benchmarks*. L'importance de cette question n'a pas échappé à l'Institut Europlace de finance qui mit ce sujet à l'ordre du jour de son programme de recherche. Les régulateurs ne manqueront pas de s'intéresser aux conclusions de cette étude.

En second lieu, si, comme on le verra plus loin, le succès de la gestion alternative est lié à l'absence de contraintes réglementaires, on peut se demander si, *a contrario*, le développement de la gestion passive dans l'espace

régulé ne tient pas aussi au cadre réglementaire qui limite l'utilisation des techniques et des instruments des marchés dans la gestion traditionnelle et bride « l'activisme » du gestionnaire. De la même manière, les contraintes de transparence permanente de la performance des fonds, du fameux *marked to market*, de l'obligation de liquidité à très court terme, ne contribueraient-elles pas à raccourcir l'horizon de gestion des professionnels, à rendre plus difficiles leurs initiatives, et à les inciter finalement à transférer les risques de l'évolution des cours aux investisseurs sous la forme de techniques indicelles ou autres ? Si cette analyse devait être confirmée, il s'agirait ensuite de s'interroger sur le caractère souhaitable ou non de cette évolution, question elle-même complexe dans la mesure où les formules de gestion passive rencontrent actuellement un grand succès auprès des investisseurs.

LES ENJEUX DE L'ESSOR DE LA GESTION ALTERNATIVE

Face au développement de la gestion passive, comment se réalise désormais l'équilibre entre l'offre et la demande de titres ?

Il semble, à cet égard, que les gérants de *hedge funds* occupent aujourd'hui une place substantielle et grandissante dans la gestion active. L'étude réalisée par l'IMA suggère même que les gérants de *hedge funds* seraient désormais les seuls gérants actifs. De fait, cette catégorie de gestionnaires de capitaux (qui recouvre, en fait, une réalité mul-

tuple) est passée, en vingt ou trente ans, du statut de *traders* marginaux et confidentiels à celui d'acteurs majeurs du marché, gérant plus de 600 milliards de dollars, dans le cadre de 6 000 ou 7 000 fonds, pour la plupart *offshore*. Ces montants, certes significatifs, ne représentent encore que 5 % du volume total des capitaux gérés. Pour autant, l'activisme des gestionnaires et l'effet de levier qu'ils utilisent, grâce à toutes les techniques de marché, augmentent sans doute considérablement cette proportion dans les volumes quotidiens de transactions.

Cette gestion se veut « alternative », refusant en principe de prendre, comme les autres gestionnaires classiques, un risque « directionnel », à la hausse ou à la baisse d'un instrument financier. En fait, les gestionnaires alternatifs jouent les rôles que les *traders* et les investisseurs classiques actifs ont toujours pratiqués : comme les *traders*, ils développent toutes les stratégies d'arbitrage et de position pour compte propre des salles de marchés, sur tous les instruments, de même qu'ils prennent des positions comme des investisseurs, mais en utilisant toutes les ressources des marchés dérivés ainsi que des mesures de risques sophistiquées pour optimiser le rendement des capitaux mis en jeu.

Le succès de la gestion alternative s'explique aussi par l'environnement réglementaire de leur activité, ou plutôt par l'absence d'environnement réglementaire. Si, en effet, les gestionnaires alternatifs reçoivent souvent un agrément d'un régulateur, le Financial Services Authority (FSA) britannique notamment ou la Securities and Exchange Commission (SEC), en

revanche les *hedge funds* qu'ils gèrent sont, pour la plupart, incorporés sur des places *offshore*, hors de toute contrainte réglementaire et fiscale. La délocalisation financière est un vieux phénomène, et on peut se demander si nous ne revivons pas la création des euromarchés, nés dans les années 1960 pour échapper aux régulations et aux contrôles nationaux.

À cet égard, il serait intéressant d'examiner de manière approfondie les autres réglementations dont cette gestion veut s'affranchir. L'effet de levier, l'utilisation de toute la palette des instruments et des techniques de marché, l'immobilisation des fonds pour une certaine période, une transparence limitée sur les performances, sont autant de caractéristiques de la gestion alternative qui font l'objet de limitations importantes dans la régulation de la gestion traditionnelle. Pourtant, ces techniques ne sont pas incompatibles avec les objectifs de certains investisseurs, s'il faut en croire l'enthousiasme pour ce mode de gestion.

Le développement des *hedge funds* place le régulateur devant un difficile arbitrage entre l'assurance de sa mission de protection de l'épargnant et celle de garantir le bon fonctionnement des marchés. De ce point de vue, imposer aux *hedge funds* une réglementation du même type que celle à laquelle est soumise la gestion collective reviendrait à affecter la formation des prix du marché et, ce faisant, pourrait contribuer à nourrir la volatilité. D'un autre côté, ne rien faire équivaldrait à promouvoir le manque de transparence et à reproduire les excès que l'on a bien connus lors de la faillite de Long Term Capital

Management (LTCM), ce dont le régulateur ne peut se satisfaire.

La question est donc de savoir à quelles conditions et au profit de quels investisseurs les régulateurs pourraient accepter une localisation *onshore* des fonds de la gestion alternative directe, en complément de la gestion alternative indirecte déjà acclimatée grâce à la création des fonds de fonds alternatifs. En France, celle-ci bénéficie d'un cadre juridique très précis prévoyant notamment la mise en œuvre de programmes d'activité et de commercialisation spécifiques, afin que les investisseurs ou les mandants, sur lesquels repose le risque final, soient pleinement informés des caractéristiques et des risques spécifiques de ces placements. Cette démarche serait cohérente avec l'idée que la gestion active alternative a des vertus, tout en présentant l'avantage d'une meilleure visibilité de cette industrie pour les investisseurs comme pour les régulateurs.

L'ÉVOLUTION DU RÔLE DES SALLES DE MARCHÉS

Si le développement de la gestion alternative pouvait apparaître comme une certaine migration venue de la gestion traditionnelle, une autre source migratoire de la gestion alternative pourrait bien être les salles de marchés des *investment banks*. Là encore, le cas échéant, la régulation serait au centre du phénomène.

Sur le plan des professionnels impliqués, la migration est évidente : les gestionnaires alternatifs ont pour

origine les salles de marchés quand ils ne viennent pas de la gestion classique. Ceci s'explique logiquement par les stratégies et les techniques mises en œuvre dans la gestion alternative, qui exigent une compétence et une expérience dont disposent les *traders* qui les pratiquent régulièrement dans le cadre de leurs métiers.

Un tel mouvement aurait intuitivement de bonnes raisons d'exister. Toutes les stratégies communes aux banques et aux gestionnaires alternatifs ne s'exercent pas dans les mêmes conditions pour ces deux types d'acteurs. Alors que les banques pouvaient considérer autrefois que les résultats des arbitrages de leurs salles de marchés n'avaient pour charge que le coût de l'emprunt à court terme des capitaux mobilisés, il n'en est plus de même aujourd'hui. Les progrès réalisés dans la mesure des risques de marchés ont amené les directions de banques, et surtout les superviseurs, à exiger des opérateurs des capitaux propres réels ou notionnels importants en contrepartie de ces risques. La rémunération de ces fonds propres au rendement cible de 15 % a situé la rentabilité de ces activités à un niveau très élevé en soi, d'autant plus difficile à atteindre que la concurrence et les aléas des marchés rendaient simultanément plus difficiles des arbitrages gagnants.

En revanche, on peut comprendre que des investisseurs privés ou institutionnels puissent intégrer des rentabilités plus faibles dans leurs stratégies de placement, en contrepartie de risques différents, complémentaires dans une allocation d'actifs plus diversifiée.

De surcroît, les banques ne seraient pas globalement perdantes dans une

telle migration. En effet, la gestion alternative exige de nombreux services que les banques ont développé à son intention : ce sont ces activités de *prime brokerage*. Ces services procurent des commissions significatives sans avoir pour contrepartie des exigences de fonds propres de même ampleur que les activités et les transactions faites par la banque pour son propre compte. On a même pu observer que certaines banques ont encouragé leurs *traders* à constituer leurs *hedge funds*, dans le cadre des services offerts par la banque, sinon même dans ses propres locaux... On pourrait donc comprendre l'intérêt des banques pour cette évolution, d'autant qu'elles conserveraient ainsi les compétences de leurs *traders* et leur capacité à fournir un service de gestion alternative pour le distribuer dans la clientèle de la banque.

Une question se pose néanmoins de savoir si cette migration ne suscite pas aussi des creux en contrepartie des reliefs, comme pour la gestion traditionnelle ; autrement dit, si les salles de marchés ne sont pas parallèlement moins actives dans ces activités migrées, arbitrages, positions « propriétaires », que dans leurs rôles plus anciens de contreparties de marchés, de *market makers*, de *liquidity providers*, dont l'importance est évidente pour la liquidité et donc pour le bon fonctionnement du marché.

Ces évolutions, si leur caractère significatif devait être confirmé, susciteraient des interrogations du régulateur.

En effet, si les banques sont moins actives pour prendre des risques de marchés et qu'en contrepartie, l'épargne privée ou institutionnelle prend en charge une part croissante de ces

risques, le régulateur peut y voir des avantages sur le plan du risque systémique. La vulnérabilité des banques décroît, et la mutualisation des risques diminue le risque de crise financière par leur diffusion dans la sphère de l'épargne.

En revanche, cette migration s'effectue vers des acteurs non régulés comme les *hedge funds*, ou régulés pour des activités différentes, comme les investisseurs institutionnels et les compagnies d'assurances ou de réassurances. Ces nouveaux entrants n'ont pas, sinon l'expérience dans le cas des *traders* et des gestionnaires actifs, en tout cas, les moyens et les contrôles de risques des banques. De plus, l'externalisation des risques bancaires vers la gestion peut poser des problèmes de conflit d'intérêts au sein des groupes bancaires et *holdings* financiers. Ce mouvement, non encadré, pourrait se révéler globalement préjudiciable aux intérêts de l'épargne publique. Enfin, cette migration des risques, en particulier de risques de crédit, chez des acteurs non régulés, pose le problème du suivi, par les régulateurs, des destinataires finals de ces risques et des conséquences de défaillances éventuelles sur le plan des risques systémiques. Il est vrai que les défaillances d'Enron, WorldCom et autres, dans ce nouveau contexte, n'ont pas jusqu'ici provoqué de crises systémiques, ce qui tendrait plutôt à prouver le bon côté de cette évolution.

Dans ces conditions, il est clair que les régulateurs sont demandeurs d'une meilleure information sur l'évolution des comportements des acteurs les plus impliqués dans la gestion active des risques des instruments financiers et sur la nouvelle géographie des risques

financiers dans la sphère de l'épargne publique. Des travaux en la matière ont été entrepris au sein du Joint Forum.

Dans la mesure où ces comportements seraient la résultante directe des dispositifs de régulation, ou montreraient leur inadéquation, des réflexions supplémentaires s'impose-

raient naturellement. En serait-il de même en matière de régulation qu'en matière de fiscalité : trop de régulation affecterait-il la matière régulée ? Après deux décennies de déréglementation des marchés, serait-ce que nous ne sommes pas allés assez loin ou faut-il encore adapter notre dispositif à des objectifs immuables de protection des investisseurs et de sécurité des marchés ?