

Vers la couverture des risques systémiques?

La crise de 2008 l'a montré: toutes les classes d'actifs subissent violemment la réalisation des risques systémiques. Deux grands types de protection émergent.



SACHA J. DUPARC
Chef de la structuration et du trading
Produits structurés, BCV

Comment se couvrir en cas d'événement extrême? La question est récurrente depuis la crise financière de 2008, qui a mis en évidence la gravité des risques systémiques inhérents à l'instabilité latente des marchés de capitaux. Des analyses multicritères permettent de mieux cerner l'efficacité des solutions souvent proposées face à ce type de risques, dont la survenance dépend non seulement d'un fort endettement des systèmes financiers, mais aussi de leur étroite interdépendance.

Banques et intermédiaires financiers forment en effet une structure compliquée d'expositions mutuelles (endettements et créances croisées, corrélation et concentration des positions, non-concordance entre actifs et passifs, etc.) Elle permet à la fois une allocation localement efficiente des risques et des niveaux d'endettement plus élevés à l'échelle globale. Le risque systémique tend donc à s'accroître avec un niveau d'endettement rendu lui-même possible par la densification et l'intensification des échanges entre les entités du système. Sans oublier qu'un ensemble de régulations pro-cycliques accentue encore l'amplitude de ces chocs. La robustesse de l'ensemble du système est donc tributaire non seulement de la solidité de chacun de ses acteurs systémi-

DES VÉHICULES ALTERNATIFS ET DES SOLUTIONS OPTIONNELLES PEUVENT GARANTIR UNE VÉRITABLE COUVERTURE DES RISQUES.

ques, mais aussi d'un ensemble d'entités moins visibles, mais imbriquées de manière critique. Comme l'avait démontré l'affaire LTCM, Hedge Fund dont la faillite en 1998 avait mis en danger le système financier mondial.

En termes d'investissement, la réalisation de tout risque systémique se traduit par des mouvements brutaux et simultanés sur l'intégralité du spectre des classes d'actifs; conditions dans lesquelles peu de solutions permettent aux investisseurs de conserver leurs objectifs d'investissement initiaux. Si certaines techniques d'investissement intégrant la non-stationnarité (ou instabilité) des actifs lors de changements de régime permettent d'atténuer les effets de chocs systémiques sur les portefeuilles, seules des allocations à un sous-ensemble d'investissements alternatifs et à des solutions optionnelles peuvent garantir une véritable couverture des portefeuilles.

Afin d'identifier les stratégies les plus efficaces, nous définissons comme événement systémique une chute mensuelle de plus de 5% de l'indice S&P 500, et procédons à une étude multicritère systématique d'un vaste ensemble de solutions de couverture. Comparer à périmètre égal l'incidence de chaque solution au sein d'un portefeuille implique tout d'abord d'en établir le coût d'op-

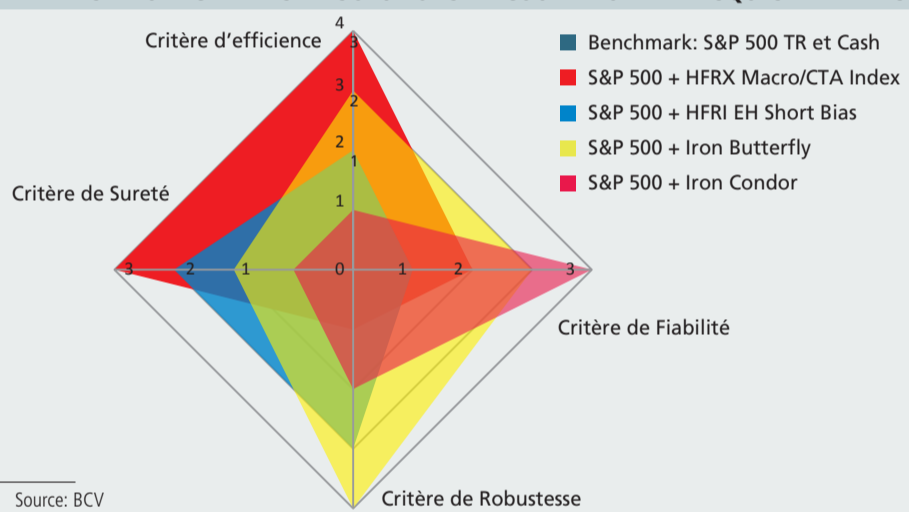
portunité. L'objectif premier est donc de parvenir à des performances moyennes identiques entre combinaisons d'actifs en période de stress. Un ensemble de critères complémentaires sont ensuite considérés, dont une mesure «d'efficience» correspondant aux variations des performances ajustées pour le risque sur tout l'historique. Les événements systémiques étant principalement représentés par l'amplitude de mouvements de baisse, des drawdowns des portefeuilles, un second critère dit de «sûreté» correspondant à une diminution de cette mesure complète le processus de sélection. Ils sont rejoints par deux autres, dits de «robustesse» et de «fiabilité», se référant aux

L'OBJECTIF EST DE PARVENIR À DES PERFORMANCES IDENTIQUES ENTRE COMBINAISONS D'ACTIFS EN PÉRIODE DE STRESS.

fréquences de surperformance et de supériorité des ratios d'information, tous deux conditionnels à la survenance d'événements systémiques.

Bien que généralement caractérisées par des primes de risque faibles, voire négatives – car très recherchées pour leur effet diversifiant –, nombre de stratégies améliorent significativement l'efficience globale des portefeuilles. Elles permettent notamment de contrebalancer les pertes subies lors d'épisodes de crises et de générer des sources de liquidités quand les ratios de rendements/risques sont les plus attractifs. Nos analyses multicritères mettent en exergue l'attrait de deux grands types de solutions: d'un côté des véhicules d'investissement alternatifs (Hedge Funds Global Macro et Short bias) et de l'autre un ensemble de solutions d'overlays optionnels systématiques (Iron Butterflies et Condors, Zero-Cost Collars). Mais elles offrent surtout la possibilité de constituer des solutions de couverture des risques extrêmes efficaces, et aux caractéristiques en parfaite adéquation avec des contraintes finement définies grâce à un ensemble de critères objectifs et intuitifs. ■

ANALYSE MULTICRITÈRES DE SOLUTIONS DE COUVERTURE DE RISQUES EXTRÊMES



THOMAS GOOSSENS, Associé
BCCC Avocats Sàrl, Genève-Lausanne

EN DROIT

Loi sur les services financiers: la LPCC dans tous ses états

Le 4 novembre 2015, le Conseil fédéral publiait son Message concernant ses projets de loi sur les services financiers (LSFin) et de loi sur les établissements financiers (LEFin). Ces textes de lois visent essentiellement à améliorer la protection des clients sur le marché financier suisse, tout en renforçant la compétitivité de la place financière suisse, par l'instauration, en matière de fourniture de services financiers, de conditions comparables pour tous les acteurs du marché (level playing field). En substance, la LSFin contient des règles de comportement transsectorielles pour tous les prestataires de services financiers et fixe les exigences en matière de prospectus et autre feuille d'information de base pour les instruments financiers, y compris les parts de placements collectifs de capitaux (PCC) et les produits structurés. La LEFin, quant à elle, régit les conditions d'autorisations ainsi que les autres exigences organisationnelles pour tous les établissements financiers – hormis les banques, lesquelles restent soumises à la loi sur les banques.

En matière de PCC, un grand nombre de dispositions figurant à ce jour dans la LPCC, comme par exemple celles régissant les gestionnaires de PCC et les directions de fonds, sont transférées, sans changement matériel, dans la LEFin. Quant à l'obligation d'autorisation des distributeurs, il est proposé de l'abandonner, le Conseil fédéral étant d'avis que leur surveillance prudentielle n'est pas justifiée du fait notamment de leur assujettissement aux nouvelles règles de comportement fixées par la LSFin.

En l'état des projets, la LPCC deviendrait donc une loi spécifique à un produit, ne réglant plus que les PCC suisses et les PCC

étrangers proposés en Suisse ou depuis la Suisse, la garde des PCC suisses et les représentants en Suisse de PCC étrangers. Quant à la notion de distribution (et sa réglementation), pierre angulaire de la LPCC révisée du 1^{er} mars 2013, elle disparaît purement et simplement des projets pour être remplacée par la notion générale d'offre (utilisée plus généralement dans la LSFin). Par voie de conséquence, la liste des exceptions à l'activité de distribution figurant à l'actuel article 3 al. 2 LPCC est également supprimée.

S'agissant des produits structurés, leur traitement est désormais régi par la LSFin, laquelle reprend pour l'essentiel le contenu des exigences figurant aujourd'hui à l'article 5 LPCC, à ceci près que l'établissement d'un prospectus conforme au nouvel article 37 LSFin est désormais rendu obligatoire.

La réglementation actuelle de la LPCC visant à protéger les investisseurs non qualifiés pour les PCC proposés en Suisse ou les PCC étrangers proposés en Suisse ou depuis la Suisse, est maintenue. La LSFin distinguant désormais entre les clients privés, professionnels et institutionnels, la LPCC révisée est toutefois adaptée à ces nouvelles catégories d'investisseurs qualifiés. Contrairement à ce qui prévaut aujourd'hui, les PCC étrangers proposés exclusivement à des investisseurs qualifiés ne sont soumis à l'obligation de désigner un représentant en Suisse que s'ils sont (également) proposés en Suisse à des clients privés fortunés au sens de la LSFin (high net worth ayant opéré un opting-out). Les PCC étrangers qui sont proposés exclusivement à toute autre forme d'investisseurs qualifiés (professionnels, institution-

nels, voire privés lorsqu'ils font l'objet d'un mandat de gestion discrétionnaire ou d'un contrat de conseil en placement établi sur le long terme et s'ils n'ont pas fait usage de leur opting-in) sont désormais libérés de toute obligation au sens de la LPCC. Bien que ceci ne constitue qu'un inventaire non exhaustif des modifications que devrait subir la LPCC d'ici 2017 ou 2018, d'aucuns pourraient s'interroger sur certains paradoxes engendrés par ces projets de lois pour l'industrie des fonds. En effet, il est pour le moins étonnant d'être passé de l'ancienne notion d'appel au public à celle de distribution en 2013, pour revenir moins d'un an après l'expiration des délais de mise en œuvre de la précédente révision, à une notion d'offre au public. Par ailleurs, les distributeurs ayant déjà sollicité et obtenu – souvent à grands frais – l'agrément de la FINMA, comme l'exige la LPCC révisée depuis le 1^{er} mars 2013, pourraient fort bien se considérer comme des «dindons de la farce». Sans compter que les allègements réglementaires liés à la nécessité pour des PCC étrangers de désigner un représentant en Suisse, s'ils sont bien venus quant à leur principe, risquent également d'être très mal perçus par ceux qui viennent à peine de démarrer une activité de représentant sur la foi de la révision de 2013.

Enfin, l'articulation de certaines dispositions entre elles, notamment l'applicabilité aux PCC des exceptions générales à l'obligation de publier un prospectus dans certains cas d'offre au public énumérés dans la LSFin, mériterait des clarifications. Bref, il y a fort à parier que ces projets seront encore apremment débattus dans les mois à venir. ■