

« MADOFF N'ÉTAIT PAS UN HEDGE FUND »

L'escroquerie Madoff est un accident très grave, comme il en a existé à toutes les époques. Ces accidents ont toujours eu des conséquences quant à l'évolution des législations et des réglementations, mais ils n'ont jamais arrêté l'évolution de l'industrie financière.

La société Madoff était-elle un hedge fund ?

Non, Madoff n'était pas un hedge fund au sens juridique, car la société n'avait ni la structure ni les modes de rémunération d'un fonds. Sa société de courtage, Bernard Madoff Investment Securities LLC (BMIS), avait le statut juridique de *broker-dealer*, réglementé par la SEC, son autorité de tutelle. Tout le fonctionnement laisse croire qu'il s'agissait d'une société de courtage rémunérée uniquement sur les frais de transactions qu'elle initiait avec les sommes déposées chez elle. Il est d'ailleurs intéressant de noter que les prospectus que je connais mentionnent explicitement que le fonds peut confier des actifs à un courtier américain.

Ce qui est vrai, c'est que Madoff mettait en œuvre une stratégie d'investissement comparable à celles utilisées traditionnellement par certains *hedge funds*, caractérisée par l'achat-vente des principales actions de l'indice du S & P 100, et l'achat d'une option à la monnaie ou proche de la monnaie couvrant l'intégralité des positions contre le risque de mouvement défavorable du marché et recourait à la vente d'une autre option pour financer l'achat de la première couvrant le même montant notionnel. Typiquement, il s'agit d'un achat de titres, achat d'un *put* et vente d'un *call*.

Dans cette configuration, l'investisseur est protégé en cas de variation défavorable du marché, mais ses gains sont limités en cas de variation favorable. Les Anglo-Saxons parlent de *split/strike conversion*, une stratégie pouvant être appliquée aussi par un fonds UCITS européen dans bien des cas.

Comment fonctionnait ce système ?

Généralement de la manière suivante, au moins pour les structures hors États-Unis : les investisseurs plaçaient leur argent soit directement dans des fonds – appelés faussement *feeder funds* – gérés par une société de gestion séparée, qui ensuite déléguaient une autorisation de trading limitée en faveur de Madoff, l'autorisant à acheter soit un panachage de US Treasury Bills, soit des actions de l'indice S & P 100, avec la stratégie d'options mentionnée précédemment.



ALAIN REINHOLD, PRÉSIDENT DE REINHOLD & PARTNERS, société de conseil. Il a été directeur exécutif et membre du comité exécutif d'ADI - Alternative Investments (1999 et 2007). De 1988 à 1999, il a occupé différents postes à la Banque de Gestion Privée (groupe Crédit Agricole), notamment comme directeur général d'Euro Pacific Advisus Ltd, société de gestion. Il a créé et dirigé le GIE Transboard. Auparavant, il a passé quinze ans à la BNP, dans différents postes à la direction de l'organisation et dans le réseau. Administrateur au conseil de plusieurs *hedge funds*, Alain Reinhold a animé le groupe de travail « gestion alternative » de l'AFG pendant près de cinq ans, jusqu'en 2008. Membre du groupe d'experts de la gestion alternative mis en place en 2006 par la Commission européenne, il a aussi participé à différents travaux de l'AMF et de la direction du Trésor sur les évolutions du cadre réglementaire de cette gestion.

L'élément essentiel de cette délégation de gestion était de conférer à Bernard Madoff la liberté du timing et d'appliquer la stratégie ou pas. Un certain nombre de fonds de *hedge funds* investissaient dans les *feeder funds*. Il n'existait donc aucun lien juridique direct ou fonctionnel direct entre les investisseurs et Madoff.

Après avoir reçu les sommes investies via des *feeder funds*, Madoff devait placer leurs capitaux en US T-Bills jusqu'au moment où il décidait d'entrer tout ou partie des montants dans la stratégie. Il lui arrivait assez régulièrement de laisser l'argent en US T-Bills pour plus d'un mois. Les performances reflétaient les rendements des US T-Bills auxquels s'ajoutait le léger bénéfice sur l'écart entre le prix du *call* vendu par rapport au *put* acheté.

En outre, mais c'était généralement indiqué dans les prospectus, il pouvait fixer lui-même la valorisation des actifs qu'il gérait pour les transmettre aux *feeder funds* ou à leurs valorisateurs, ce qui facilitait le lissage de ses performances.

Que pensez-vous des performances réalisées par Madoff ?

Beaucoup d'acteurs ont d'abord parlé de cet aspect. Or, en réalité, le scandale Madoff n'est qu'accessoirement une question de performance ; les doutes ont été émis depuis longtemps, mais la durée et les contrôles donnaient un certain crédit à sa capacité à générer de la performance, même si sa régularité pouvait paraître douteuse. Aujourd'hui, nous constatons que la fraude n'est pas une simple question de performance. D'ailleurs, si tel était le cas, les pertes atteindraient 20%, 30%, peut-être 50% des capitaux gérés, mais pas les 300% évoqués ! Il s'agit certainement d'une fraude d'un autre type, et l'enquête peut nous réserver des surprises.

Quelles sont vos explications ?

La vraie question posée est que tous les acteurs, les investisseurs, les dépositaires, les auditeurs croyaient que les actifs confiés existaient dans les comptes des *feeder funds* ouverts chez leurs dépositaires.

Or, tout à coup, on nous annonce que plus rien n'existe, malgré les rapports financiers et les audits.

Cette question n'est pas liée à la transparence des *hedge funds* car, d'une part, Madoff ne gérait pas de hedge fund et, d'autre part, tous les mécanismes de fonctionnement apparaissaient dans le prospectus des fonds *feeders*. Ainsi, il était mentionné que l'argent était confié à un broker américain, que ce dernier pouvait jouer le rôle de sous-dépositaire du dépositaire, qu'il pouvait fournir des valorisations... En conséquence de quoi, personne (sans préjuger de ceux qui ont investi via des fonds de fonds) ne peut dire : « On ne savait pas. » La vraie question est celle de l'opacité des conditions de conservation des actifs par le sous-dépositaire Madoff, dont le nom n'apparaissait pas dans les présentations des *feeder funds*, ni celles des acteurs qui commercialisaient les produits Madoff.

Mais il ne faut pas croire que ce problème est unique. Toutes les banques dépositaires confient la conservation des fonds-titres à des sous-dépositaires éparpillés dans le monde, sans mention du nom dans le prospectus. Ni la réglementation ni l'usage ne donnent de précision sur ce point, mais il faut noter que la France est un cas à part, puisque les dépositaires des fonds régulés en France ont une obligation de restitution des actifs.

L'affaire Madoff doit faire réfléchir sur de meilleures pratiques des banques dépositaires en matière de transparence des conditions de conservation – ou alors se demander si l'obligation de restitution imposée en France n'a pas un sens, même si l'investisseur devrait supporter le coût de cette assurance. Elle doit aussi inciter à réfléchir sur le rôle et les responsabilités des auditeurs et des commissaires aux comptes, dont la certification doit être parfaitement diligente.

La SEC a pourtant exercé un contrôle sur la société Madoff.

C'est vrai. Le régulateur a laissé croire que tout allait bien. Tout le monde a été berné puisque tous les faisceaux de preuves « officielles » convergeaient pour laisser croire qu'il n'existait aucun problème. On est bien loin des risques de marché. Nous vivons la réalisation d'un risque bien connu des *risk managers*, le « risque d'illusion ».

Il est intéressant de constater, par exemple, que les comptes ouverts par les *feeder funds* chez BMIS respectaient pleinement les règlements en la matière, à savoir que chaque compte était bien ségrégué et non-nantissable, conformément à la règle 15c3-3 de la SEC.

Quelles sont les conséquences de cette affaire pour les prestataires de services financiers ?

L'annonce de pertes de 50 milliards de dollars a conduit les intervenants à déprécier totalement les sommes investies dans les fonds investissant chez Madoff. Mais nul ne sait si une telle valorisation à 0

Avec l'affaire Madoff, on est bien loin des risques de marché. Nous vivons la réalisation d'un risque bien connu des risk managers, le «risque d'illusion». Tous les faisceaux de preuves «officielles» convergeaient pour laisser croire qu'il n'existait aucun problème.

reflète la réalité, puisqu'une enquête est en cours pour déterminer l'ampleur de la fraude et rechercher ce qui est « récupérable ». Certains peuvent faire le pari d'un *recovery*. Mais leur céder ces créances aujourd'hui reviendrait à léser totalement les porteurs d'origine qui ne pourraient, eux, bénéficier du *recovery*. À coup sûr, ce serait une autre grande affaire.

Dans ces conditions, il est fort possible que la gestion des intérêts des porteurs initiaux – que l'on ne peut négliger dans le cas anticipé par certains d'un *recovery* au moins partiel – devienne un souci plus lourd à porter que la recherche de responsabilités des dépositaires et des auditeurs notamment.

D'un autre côté, rien aujourd'hui ne permet d'anticiper de manière objective un quelconque niveau de *recovery*. Face à tant d'incertitudes, les personnes lésées préfèrent chercher des compensations en faisant valoir leur préjudice (qui demeure, quand bien même les titres auront été cédés par les gérants), associé à une faute qu'il faut prouver, du fait d'un tiers.

À ce stade, deux sources de récupération des sommes investies peuvent être envisagées : soit M. Madoff a perdu moins d'argent que le chiffre annoncé ; soit les acteurs font appel à des avocats et organisent des procès contre les acteurs de la chaîne d'investissement susceptibles d'être jugés responsables de fautes préjudiciables.

Même si Madoff n'était juridiquement pas un hedge fund, estimez-vous que cette affaire pourrait atteindre durablement cette industrie ?

L'escroquerie Madoff est un accident très grave, comme il en a existé à toutes les époques. Ces accidents ont toujours eu des conséquences quant à l'évolution des législations et des réglementations, mais ils n'ont jamais arrêté l'évolution de l'industrie financière. En ce sens, l'affaire Madoff n'a pas le caractère systémique d'une faillite de grande banque. ►

► Néanmoins, votre question permet de s'attarder sur cette interrogation : le hedge fund est-il moins robuste que le fonds régulé en période de crise ? En pratique, nous constatons que les *hedge funds* ont globalement mieux performé que la moyenne des fonds régulés. Par ailleurs, ils contribuent tant à la liquidité des marchés qu'à la formation de prix en adéquation avec la valeur perçue des actifs traités. Or, en période de crise, ce rôle positif exercé par les *hedge funds* s'est retourné en raison du *deleveraging* (baisse du recours à l'effet de levier) et des retraits massifs, qui ont entraîné des ventes « à tout prix » avec des impacts désastreux sur les prix des actifs et la valorisation des fonds en mark to market. C'est cette spirale infernale que nous vivons encore maintenant. Il est bon de rappeler que les *hedge funds* n'ont pas été les déclencheurs de la crise financière actuelle. Ils ne sont pas non plus à l'origine des ventes massives. Le bon fonctionnement de la gestion alternative s'appuie sur le bon fonctionnement du crédit et sur la liquidité des marchés. Or, en modifiant brutalement les règles d'octroi du crédit, les banques exerçant les services de *prime broker* ou contreparties financières de *hedge funds* ont impacté les marchés, en partie via leur propre activité, en partie via les *hedge funds*, en partie enfin via les investisseurs qui ne trouvent plus de liquidités hormis par la cession d'actifs.

Là aussi, nous sommes tous victimes d'une illusion, puisque ces *prime brokers* ont toujours soutenu qu'ils mesuraient parfaitement les risques associés aux crédits qu'ils consentaient et les niveaux de levier qui en découlaient.

L'idée d'une meilleure régulation des hedge funds est aussi régulièrement évoquée. Faut-il mieux réguler ces produits financiers ?

La régulation porte principalement sur trois volets : la régulation des acteurs, celle des produits et des marchés, auxquels il faut ajouter une réglementation de la distribution.

Mieux réguler les acteurs, certainement. Il existe aujourd'hui des disparités importantes selon les pays. Et il n'est pas sain qu'au nom de la « compétitivité réglementaire », certaines juridictions aient des exigences insuffisantes sur la capacité (technique, financière...) desdits acteurs, gérants, dépositaires ou *prime brokers*. Comment ne pas être favorable – pour faire une analogie – à un renforcement d'une régulation nous assurant que le pilotage, la maintenance et le guidage des avions se font par des gens capables travaillant dans des structures certifiées.

Mieux réguler les marchés certainement aussi. Ils doivent être sécurisés et fonctionner de manière équitable pour tous. Des règles existent déjà sur les principales places pour assurer le bon fonctionnement des règlements et livraisons et pour éviter les abus. Ces marchés sont surveillés et les contraventions aux règles, sanctionnées.

Mieux réguler les hedge funds ? Peut-être, si cela se limite à un enregistrement obligatoire auprès d'un régulateur. Mais certainement pas brider, par des ratios ou des références à des actifs éligibles, les possibilités de gestion. La finance « imaginative » ne doit pas être rejetée brutalement, car l'histoire montre qu'elle est source de progrès.

La part croissante des opérations OTC (hors marché) est effectivement une question qui interpelle les régulateurs, à juste titre.

Mieux réguler les produits, et les *hedge funds* en particulier ? Peut-être, si cela se limite à un enregistrement obligatoire (différent d'un agrément) du produit auprès d'un régulateur afin qu'il dispose de moyens de contrôle, à l'image de ce qui est fait en France pour les fonds contractuels. Mais certainement pas s'il s'agit de brider par des ratios ou des références à des actifs éligibles les possibilités de gestion. La finance « imaginative » ne doit pas être rejetée brutalement, car là aussi l'histoire montre qu'elle est source de progrès. Mais ses limites s'appellent opacité et illusion, et c'est aux investisseurs de savoir se détourner de ces produits.

D'où l'importance d'une vraie réglementation de la distribution des produits financiers, déjà initiée dans la directive MIF en Europe, mais qui sera certainement renforcée.

Pour conclure, il ne faut pas oublier qu'un fonds existe d'abord parce qu'il a pu être créé, ensuite parce qu'il peut intervenir sur les marchés, et dégager une performance, enfin et surtout par la présence de clients investisseurs. À côté de la réglementation, et des références aux best practices, ce qui ressortira certainement aussi de cette période, c'est la nécessité pour chaque acteur de l'industrie de gestion d'actifs de pouvoir mettre en place et faire fonctionner une gouvernance efficace et indépendante. Bien des *hedge funds*, gérés par des gérants dûment enregistrés et effectivement supervisés par des conseils d'administration compétents et indépendants, n'ont plus rien à prouver dans ce domaine. ■