

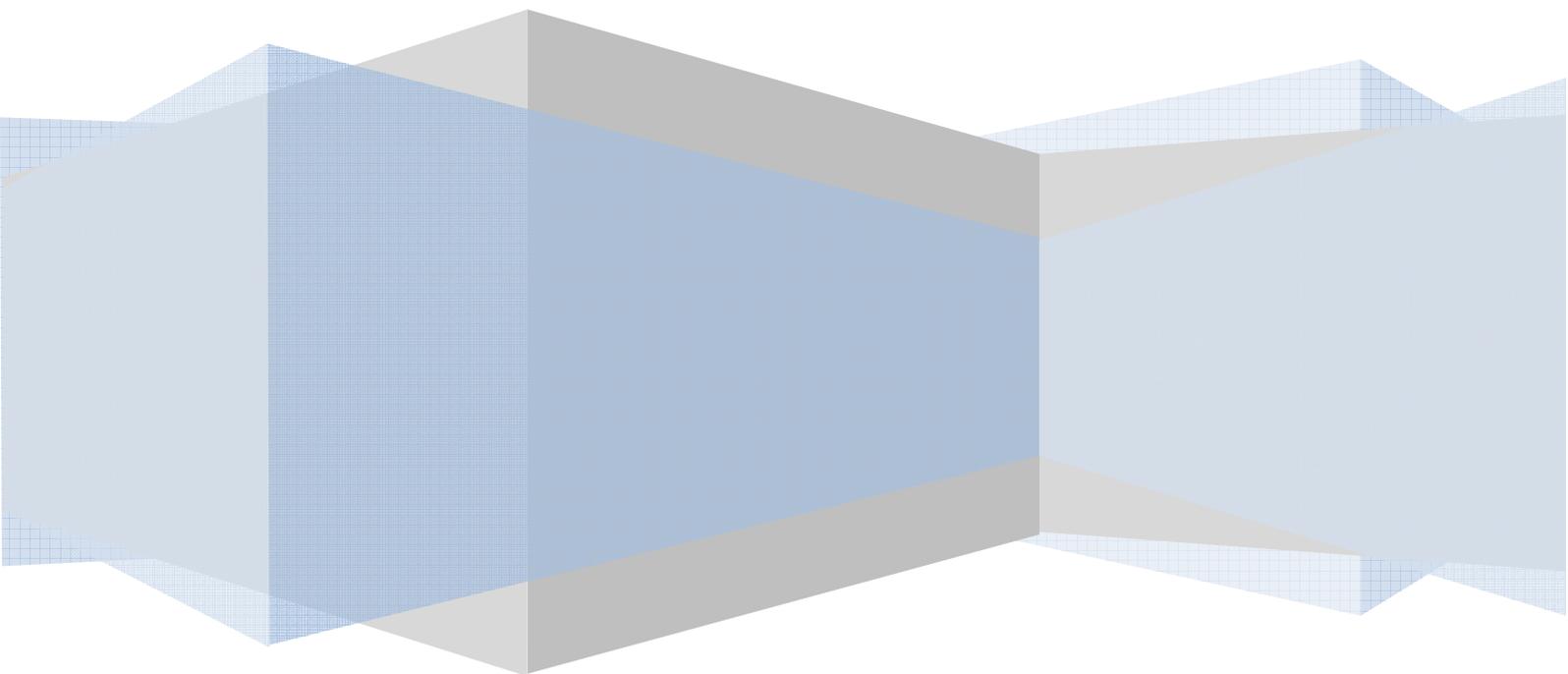
Université Paris 1 Panthéon-Sorbonne

Hedge Funds

Caractéristiques, risques, régulation

Marion Barre, Guillaume Bouvard, Morgan Rossi

Théorie et Politique monétaire, TD



Sont-ils si mauvais qu'on veut nous le faire croire ?

TABLE DES MATIÈRES

Introduction

1. Qu'est ce qu'un Hedge fund ?

- 1.1. Définitions
- 1.2. Pourquoi ?
- 1.3. Qui sont les acteurs ?
- 1.4. Que font les Hedge Funds ?
 - 1.4.1. Quels outils ?
 - 1.4.2. Quelles stratégies d'investissement ?

2. Hell ou hedge fund ?

- 2.1. Apport des hedge funds aux marchés financiers
 - 2.1.1. L'efficience de marché
 - 2.1.2. Une meilleure répartition des risques
 - 2.1.3. Un apport de liquidité
 - 2.1.4. La promotion des innovations financières
 - 2.1.5. Une opportunité de diversification de portefeuille
- 2.2. Hedge funds et stabilité financière
 - 2.2.1. Fraude, délits d'initié et spéculation
 - 2.2.2. La montée du risque systémique

3. Faut-il réglementer les Hedge funds ?

- 3.1. La nécessité d'une réglementation au regard de leur risque
 - 3.1.1. La protection des investisseurs : risques microprudentielles
 - 3.1.2. La stabilité systémique
 - 3.1.3. La dynamique du marché
- 3.2. Différentes approches en matière de régulation et leurs problèmes
 - 3.2.1. Les approches radicales
 - 3.2.2. La régulation directe des fonds
 - 3.2.3. La régulation indirecte via les contreparties avec lesquelles ils traitent
 - 3.2.4. La régulation par le marché
- 3.3. Avancés en matière de régulation

Conclusion

« Dans une petite pièce sur les rives de la Tamise, dans de vieux docks, Meg Ryan et Jamie Lee Curtis profitent de l'air conditionné. Toute la journée, elles calculent, analysent et envoient des ordres à 17 ou 18 traders à l'écart. Non, les actrices américaines n'ont pas démarré une deuxième carrière. Meg et Jamie sont les noms de deux des serveurs d'ordinateurs au siège d'ACHL, filiale de Man Group., l'un des plus gros groupe de hedge funds dans le monde. »

Philip Coggan, *Guide to Hedge Funds*, The Economist

Cet extrait cocasse du livre de Philip Coggan résume en lui seul l'ignorance qui règne autour du petit monde des hedge funds. Une étude récente de la *Securities and Exchange Commission* (SEC), le gendarme de la bourse américaine, est même éloquente. Selon elle, aucun pays n'a de définition formelle du terme hedge fund en 2006 malgré une importance croissante de leur rôle dans la finance mondiale (environ 1% des actifs financiers aujourd'hui). On est alors en droit de se poser la question suivante, la méconnaissance des hedge funds justifie-t-elle les critiques récentes, mais non moins récurrentes, dont ils sont victime depuis la crise des subprimes ? Au premier abord on pourrait répondre que oui. Georges Soros, l'homme qui fit sauter la banque d'Angleterre en 1992, la faillite du fonds LTCM en 1998 ou encore les faillites récentes d'Amaranth ou de Carlyle Capital Corp. sont quelques uns des faits marquant imputables aux hedge funds. Mais sont-ils alors pour autant aussi nuisible qu'on veut bien nous le faire croire ? La théorie tout comme l'empirie économique et financière sur le sujet se veut quant à elle beaucoup plus rassurante. Pour les investisseurs, la première raison invoquée provient de la définition même du mot « Hedge » qui signifie « se couvrir ». En effet, les hedge funds, dont le premier fut créé en 1949 par Alfred Winslow Jones (Wikipedia), sont nés de la volonté des investisseurs de couvrir leurs portefeuilles de titres financiers. Ce n'est pas là leur seul argument. En effet, forte rentabilité et faible volatilité ont fortement contribué à leur succès ces dernières années. Sur le plan macroéconomique, ils ont également certaines vertus en renforçant notamment l'efficacité des marchés financiers.

Tout au long de ce dossier de synthèse, nous allons donc essayer de proposer une vision claire du phénomène hedge fund en trois actes. En premier lieu, nous essayerons de définir aussi simplement que possible qui ils sont et ce qu'ils font. Nous traiterons ensuite des questions relatives aux avantages et aux risques qu'ils procurent. Enfin nous verrons pourquoi il est aujourd'hui question de les réglementer.

1. Qu'est ce qu'un hedge fund ?

Comme on a pu le voir précédemment, il n'existe pas aujourd'hui de définition formelle dudit terme. Il existe néanmoins deux définitions sur lesquelles on peut s'appuyer sans se tromper.

1.1. Définitions

La première définition provient de la banque de France, publiée dans un numéro spécial d'avril 2007 de la *revue de la stabilité financière*. « Les hedge funds sont 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. » Il est aussi possible d'emprunter à Daniel Capocci (*introduction aux hedge funds*, Economica) la définition suivante: « Un hedge fund est 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 institutionnelle ». Les hedge funds peuvent alors être assimilés à une variante des OPCVM à ceci près qu'ils ne font pas appel à l'épargne publique, d'où l'absence de réglementation. On appréciera dans ces deux définitions la redondance de termes que l'on définira plus en avant dans ce dossier comme l'effet de levier ou la vente à découvert (position courte ou « short » dans le jargon). Mais il est tout à fait possible de définir un hedge fund par ce qu'il n'est pas, évitant ainsi quelques confusions possibles pour le régulateur. Il se distingue d'un « mutual fund » (fonds d'investissement classique) et de son plus proche cousin, le fonds de « private equity » (fonds de capital-investissement), en n'investissant pas dans des entreprises non cotés et en recherchant une

performance absolue, désindexée de tout indice de référence de type CAC 40 ou autre. Il vise ainsi la préservation du capital grâce à des techniques de couverture. Il se caractérise aussi par une très grande diversité d'investissement avec pas moins de 14 stratégies distinctes. Elles même très hétérogènes. En effet, chaque fonds privilégie en général une seule stratégie d'investissement, cependant, au sein même d'une stratégie chaque fonds aura sa propre méthode de gestion, différente de celle des autres, et dépendant du tempérament du gérant. Il est généralement admis qu'aucun hedge fund ne se ressemble ou presque. Certains prenant des risques incommensurables certains les contrôlant soigneusement. D'uns se pavanant dans la presse alors que d'autres seraient mortifiés à l'idée de paraître dans le Wall Street Journal ou dans le Financial Times.

1.2. Pourquoi ?

Avant de s'évertuer à déterminer ce que font les hedge fund il peut être intéressant de connaître dans quels contexte ils évoluent. Les hedge funds sont apparus dans les années 1950 de la volonté des investisseurs de couvrir leur portefeuille d'actions. C'est là leur vocation première et encore de nos jours leur principal attrait. Néanmoins, là ou à l'époque ils se couvraient en achetant des instruments financiers à terme, les mutations financières les ont tournés vers les produits dérivés. Permettant ainsi fort rendement et faible volatilité. Les mécanismes de couverture étant supposés connus du lecteur. Cependant, dans le cadre des hedge funds le fort retour sur investissement découle d'un meilleur choix d'actifs (produits structurés complexes, produits dérivés, matières premières, ...etc.) ou de procédés de *trading* très évolués (effet de levier, vente à découvert, arbitrage, ...etc.). La faible volatilité provient quant à elle d'une grande diversification des actifs, d'une gestion dite active (forte rotation du portefeuille) et pour certains d'un contrôle poussé des risques et l'emploi de techniques de couvertures.

Mais ce ne sont pas là les seuls avantages de ces placements. S'il est vrai que les hedge funds se sont développés à cause d'une macroéconomie poussant les investisseurs à trouver des placements plus attractifs (faiblesse des taux d'intérêts, développement d'outils de couverture, avènement de véritables experts de la finance), il ne faut pas négliger le fait qu'ils sont aussi dépourvus de toute réglementation. On ne peut donc s'empêcher de les assimiler au phénomène récurrent de fuite de la réglementation tel que le décrivent Dominique Plihon, Robert Boyer et Mario Dehove. C'est ainsi qu'à ce titre se sont développés les marchés de l'eurodollar dans l'immédiat après guerre (pour le plaisir de certains gouvernements et dictateurs peu scrupuleux), durant les trente glorieuses avec l'essor des paradis fiscaux, ou aujourd'hui avec les opérations hors bilan des banques commerciales et la frénésie d'innovations financières. Les hedge funds ne sont pas pour autant dénués de bon sens et nous essayerons de le montrer au fil des pages.

1.3. Qui sont les acteurs ?

Tout le monde les connaît sans les connaître. Cette petite phrase résume bien le mystère qui règne autour de cette industrie. En effet, tout le monde connaît le nom d'au moins une grande banque internationale comme Goldman Sachs, Barclays ou Crédit Agricole. Malgré cela, l'adjonction des noms de Georges Soros ou John Meriwether (fondateur de LTCM) provoque la confusion. Au final on ne sait pas trop qui ils sont et ce qu'ils font. Nous le détaillerons dans le paragraphe suivant. Une récente étude de Greenwich Associates en 2007 détaille la répartition relative des trois grands types d'intervenants. 21% des actifs sont détenus par de riches investisseurs (High Net Worth), 25% par des investisseurs institutionnels (banques, assurances), 25% par des fonds de fonds (fonds comprenant plusieurs hedge funds en portefeuille) pouvant être détenus par les deux catégories citées ci-dessus, le reste étant détenue par une multitude d'investisseurs que Greenwich Associates ne détermine pas réellement. Parmi les plus célèbres, nous citerons,

AQR Capital Management détenu par quatre anciens employés de Goldman Sachs : Cliff Asness, David Kabiller, Robert Krail et John Liew. Le fonds gère près de 10 milliards de dollars en hedge fund, principalement en utilisant la stratégie de l'Event Driven.

Bridgewater Associates l'un des plus gros hedge fund au monde qui gère près de 30 milliards de dollar, son manager est Ray Dalio

Cerberus Capital Management a été créé en 1992 par Stephen Feinberg. Il a été sous les feux des projecteurs pour avoir recruté des pointures de la finance mondiale comme John Snow et Dan Quayle mais aussi pour avoir racheté Chrysler le géant de l'automobile. Ses actifs sont estimés à 16 milliards de dollar.

ESL Investments du nom d'Eddie S. Lampert son fondateur fut créé en 1988. Il est lui aussi un ancien de Goldman Sachs. Son fonds est connu pour avoir racheté Sears, l'un des plus gros détaillants américains et gère plus de 18 milliards de dollar. Lampert se calque sur les techniques de Warren Buffett, il fut kidnappé en janvier 2003.

Goldman Sachs la banque d'investissement américaine gère directement quelques hedge funds comme Global alpha ainsi que des fonds de fonds. La société gère plus de 32 milliards de dollars sous forme de hedge fund.

Long Term Capital Management, créé par John Meriwether n'existe plus et est connu comme le fonds qui a déjà « bousillé » (« wrecked ») le système.

Man Group est le plus gros gérant de hedge fund au monde avec 61 milliards de dollar d'actifs. Le groupe détient notamment les fonds AHL, Glenwood et RMF.

Renaissance technologies détient certainement le hedge fund le plus performant au monde, Medallion. Son manager Jim Simons, un mathématicien primé, a gagné plusieurs fois près de 2 milliards de dollar de primes par an. Le fond se permet même d'être plus deux fois plus cher que ces concurrents en facturant 5 et 44 au lieu de 2 et 20 (prime de gestion annuelle et part des profits)

Soros Fund Management de son fondateur Georges Soros. L'un des plus grands noms de la finance mondiale (lire l'introduction). Il managea l'un des plus gros hedge fund dans les années 90 en spéculant sur les monnaies (livre sterling, ringgit).

1.4. Que font les hedge funds ?

Les Hedge funds sont principalement de nos jours des fonds spéculatifs avec des objectifs de rentabilité à court terme, quelques semaines voire quelques mois, destinés à des investisseurs avertis du fait de la complexité des stratégies et des risques encourus. Ils utilisent pour la plupart des actions, mais certains n'utilisent aucun titre et se spécialisent dans le trading d'options, de titres purement électroniques (CFD ou autres) ou de matières premières. Ils sont d'ailleurs vivement critiqués, et à juste titre, sur leur impact dans la flambée des cours du pétrole, du colza ou de certaines autres denrées alimentaires comme le blé ou le riz depuis le début de l'année 2008. Ils ne sont cependant pas les seuls responsables. Une charte de bonne conduite est d'ailleurs à l'étude par la commission européenne, le FMI et les autres instances internationales, affaire à suivre.

On dénombre aujourd'hui près de 10 000 hedge funds à travers le monde pour un encours total estimé entre 2 000 et 2 500 milliards de dollars, représentant une infime partie des actifs totaux mondiaux (globalement entre 1% et 5% en fonction des estimations). Selon la banque UBS, se basant sur une étude de Morgan Stanley, sur une période allant de 1990 à 2006, les hedge funds ont un rendement estimé de 9,92%¹ par an ainsi qu'une volatilité de 5,49%. Des chiffres à comparer avec un rendement et une volatilité de 5,82% et 13,97% pour l'indice mondial des valeurs mobilières de Morgan Stanley, le MSCI. Cependant, ces chiffres sont à tempérer du côté des hedge funds et ce pour deux raisons essentielles ; ils ne sont pas obligés de publier leurs performances et un taux de mortalité élevé tendent à biaiser les chiffres en leur faveur.

1.4.1. Les outils

Les hedge funds utilisent couramment trois types d'outils dans leur gestion. Le premier d'entre eux est la vente à découvert, qui permet de spéculer sur la baisse d'un titre moyennant le paiement d'une prime au prêteur des titres mais aussi, de se couvrir d'une position longue sur un indice boursier. Le deuxième outil de prédilection des hedge funds est l'effet de levier, terme du

¹ L'indice Crédit Suisse est similaire, 10,29%

siècle selon Patrick Artus (Les Echos, *Un siècle d'économie*). L'effet de levier est multiple et les hedge funds ne se privent pas de les cumuler. En effet, l'effet de levier leur permet d'une part de profiter de la différence entre emprunter de l'argent à bas prix auprès des primes brokers (point de liaison avec les banques) et son placement dans des actifs qui rapportent plus mais aussi, il permet de démultiplier l'exposition à un titre. Un exemple simple est les contrats sur Futures. Lors d'un contrat de 100 million de dollars, le contractant ne doit déposer que 10% du montant du contrat en garanti (soit 10 million de dollars en appels de marges) auprès de la chambre de compensation, mais profite de la variation de l'ensemble des titres à hauteur de 100 millions de dollars. L'effet de levier est ici de 10 :1. Enfin, une autre vision possible du levier provient d'une position de couverture. Prenons l'exemple suivant : un gérant effectue une vente à découvert de 10 millions de manière à couvrir une exposition au marché de 10 millions. L'exposition au marché finale est donc de 0 (i.e. Beta neutral). Le levier est de 2 :1. Enfin dernier outil d'usage des hedge funds et l'*active trading* ou gestion active. Il s'agit de faire tourner massivement le portefeuille de titre en gérance afin de profiter d'un maximum d'opportunités. Cet outil dépend toutefois de la différence entre les gains liés à cette stratégie et l'augmentation des coûts de transaction (frais de courtage et dérivés).

1.4.2. Les stratégies

Cette partie se propose de donner une vision non exhaustive des différentes stratégies d'investissement recensées par le Crédit Suisse en matière de hedge fund², classées par ordre d'importance. De plus, chaque stratégie peut faire l'objet d'une définition, d'une mise en place, d'un détail des enjeux et enfin d'un *track record* (performance, volatilité et corrélation aux indices boursiers), à l'aide des ratios de Sharpe, de Sortino, de Stutzer ou Omega (Keating et Shadwick, 2002). Ces ratios sont utilisés en raison de l'asymétrie de la structure des rendements des hedge funds (Skewness positive ou négative selon la stratégie employée). Nous n'entrerons malheureusement pas plus dans les détails, par manque de formation et de temps, mais pour un futur gérant de fonds ces études sont le minimum syndical !

Long Short Equity ou Equity Hedge (29% des encours)

Le principe est d'acheter (long) des actions sous-évalués et d'être court (vendre) sur des titres surévalués et ainsi profiter d'une baisse anticipée. La mise en place se fait par une prise de couverture pour éliminer le risque de marché sur une position (longue ou courte) ou par du pair trading qui consiste à jouer le spread (la fourchette entre deux prix, souvent le bid et l'ask) entre deux titres, en combinant un long et un short. Les enjeux de cette stratégie sont multiples car elle combine un investissement souvent classique mais est surtout mieux comprise des investisseurs. Elle est devenue ainsi la stratégie la plus répandue à travers l'industrie des hedge funds.

² Le crédit Suisse dénombre quatorze différentes stratégies.

L'Event Driven (14% des encours)

En français « gestion événementielle », elle vise à profiter des différentes opportunités liées aux événements importants de la vie d'une entreprise. On peut penser aux recapitalisations, réorganisations, fusions, acquisitions, etc. Cette tactique d'investissement se décompose en trois sous-parties : le *distressed debt* (faillite de sociétés), le *risk arbitrage* (fusions/acquisitions) et le *special situations* qui regroupe le reste des opportunités.

L'Arbitrage (13% des encours)

Le relative value arbitrage est une stratégie visant à profiter d'anomalies dans les prix de différents actifs (actions vs obligations), voire du même actif coté sur différentes places boursières. Il est aussi possible de faire de l'arbitrage de taux d'intérêt en profitant des différences sur les courbes de taux, on pensera notamment au fonds LTCM dans les années 1990. Cette stratégie extrêmement quantitative dépend donc de la qualité du modèle. John Meriwether en a déjà montré les limites. Cette stratégie tend à se redéployer car son désintéressement à la fin des années 1990 a permis à de nombreuses opportunités de se créer depuis.

Le Global Macro (11% des encours)

Cette stratégie a fait les beaux jours de certains fonds dans les années 1990, notamment Quantum et Jaguar, mais dû à certaines faillites et à une certaine opacité, elle a aujourd'hui une représentation amoindrie. Les gérants macros suivent des valeurs macroéconomiques fondamentales telles que le taux d'intérêt, un indice boursier, des politiques fiscales et opèrent de façon très opportuniste. En effet, le gérant va parier sur une hausse (r. une baisse) sur une valeur fondamentale s'il calcule que celle-ci s'écarte à la baisse (r. à la hausse) de sa valeur fondamentale de 2, voire plus, écart-types. Les sommes peuvent être importantes au point de provoquer, elles mêmes, le retournement de tendance.

Le Distressed (5% des encours)

Le but est d'investir dans des entreprises en difficultés. Les difficultés sont principalement de trois types : déficit d'exploitation, aspect légal ou mauvaise équipe de gestion. L'entreprise cherche alors à s'arranger avec ses créditeurs ; en l'occurrence une aubaine pour les hedge funds. La notation est généralement de CCC pour les titres, cela nécessite alors une bonne connaissance de l'entreprise et du type de faillite. L'investisseur va alors restructurer le capital de l'entreprise et profiter d'une revalorisation des actions. Il y'a deux façons de faire du *distressed*, en investissant de manière absolue (profiter de la revalorisation des titres) ou relative (arbitrage de structure de capital).

Pour ne citer que quelques unes des stratégies restantes, on mentionnera l'equity market neutral (β neutre en marché action), le short biased (short sur action), l'émerging market (utilise des actions à fort potentiel dans les pays émergents), etc.

2. Hell ou hedge Funds ?

Les hedge funds souffrent auprès du public d'une très mauvaise réputation. Ils sont accusés de déstabiliser les marchés financiers en adoptant des comportements spéculatifs, de troubler la gestion des entreprises dans lesquelles ils prennent des participations par leurs objectifs court-termistes, etc. Sans doute cette réputation n'est elle pas complètement usurpée. Pour autant, parmi les observateurs plus avertis, la plupart d'entre eux leur reconnaissent un certain nombre de qualités et considère que le lien entre hedge fund et instabilité financière est loin d'être automatique. Il apparaît donc nécessaire de mieux identifier les apports des hedge funds au système financier et les risques qu'ils font peser sur celui-ci avant d'envisager une quelconque forme de régulation de ces entités.

2.1. Apport des hedge funds aux marchés financiers

Avant de s'interroger sur le bien-fondé des critiques adressées aux hedge funds, il faut tout d'abord souligner les nombreux mérites que l'on peut leur attribuer qui conduisent à un fonctionnement plus efficace des marchés financiers tant en terme d'allocation du capital que de répartition des risques. Cette revue des avantages des hedge funds nous permettra aussi de mieux comprendre la place qu'ils occupent au sein du système financier et les relations qu'ils entretiennent avec les différentes institutions financières.

2.1.1. L'efficacité des marchés

La contribution des hedge funds à l'efficacité des marchés est sans doute l'argument le plus souvent avancé par les défenseurs des fonds alternatifs.

La théorie de l'efficacité des marchés est apparue dans les années 1960 avec le développement de la finance moderne. Selon l'économiste américain E. Fama, considéré comme le

fondateur de la théorie de l'efficience des marchés, un marché est efficient « *s'il reflètent immédiatement toute l'information disponible* ». E. Fama insiste ici sur le concept d' « efficience informationnelle » des marchés qui est à distinguer de l' « efficience allocationnelle » (allocation des fonds vers les meilleurs investissements) même si ces deux formes d'efficience sont intimement liées. L'efficience « informationnelle » apparaît comme une condition de l'efficience « allocationnelle » des marchés. Notons que sur un tel marché il n'existe plus d'opportunités d'arbitrage rentables et que la valeur des titres est égale à leur espérance de rendement ajusté au risque.

En théorie, les marchés ne sont efficients que sous certaines conditions qui sont à rapprocher des hypothèses de concurrence pure et parfaites. Parmi celles-ci, on retrouve l'idée d'anticipation rationnelles des agents (rationalité parfaite), d'information gratuite et directement disponible (information parfaite), absence de coûts de transaction et liquidité parfaite (atomicité des agents), En pratique, on considère qu'un marché est efficient si, d'une part, il existe une structure qui assure la mise en relation des offreurs et demandeurs de façon efficace ; c'est-à-dire avec un certain niveau de concurrence et en recherchant au maximum les « convergences » entre offreurs et demandeurs de capitaux. L'efficience exige d'autre part que certains opérateurs acceptent de supporter des coûts liés à la recherche d'information et prennent le risque d'agir sur la base de ces informations dans l'espoir de réaliser un bénéfice, une plus value. Ces opérations font en effet évoluer le marché participant ainsi au processus de découverte des prix. On soulève ici le « paradoxe de l'efficience des marchés » (S. Grossman et J. Stiglitz, "On the impossibility of informationally efficient markets", *American Economic Review*, juin 1980) dans la mesure où un marché n'est efficient que si certains agents considèrent que les marchés sont inefficients et n'évaluent pas toujours les actifs à leur « valeur fondamentale »

De par leur stratégie d'investissement, les hedge funds participent activement à ce processus de découverte des prix. En effet, ceux-ci cherchent systématiquement, comme en témoigne la gestion active de leur portefeuille, à exploiter les écarts injustifiés entre le cours des titres et leur « valeur fondamentale ». Pour ce faire une part importante de leur activité est consacrée à la recherche de nouvelles informations et à leurs traitements. En agissant de la sorte, les hedge funds permettent une prise en compte plus complète de l'information par les prix garantissant que ceux-ci seront des signaux fiables pour guider les décisions d'investissement. Si les hedge funds acceptent de supporter les coûts liés à la recherche d'information ce n'est que parce que l'exclusivité de l'information dont ils disposent leur permettra de réaliser des bénéfices. Ainsi l'efficience des marchés justifie au moins en partie l'opacité des hedge funds car s'ils étaient plus

transparents et divulguaient leur stratégie d'investissement ils révélerait indirectement les informations dont ils disposent et ne seraient donc plus inciter à en rechercher.

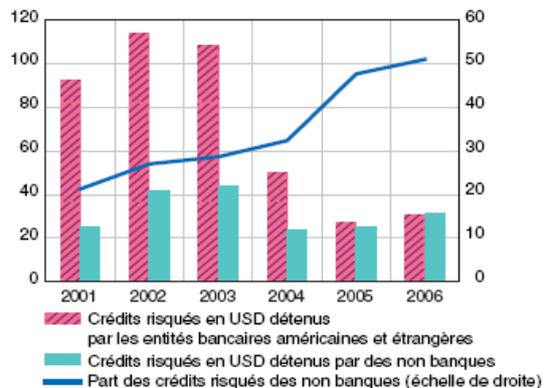
2.1.2. Un meilleure répartition des risques

L'hétérogénéité des profils de risques présents sur le marché favorise une meilleure allocation du risque par le marché. Les agents ayant une forte aversion au risque pourront en effet trouver sur les marchés d'autres opérateurs qui seront prêt dans l'espoir de gains substantiels à assurer les risques que ces derniers supportent. Or, par leur faible aversion aux risques les hedge funds amènent justement un profil de risque différent sur les marchés financiers. Cela devrait ainsi permettre sa meilleure répartition entre les différents opérateurs financiers et par ce biais favoriser la stabilité du système financier.

Les deux principaux bénéficiaires du développement de l'activité des hedge funds sont les banques et les compagnies d'assurance. Les hedge funds jouent en effet un rôle croissant sur les marchés de dérivées de crédits qui permettent aux banques de transférer par des opérations de titrisation le risque de crédit qu'elles supportent. Leur rôle est particulièrement important sur les segments les plus risquée de ces marché concentre sur les crédits les plus risqués. Ainsi en 2006, plus de la moitié des crédits risqués émis en dollars est détenue non par les banques mais par des institutions non financière au premier rang desquels les hedge funds (graphique 1). Les assureurs font eux aussi de plus en plus appel aux hedge funds qui complètent la réassurance dans des domaines pour lesquels les assureurs ne disposent pas de suffisamment de financement tels que les risques aigus de catastrophe. Certains hedge funds n'ont d'ailleurs pour unique vocation que l'investissement dans le risque assurantiel. Cela s'observe au travers du développement de la titrisation assurantielle qui comprend des titres tel que les obligations catastrophes. Si les encours des insurance-linked securities (" solutions de transferts de risques ") ne dépassent pas 30 milliards d'euros aujourd'hui, les spécialistes du secteur comme Swiss Re estiment qu'ils pourraient 400 milliard euros d'ici une dizaine d'année.

Cette plus grande mutualisation des risques permise par les hedge funds est de nature à stabiliser les marchés. Supportant une partie du volume croissant des risques de crédit et de catastrophe aux côtés des banques et des assureurs, ils soulagent les établissements qui jouent traditionnellement le rôle d'« amortisseur » dans le système financier ce qui peut endiguer la propagation des préjudices causés par les récessions, les crises de crédit ou les catastrophes naturelles.

Les entités hors banques détiennent une part croissante des crédits risqués
 Classification totale : banques américaines et étrangères par rapport aux non banques
 (en milliards de dollars) (en %)



Source : Federal Reserve Board, Shared National Credit Examinations

2.1.3. Un apport de liquidité

La liquidité d'un marché correspond à la possibilité pour un investisseur d'effectuer une transaction au prix affiché et pour un volume important sans affecter le cours du titre.. Elle est d'autant plus forte que le nombre de titres admis sur le marché est important et que la fréquence des transactions est élevée. La liquidité est essentielle au bon fonctionnement des marchés financiers. Elle assure tout d'abord une valorisation correcte des produits financiers par les marchés et garantit ainsi leur « efficacité informationnelle » (d'un point de vue théorique la liquidité parfaite est d'ailleurs l'une des hypothèses sur laquelle est construite la théorie de l'efficacité des marchés). Dans un environnement comptable de plus en plus dominé par une logique de « mark to market », il est aisé de percevoir l'importance que revêt de nos jours la liquidité des marchés. Celle-ci favorise ensuite la stabilité financière en réduisant la volatilité des cours (nous verrons dans la seconde section de cette partie les conséquences désastreuses que peuvent avoir les crises d'illiquidité de marché).

Le surplus de liquidité qu'apportent les hedge fund aux marchés financiers constitue l'un de leurs apports les plus évidents aux marchés financiers. Selon Christian noyer, gouverneur de la banque de France, ils représentent près de 40% du volume des transactions quotidiennes sur les grandes place financière. Dans un rapport paru en 2006, (US Securities & Exchange Commission, "Testimony concerning the regulation of hedge funds"), la SEC reconnaissait quant à elle que les hedges funds représentait 30% du volume des transactions sur les actions aux Etats-Unis. Mais c'est encore une fois sur les marchés complexes et innovants où ils sont particulièrement actifs que l'influence des hedge funds est la plus sensible. Ainsi, selon Greenwich associates, Ils représentaient en 2006 plus de 55 % du volume total de négociation des dérivés de crédit. On peut penser que sans

le surplus de liquidité fourni par les hedge funds sur ces marchés, le phénomène de titrisation qui est l'une des caractéristiques majeures de l'évolution du système financier ces deux dernières décennies n'aurait pas connu une telle ampleur.

C'est aussi en période de tensions sur les marchés financiers que le surplus de liquidité fourni par les hedge funds est particulièrement bénéfique. En effet, si le cours d'une monnaie ou d'un titre sur le marché s'écarte fortement de sa valeur « fondamentale », les hedge funds recherchant et des opportunités d'arbitrage et ayant une faible aversion au risque sont plus susceptibles que n'importe quel autre opérateur de prendre des positions « à contre courant », favorisant ainsi le retour des prix des actifs à leur « vraie » valeur. En outre les interventions des hedge funds seront d'autant plus rapides et importantes (et donc « efficace ») qu'ils pratiquent une gestion active de leur portefeuille, disposent de ligne de crédit auprès des banques et qu'ils n'hésitent pas à recourir à l'effet de levier. Encore une fois, l'activité des hedge funds apparaît par certains aspects comme favorable à la stabilité financière.

2.1.4. La promotion des innovations financières

Les impératifs de rendements élevés, le besoin d'instruments de couvertures de plus en plus élaborés et l'intense concurrence à laquelle se livre les hedge funds les placent à la pointe de l'innovation financière. Ce faisant ils favorisent sa diffusion à l'ensemble du système financier contribuant ainsi à le rendre plus efficace

La promotion de l'innovation financière par les hedge funds s'observe tout d'abord par le rôle essentiel qu'ils jouent sur l'ensemble des marchés complexes et innovants. Ils ont notamment permis le développement des opérations de titrisation et, ce faisant, contribué à l'élaboration d'une nouvelle architecture du système financier dans laquelle l'allocation et la distribution du risque ne se fait plus seulement au sein du bilan des banques. La participation des hedge funds à l'innovation financière se fait aussi de façon plus « active ». Une importante activité de recherche est ainsi menée au sein des hedges funds. Leurs travaux visent principalement à la définition de nouvelles stratégies d'investissement et à l'élaboration de modèles complexes permettant de déceler les anomalies de marché.

2.1.5. Une opportunité de diversification de portefeuille

Les hedge funds constituent aussi en eux même une innovation financière. En effet, dans la mesure où ils constituent un nouvel actif financier avec des caractéristiques propres en terme de rendement et de risque, ils peuvent être considérés comme une innovation « produit ». Les hedge funds apportent ainsi aux investisseurs une nouvelle opportunité de diversification de leur

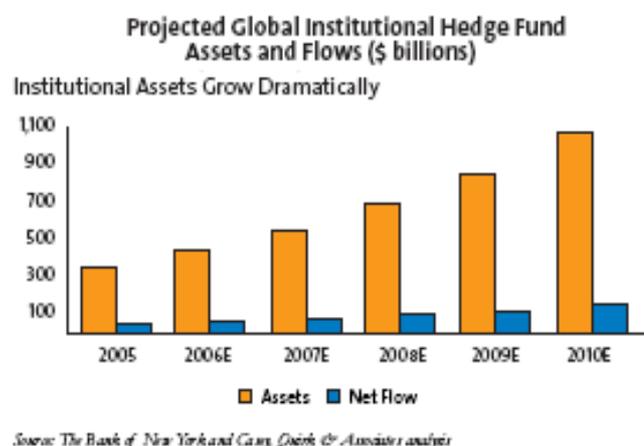
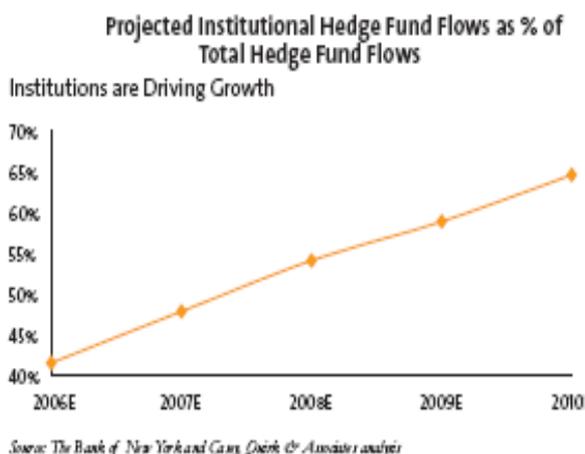
portefeuille. Par leur plus grande diversification ceux-ci devraient être globalement moins risqués. L'opportunité offerte par les hedge funds est d'autant plus intéressante que contrairement à la majorité des produits financiers ils ont des objectifs de performance absolue.

L'attrait des hedge funds pour les investisseurs est confirmé dans les faits. En effet, Même si l'essentiel de leurs ressources provient encore de particuliers fortunés, les banques et les investisseurs institutionnels (fonds de pension, fondations, compagnies d'assurance...) ont fortement augmenté leur participation au sein des hedge funds. Cette évolution a bien sur été permise par l'hausse des investissements directs de ses institutions dans les hedge funds mais aussi par le développement des fonds de fonds (structures de placement collectif qui allouent des actifs à plusieurs hedge funds) dans lesquels elles ont massivement investie. Au final, les investisseurs institutionnels ont réalisé en 2006 plus de 40 % des entrées nettes de capitaux dans les hedge funds contre seulement 11 % en 2002 et ce chiffre devrait continuer à progresser. Selon christian noyer ils représenteraient aujourd'hui près de 30% du totale des sommes investies dans les hedge funds.

L'intérêt porté aux hedge funds ne concerne pas seulement les banques et les investisseurs institutionnels. De plus en plus de produits, tel que ceux proposés par les fonds de fonds, se proposent de répliquer les performances des hedge funds. Ceux-ci de rendent possibles pour les investisseurs moins fortunés les placements dans les hedge funds qui leur était autrefois inaccessible en raison de l'important ticket d'entrée -100 000 dollars minimum aux Etats-Unis, en France des barrières réglementaires imposent des montant de l'ordre de 125 000 à 250 000 euros pour l'investissement direct ans les hedge funds. Il est ainsi aujourd'hui devenu possible pour un plus grands nombre d'épargnants d'investir individuellement dans le secteur des hedge funds.

Graphique 2 :

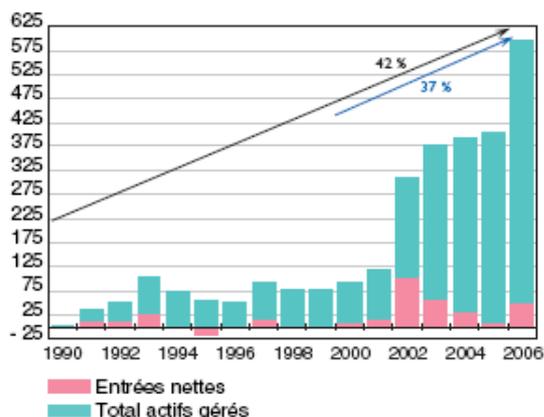
Graphique 3 :



Graphique 4 :

Croissance des actifs gérés par les fonds de fonds

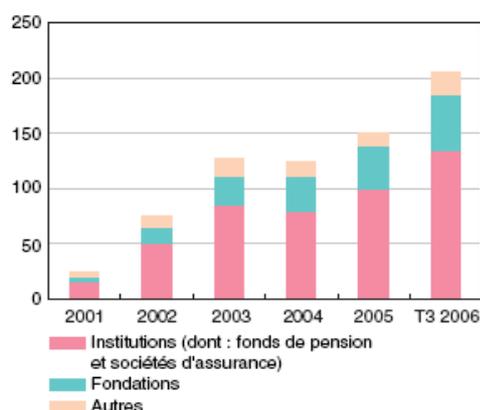
(en milliards de dollars)



Graphique 5 :

Sources des capitaux institutionnels des fonds de fonds

(en milliards de dollars)



Source : Goldman and Sachs Prime Brokerage survey (2006)

Il apparaît au final que les hedge funds sont devenu un acteur majeur du système financier dont ils influencent fortement le développement par leur contribution à l'innovation financière. Il semblent globalement favorisé un meilleur fonctionnement des marchés financier par l'efficacité et la liquidité qui leurs confèrent. Ils permettent ainsi une diminution des primes de risques et une meilleure allocation capitale et ainsi une plus grande efficacité de l'économie dans son ensemble. En outre, bien loin des idées répandues, de nombreux arguments viennent étayer l'idée selon laquelle ils accroissent par certains aspects la stabilité financière. Ils soulagent, en effet, les banques et les assurances d'une partie des risques qu'elles supportaient autrefois seules tandis que leur profil de risque atypique les rend susceptible de soutenir les marchés en difficultés

2. 2. Hedge funds et Stabilité financière

Comme nous avons déjà pu l'entrevoir, le lien entre hedge funds et instabilité financière est loin d'être automatique. Pour autant, les inquiétudes qu'ils suscitent sur ce point ne sont pas complètement injustifiées, mais elles sont souvent fondées sur de mauvais arguments. En effet, ce ne sont pas tant leurs présumés comportements spéculatifs ou frauduleux que l'on doit redouter des hedge funds mais plutôt le risque de crise systémique qu'ils font peser sur les marchés financiers par leur activité.

2.2.1. Fraude, délits d'initiés, spéculation : la question de l'intégrité des marchés

Parmi les critiques adressées aux hedge funds, celles relatives aux abus de marché (spéculation, délit d'initiés,...) sont les plus courantes. Il existe en effet des raisons de craindre de tels comportements de leur part. Cependant, si l'on s'en tient aux faits, rien n'indique que les hedge funds soient des opérateurs moins « vertueux » que les autres.

2.2.1.1 des facteurs incitatifs

On prend souvent l'exemple de l'intense spéculation contre la livre sterling en septembre 1992 qui obligea les autorités britanniques à sortir la livre du Système Monétaire Européen pour illustrer la capacité des hedge funds à influencer les cours. George Soros dont le fond, Quantum Fund, détenait une position de 10 milliards de dollars sur la livre sterling fut en effet reconnu comme le principal initiateur de ce mouvement de spéculation. Plus récemment, le président malaisien compara les hedge funds lors de la crise asiatique à des « vautours » les accusant d'enfoncer l'Asie dans la crise en spéculant contre les monnaies asiatiques déjà en difficulté. Ainsi, bien qu'elle soit sans doute surestimée, la capacité des hedge funds à influencer l'évolution des marchés apparaît indéniable. Et pour causes, ils représentent plus du tiers du volume des transactions quotidiennes sur les principales places financières. L'un d'entre eux, le SAC Capital, pèserait à lui tout seul jusqu'à 3 % du volume moyen des transactions journalières du NYSE (New York Stocks Exchange) (M.Vickers, *"The most powerful trader on Wall Street you've never heard of"*, Business Week, 21 juillet 2003). Enfin, les hedge funds ont clairement acquis une position dominante sur les marchés complexes et innovants tel que ceux des dérivées crédit et pourraient aisément en manipuler les cours.

Les craintes que soulèvent les hedge funds sur ce point ne proviennent pas seulement de leur puissance financière. En effet, L'intense concurrence qui règne dans le secteur des hedge funds dont témoigne le fort taux de mortalités (cf : tableau 1) pourrait les inciter à adopter de tels comportements pour assurer leur « survie ». En outre, Le mode de rémunération des dirigeants de ces fonds constitue lui aussi une incitation à la spéculation. Les commissions représentent habituellement 2 % des actifs gérés et plus 20 % des gains. Quant on sait que les ceux réalisés par le Quantum Fund en spéculant contre la livre sterling ont été estimé à 1 milliard de dollars on réalise mieux l'ampleur des sommes en jeu pour les dirigeants.

Ces deux dernières observations laissent aussi craindre que les hedge funds soient plus susceptibles que les autres opérateurs d'être impliqués dans des délits d'initiés. Cela est d'autant plus probable que la complexité des opérations qu'ils réalisent et l'opacité des marchés sur lesquels ils interviennent rendent difficile la détection des abus de marchés par les autorités de régulations. Ce manque de transparence est aussi une source d'inquiétudes pour ceux qui choisissent d'investir

dans ces fonds. Il leur est en effet difficile de contrôler la véracité des résultats publiés par les hedge funds qui sont dès lors incités à dissimuler une partie de leurs gains ou de trop importantes pertes. A cet égard, la fraude, de l'ordre d'un demi milliard de dollars, du Hedge fund Bayou en 2004 a connu un certain retentissement.

Tableau 1 : forte mortalité des hedge fund

Année	Fonds qui ont fourni des informations à une certaine date en cours d'année	Fonds de la base de données « TASS » en fin d'année	Fonds ayant commencé à fournir des informations en cours d'année	Fonds ayant arrêté de fournir des informations en cours d'année
1998	1 069	907	356	179
1999	1 187	1 005	297	199
2000	1 253	1 021	263	247
2001	1 960	1 705	956	272
2002	2 250	2 006	562	261
2003	2 682	2 415	693	284
2004	3 307	2 974	909	350
2005	4 248	3 691	1 291	574
2006*	4 621	3 900	947	738

2.2.1.2 des craintes infondées

Tout aussi valables que soient ces arguments, rien n'indique dans les faits que les hedge funds soient plus enclins à la spéculation que les autres opérateurs. Bien au contraire, suite à la crise asiatique de nombreuses études se sont intéressées à leur rôle lors des dernières crises financières et la majorité d'entre elles aboutissent à la conclusion qu'ils ont globalement soutenu les marchés en crises. Ainsi un rapport du FMI de 2004 s'intéressant plus spécifiquement aux crises monétaire brésilienne (1999), turque (2001) et argentine (2001) (*"Hedge funds and recent emerging market currency crises"*, Global Financial Stability Report) suggère qu'au lieu de tirer ces devises vers le bas, les hedge funds en ont amélioré la liquidité en achetant pendant les mouvements de repli (buying on dips). Bien loin des accusations de spéculation, on retrouve ici l'idée que les hedge funds sont plus susceptibles que d'autres de prendre des positions « à contre courant » et que, ce faisant, il favorise la stabilité des marchés financiers.

En ce qui concerne les risques de fraudes ou de délits d'initiés, un même constat s'impose. Ces pratiques litigieuses ne sont pas plus répandues parmi les hedge funds que chez les autres intervenants sur les marchés financiers. D'après les estimations de la CFTC (Commodity Futures Trading Commission), les hedge funds n'ont représenté entre 1998 et 2003 qu'un peu plus de 2 % des mesures coercitives de la SEC et de la CFTC (témoignage de Patrick J McCarty, avocat général de la SEC).

Il semble finalement que la mauvaise réputation dont souffrent les hedge funds auprès des hommes politiques ou de l'opinion publique est dans une large mesure injustifiée. Cela ne signifie

pas pour autant que leur activité ne doit pas nous inquiéter ; mais ces craintes doivent plutôt se porter, comme nous allons le voir, sur la question du risque systémique

2.2.2. La montée du risque systémique

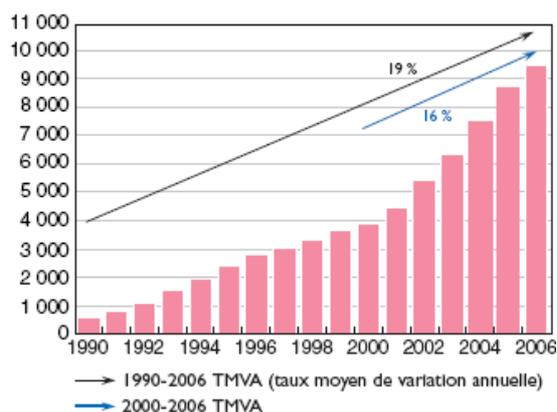
Si les hedge funds menacent la stabilité financière c'est avant tout par le risque de crise systémique que fait peser leur activité sur les marchés financiers. Nous nous attacherons dans un premier temps à identifier les raisons pour lesquelles les hedge funds sont porteurs d'un risque systémique. Nous exposerons ensuite les deux principaux mécanismes par lesquels les difficultés des hedge funds sont susceptibles d'être transmises à l'ensemble du système financier.

2.2.2.1. Les raisons de s'inquiéter

C'est tout d'abord par son poids que le secteur des hedge funds est source d'inquiétude. En 2006, près de 1500 milliard de dollars d'actifs étaient gérés par les hedge funds. Ce montant, bien qu'il soit sans commune mesure avec celui des actifs sous gestion des fonds de pension ou d'investissement, n'est pas pour autant négligeable ; il représente près de la moitié des fonds propres des banques des pays de l'OCDE (cf : tableau 2). Le secteur des hedge funds est en outre en pleine croissance et la taille moyenne de chacun d'entre eux tend à augmenter (cf : graphique 5 et 6). Cela rend d'autant plus probable l'apparition d'acteurs de taille systémique au sein de ce secteur.

Graphique 5:

Nombre de hedge funds



Graphique 6:

Croissance des actifs des hedge funds
(en milliards de dollars)

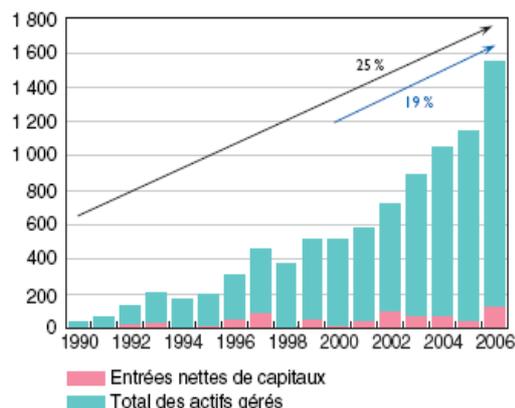


Tableau 3: tailles des investisseurs institutionnels (2005)

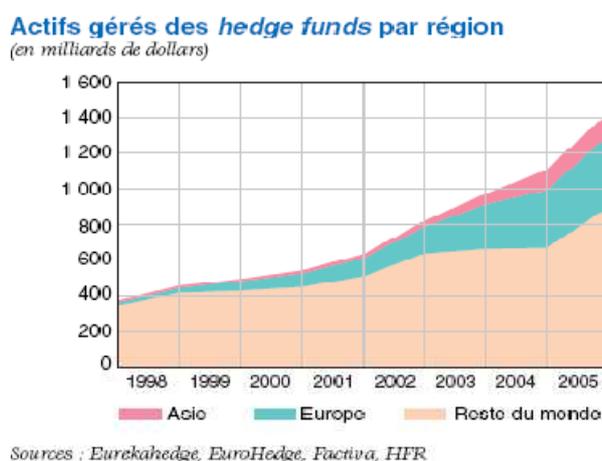
	Milliards de dollars américains	% du PIB mondial	Indicateur	Source
Hedge funds ^{a)}	1 350	3	Capitaux sous gestion	Strategic Financial Solutions
Fonds d'investissement ouverts	17 771	40	Actifs nets	European Funds and Asset Management Association (EFAMA)
Fonds de pension	18 569	42	Investissements	International Financial Services, Londres
Banques (OCDE) ^{b)}	2 906	7	Capitaux propres	Bureau Van Dijk (Bankscope)

Les stratégies risquées menées par les hedge funds ainsi sont aussi en causes. Il convient de ici de préciser la nature des risques pris par les hedge funds pour mieux saisir les inquiétudes qu'ils suscitent. On peut grossièrement les décrire comme des risques peu probables de pertes financières importantes tel que celui qui caractérise les obligations catastrophe, marché sur lequel les hedge funds sont d'ailleurs très actifs. De façon plus générale, le recours important des hedge funds à l'effet de levier renforcent leurs expositions aux mouvements de marché. Si leurs rendements s'en trouvent améliorées lorsque ceux-ci sont à la hausse, les pertes sont quant à elles multiplier lorsqu'ils sont en phase de replis.

Leur présence sur des segments de marchés peu liquides (LBO, dette décotée (« distressed debt »), dérivée de crédits,...) peut leur rendre difficile clôturer leurs positions dans de bonnes conditions. Ils seraient alors particulièrement vulnérables s'ils devaient faire face à un besoin massifs de liquidités. Par ailleurs, Ils pourraient par des ordres de ventes désordonnées déstabiliser ces marchés et « transmettre », comme nous le verrons plus bas, leurs difficultés à l'ensemble des agents opérant sur ces marchés.

Enfin, les stratégies globale (prise position d'un hedge funds sur de nombreux marchés différents) et mondialisée (cf: graphique 7) adoptées par les hedge funds renforcent l'interconnexion des marchés et rend plus probable la diffusion d'une crise financière à l'ensemble du système financier par des effets de contagions.

Graphique 7 :



2.2.2.2. Deux principaux mécanismes de transmission

Les hedge funds pourraient être à l'origine d'une crise systémique de deux manières : de façon directe, la faillite de l'un d'entre eux entraînant une série de défaillances en chaîne, et de façon indirecte via une crise de liquidité de marché.

Les banques, pilier du système financier, seraient particulièrement menacées par la défaillance d'un hedge funds systémique. En effet, celle-ci les exposerait à la fois à un risque de contrepartie, par les crédits importants qu'elles accordent aux hedge funds pour financer leurs opérations, et à un risque de marché dans la mesure où elles investissent de plus en plus pour leur propre compte au sein des hedge funds. La meilleure illustration du risque direct de crise systémique que font peser sur les hedge funds sur le système financier est la faillite du fonds LTCM en 1998. Elle n'a pu être évitée que par l'intervention de la Fed qui a organisé sa reprise par 17 grandes banques qui étaient ses principales contreparties. Notons que l'opacité des hedge funds est ici aussi en cause. Ceux qui financent leur activité sont bien souvent obligés de se fier plus à leurs réputations et à la relation de confiance qu'ils ont établies avec qu'à une véritable connaissance de leurs expositions pour décider s'ils leur accordent ou non des crédits.

Une crise systémique pourrait aussi se développer via une crise de liquidité de marché. Derrière ce concept on retrouve l'idée qu'un choc initial pourrait amener les hedge funds à liquider rapidement leurs positions pour répondre aux appels de marges ce qui pourrait amplifier le choc initial et conduire à une crise financière généralisée. En effet, l'effondrement des cours qui en résulteraient affecterait les bilans financiers de l'ensemble des opérateurs présents sur ces marchés et seraient à l'origine d'une nouvelle vague d'appels de marges. Un cercle vicieux (connu sous le nom de « trou noir de la liquidité ») liant, baisse des cours, appel de marge et liquidation de position, est ainsi enclenché ; il conduit tout droit vers une crise systémique. Un tel enchaînement a manqué de se produire en mai 2005 lorsque des mouvements de grandes ampleurs ont déstabilisé les marchés financiers suite à la dégradation, pourtant largement anticipée, de la notation de la dette de General Motor.

Plusieurs raisons laissent craindre que les hedge funds soient par ce biais à l'origine d'une crise systémique. Tout d'abord le recours important à l'effet de levier fait qu'ils sont nécessairement contraints de solder leurs positions pour répondre aux appels de marges. Ils opèrent ensuite sur des marchés peu liquides ce qui favorise l'apparition d'un phénomène de « trou noir de la liquidité ». Enfin une certaine « convergence des styles » – prises de position similaires sur un même marché - (Fung et Hsieh, 2000) a pu être observée au sein des hedge funds. Cela rend d'autant plus probable des mouvements de ventes désordonnées de grandes ampleurs par lesquels les difficultés initiales seraient transmises à l'ensemble des opérateurs

2.2.2.3. La réalité du risque

Même s'il apparaît indéniable que le développement de l'activité des hedge funds s'est accompagné d'une montée du risque systémique, celui-ci doit néanmoins être relativisé.

D'un part, le recours à un important effet de levier ne caractérisent pas, loin s'en faut, l'ensemble des hedge funds. Ainsi, selon un rapport publié en août 2005 par le cabinet conseil Van Hedge Fund Advisors, environ 20% des hedge funds s'abstiennent de tout levier, que 50% y recourent avec un levier inférieur à 1. De plus la majorité des hedge funds semblent se conformer aux normes prudentielles en vigueur. D'après une étude de Gupta et Liang paru en 2004, moins de 4 % de hedge funds en activité et 11 % de hedge funds clôturés avaient violé les règles de solvabilité de Bâle II en mars 2003.

Par ailleurs, si l'on s'en tient aux faits, force est de constater que les pertes massives ou faillites de certains hedge funds ont été dans leur très large majorité dénuées d'effets systémiques. La faillite en 2006 du fond Amaranth dont l'activité était centrée sur les marchés de l'énergie est à cet égard exemplaire. Bien que les pertes de ce fonds aient représenté plus 6 milliards de dollars, sa faillite est passée relativement inaperçue.

En définitive, Les hedge funds exerce par différents aspects une influence positive sur les marchés financiers. Si ils favorisent dans de nombreuses circonstances leurs stabilités, le développement de leur activité s'accompagne néanmoins d'une montée du risque systémique pesant sur le système financiers. Bien que souvent surestimé, ce risque n'en demeure pas moins réel et les conséquences d'une crise systémique sont telles qu'un encadrement plus strict de leur activité semble nécessaire. Toute la difficulté pour les autorités régulatrices est de mettre une place une forme de régulation qui atténuera le risque systémique dont ils sont porteurs sans annuler les bénéfices liés à leur activité.

3. Faut – il réglementer les hedge funds ?

L'expansion du secteur des hedge funds a été permise par l'absence de réglementations dans ce secteur. La question de la régulation est n'apparue qu'à la fin des années 1990 avec la quasi faillite du LTCM et la crise financière asiatique. L'affaire du LTCM a mis en avant l'importance grandissante des *hedge funds* et les risques systémiques qu'ils peuvent engendrer. Avec la crise asiatique certains spécialistes ont mis l'accent sur l'interférence des *hedge funds* dans les politiques des autorités.

Les difficultés à définir ce qu'est un *hedge fund* ont des conséquences sur les tentatives de régulation. En effet, la régulation nécessite de définir l'univers des institutions sur lesquelles s'exercera la supervision. Il faut également prendre en compte le rôle des hedge funds en cas de crise financière. En effet, si cette dernière est une crise de liquidité financière, les institutions financières réglementées seront obligées de vendre leurs les plus risqués. Si l'ensemble des opérateurs est régulé, alors il n'existe pas de contrepartie pour un prix donné et la crise financière peut être plus grave qu'à la normale.

3.1. La nécessité d'une réglementation au regard de leurs risques

3.1.1. La protection des investisseurs : risques microprudentielles

Les *hedge funds* ont été créés dans le but de réaliser des investissements plus audacieux que les autres fonds. Pour que cela soit possible il fallait que les *hedge funds* ne soient pas soumis à la réglementation en vigueur auprès des intermédiaires et les conseillers en placements qui sollicitent les fonds du grand public. C'est pourquoi les *hedge funds* ont limité leurs accès à une clientèle

fortunée qui est supposée suffisamment informée afin de se protéger seule contre les risques sans que soit nécessaire une réglementation.

Il est moins certain aujourd'hui que seule une clientèle avertie ait accès aux *hedge funds*. En effet, avec la montée en puissance des *hedge funds*, la base d'investisseurs de ces derniers c'est élargie. Avec les *fonds de fonds*, les particuliers et les institutionnels qui gèrent les fonds de pension ont investis dans des *hedge funds* ainsi que d'autres institutions régulées qui investissent pour le compte de tierces parties. De plus dans certains pays, les montants d'investissement minimum ne sont pas assez élevés pour empêcher l'accès à des personnes non averties.

Le premier problème avec l'élargissement de la base d'investisseurs des *hedge funds* est qu'alors que les *hedge funds* n'étaient pas le prolongement des activités financière des investisseurs individuels cela est moins évident aujourd'hui. C'est cette ouverture des *hedge funds* à tous type d'investisseur qui conduit à s'interroger sur la nécessité de réguler ces fonds.

Les agréments aux USA n'ont pas changé ce qui peu laisser penser qu'il y une volonté de démocratiser les *hedge funds*. Cette volonté est basé sur l'idée qu'il est injuste que seul les investisseurs fortunés est accès à des investissements pouvant donner lieu à des rémunérations beaucoup plus importante que les autres types de placements plus « standards ». Pour autant l'idée qu'un *hedge fund* non régulé soit destiné aux investisseurs particuliers n'est pas viable. Afin de ne pas exclure les investisseurs particuliers les gérants *hedge funds* proposent de plus en plus de produits standards « régulés » (*long-only 130-30*) et il existe des fonds répliquant les *hedge funds* qui offrent des rendements proches de ceux de ces derniers pour un cout moindre et davantage de transparence.

Le deuxième problème évoqué ici est que les institutions régulées comme les fonds de pensions investissent de plus en plus dans les *hedge funds*. Ces fonds ont des mandats qui définissent leur profil de risque est les investissements dans les *hedge funds* ne sont pas nécessairement en accord avec ce profil. De plus, il n'est pas certain que les investisseurs des fonds de pensions soient assez informés.

Si un *hedge fund* venait à faire faillite cela pourrait alors toucher les investisseurs particuliers et impacter l'économie à travers la perte réalisée par les fonds de pension. La réglementation des *hedge funds* deviendrait alors inévitable.

3.1.2. La stabilité systémique

L'une des craintes concernant les *hedge funds* est que la faillite d'un de ces fonds provoque un choc systémique. Les *hedge funds* ne se trouvent pas au cœur du système de paiements mais ils sont en

relation directe avec les banques et les autres institutions financières car ces dernières leurs octroient d'important volume de crédits. On ne peut pas ainsi appliquer les mêmes réglementations aux *hedge funds* qu'aux banques car leur rôle dans le système financier n'est pas le même mais les *hedge funds* et les banques étant étroitement liés ont peu craindre que la faillite d'un *hedge fund* affecte des établissements proches du cœur du système financier.

C'est ainsi que lors des grosses difficultés rencontrés par le fonds LTCM la FED est intervenue, elle ne voulait pas risquer que la faillite de ce fonds affecte les banques.

Etant donné que les banques sont réglementées, lorsqu'elles prêtent à un *hedge fund* cela se fait en échange de garanties afin de se protéger et en gardant toujours un certain niveau de fonds propres conforme à la réglementation en vigueur.

Néanmoins des problèmes subsistent.

Il demeure un risque de contrepartie qui provient de la nature opaque des *hedge funds*. Les banques risquent de manquer d'informations sur le risque de contrepartie présenté par leurs expositions aux *hedge funds*. Mais ce risque est amoindri par le fait que les *hedge funds* fournissent des garanties adaptées et les garanties ayant des valeurs endogènes le risque de contrepartie des grands *hedge funds* ne devrait pas constituer de menace sérieuse. Un risque d'assèchement des liquidités est également invoqué par les détracteurs des *hedge funds* bien que les *hedge funds* semblent disposés à continuer à traiter en toutes circonstances contrairement aux autres acteurs du marché et donc ils seraient plus susceptibles d'offrir de la liquidité plutôt que de l'assécher.

La crainte principale demeure le risque systémique qui pourrait survenir suite à la faillite d'un *hedge fund* d'importance systémique c'est-à-dire un fond suffisamment grand, opaque (cela crée de l'incertitude) et sophistiqué. On peut alors craindre une forte baisse des volumes de transactions et à des cours de marché qui ne sont pas des bons indicateurs de la valeur des actifs. Ces problèmes de valorisation peuvent favoriser les allocations inefficientes. La valeur des garanties des banques peuvent se dégrader et ainsi conduire à une crise du crédit.

La réglementation viserait à éviter les risques systémiques liés à la faillite d'un *hedge fund*.

3.1.3. La dynamique du marché

L'un des problèmes posé par les *hedge funds* est que ces fonds peuvent créer de l'instabilité. En effet ils seraient responsables d'alimenter les mouvements de prix qui déconnectent les prix de leur valeur d'équilibre. Une réglementation adéquate aurait pour but d'empêcher les facteurs de cette instabilité à savoir les abus de marché de la part des *hedge funds*, l'insuffisante maîtrise des risques opérationnels et du contrôle interne (Risque de mauvaise valorisation d'actifs illiquides et

complexes détenus par les *hedge funds*), le dévoiement de l'activisme actionnarial (les *hedge funds* ayant une vision de court terme ils peuvent être nuisibles aux entreprises en empêchant les investissements de long terme) et de lutter contre les comportements mimétiques. La mise en place d'une réglementation n'est pas entièrement justifiée au regard de ces risques car les *hedge funds* sont déjà soumis à la même réglementation que tous les autres acteurs en ce qui concernent les délits d'initiés et que de part leurs stratégies d'investissements particulières ils sont moins susceptibles d'avoir un comportement mimétique.

3.2. Différentes approches en matière de régulation et leur problème

3.2.1. Les approches radicales

a) **Restreindre ou clôturer l'accès au *hedge funds*.**

L'interdiction des *hedge funds* dans certains pays émane du fait que les *hedge funds* mettent en lumière les faiblesses de la gouvernance d'entreprise ce qui peut être nuisible à la réputation d'un pays.

Problèmes :

A moins d'une interdiction mondiale, il sera difficile d'empêcher l'activité d'un *hedge fund* dans un pays car les systèmes financiers sont très globalisés. De plus, il faut éviter les réglementations locales car elles peuvent pousser les *hedge funds* à s'installer dans des juridictions plus favorables ce qui rendrait la surveillance réglementaire plus délicate. De plus, cela pose le problème de la discrimination économique.

Une autre manière de réguler les *hedge funds* serait d'imposer des contraintes sur l'effet de levier afin de limiter la puissance d'action des *hedge funds*.

Problèmes :

L'effet de levier est déjà réduit dans la plupart des *hedge funds*. On constate néanmoins des leviers d'endettement élevés chez les *hedge funds* proches de la faillite.

L'endettement est difficile à contrôler de manière précise du fait des particularités de chaque fond et de chaque entreprise, il semble que cela soit mieux de laisser cette tâche aux *primes brokers* plutôt que de faire intervenir un régulateur.

Des contraintes d'endettement uniformes empêcheraient les *hedge funds* d'améliorer l'efficacité des marchés et contribueraient probablement à la pro cyclicité et à l'instabilité des marchés.

b) Laissez-faire.

Selon certains, étant donné que le système financier a absorbé la faillite du *hedge fund* Amaranth caractérisée par d'importantes positions illiquides et concentrées il n'est pas nécessaire de mettre en place de réglementation car il n'existe pas de menace de risque systémique importante. Mais tout laisse penser que la menace d'un risque systémique est bien réelle. Le risque systémique que font peser les *hedge funds* sur le système financier nécessite la mise en place d'une réglementation. On ne peut laisser faire.

3.2.2. La régulation directe des fonds

a) passif des fonds

Cette réglementation vise à protéger les investisseurs particuliers peu informés : l'investissement dans les fonds pourrait être limité aux particuliers et aux institutions qui disposent des informations et des ressources nécessaires pour prendre les décisions requises. C'est ce qui est déjà en vigueur aux USA.

Problèmes :

- En théorie, il est injuste de réserver les opportunités d'investissement potentiellement lucratives à des individus déjà fortunés.
- En pratique, il est difficile d'imposer des limites aux particuliers qui investissent indirectement dans les *hedge funds* via d'autres véhicules de placement collectifs (ex : les fonds de fonds)

b) actif des fonds

La réglementation de l'actif des fonds passerait par l'obligation d'enregistrement des conseillers en placement des *hedge funds*. Cet enregistrement donnerait aux autorités de surveillance le pouvoir d'évaluer les activités des *hedge funds* et d'exercer un contrôle approprié sur leurs gérants.

Une deuxième approche dans la réglementation des actifs serait la mise en place de restrictions sur les portefeuilles des *hedge funds*. Cette mesure n'est pas sans rappeler les normes de fonds propres imposées dans le secteur bancaire.

Problèmes :

- Les *hedge funds* pourraient moins contribuer à l'efficacité du marché via leurs positions. De plus, étant donné la complexité du risque, les régulateurs auraient du mal à définir des normes de fonds propres en regard du risque. De même, pour effectuer ce contrôle il faudrait un investissement massif dans les moyens humains et financiers qui ferait double emploi avec les activités des fonds réglementés.

- Un problème d'aléa moral peut se poser car l'instauration d'une régulation risque d'affaiblir la vigilance des contreparties des *hedge funds*.

3.2.3. La régulation indirecte via les contreparties avec lesquelles ils traitent dont l'activité est elle-même encadrée

Les *hedge funds* sont très dépendant des crédits bancaires et ils traitent en conséquence en continu avec les banques qui sont au cœur du système financier. Le secteur bancaire est un secteur réglementé et on peut donc penser que les banques sont dans l'obligation de contrôler (plus ou moins difficilement) au mieux les activités des *hedge funds*. De plus, avec les normes de fonds propres imposés par le dispositif Bâle II, les banques ne peuvent pas prêter de manière inconsidérée aux *hedge funds*. Il n'est alors pas nécessaire de réglementer directement les *hedge funds* car les superviseurs du secteur bancaire soient contrôler de manière efficace. Dans cette optique, il faudrait renforcer la réglementation des banques afin qu'elles soient plus adéquate avec le profil particulier des *hedge funds*. On peut par exemple envisager de nouvelles normes concernant les marges et les suretés, une surveillance des expositions et des niveaux de fonds propres à même de couvrir le risque résiduel. Cela permettrait de ne pas exposer les banques en cas de faillite d'un *hedge fund*, seul le gérant et les investisseurs subiraient les pertes.

Problèmes :

- Le secteur bancaire devrait faire face à de nouvelles réglementations qui ont un coût élevé et qui ne le concerne pas directement.
- Elle ne peut éviter totalement le risque d'instabilité du marché étant donné le poids de ces fonds sur les marchés.

Enfin, les *prime brokers*, qui sont les agents qui offrent les services bancaires au *hedge funds*, sont souvent cités comme les mieux placés pour devenir des outils réglementaires.

Problèmes :

- la relation entre *prime brokers* et *hedge funds* est particulière et faire des *prime brokers* une extension de l'autorité de régulation poserait des problèmes de confiance.
- l'arbitrage réglementaire pourrait conduire les *prime brokers* à s'installer dans des centres financiers non régulés, mettant ainsi un terme à tout type d'échange entre elles et les autorités de tutelle.

Danielsson et al. (2006) propose la mise en place d'une procédure de dénouement rapide qui réduit le risque de défaillance systémique suite à la faillite d'une *hedge fund*. Cette procédure nécessite que le régulateur ait une connaissance approfondie des *hedge funds*, de leurs *prime brokers* et de leurs principales contreparties. Le rôle de la réglementation serait alors de gérer les faillites. En effet il est difficile d'empêcher une faillite pour plusieurs raisons notamment le fait qu'elles soient difficilement prévisibles.

3.2.4. La régulation par le marché via un renforcement de l'information et de la transparence

Les *hedge funds* devraient, selon le FSA, fournir des informations à ses clients via une notice d'information qui traiterai des domaines suivant : les commissions, la politique de rachat (sous quelles conditions un client peut racheter les parts de son fonds) et la stratégie d'investissement.

Cela permettrait aux clients de ces fonds d'investir en ayant les informations nécessaires à cet investissement en main et d'éviter les conflits d'intérêts entre les gérants des *hedge funds*. Les bulletins d'information sont déjà présent dans certains fonds mais ne ils ne sont pas très transparent.

Une plus grande transparence permettrait que les *hedge funds* soient notés par des agences de *rating*.

Selon la FSA, les informations les plus utiles pour atteindre un objectif de confiance des marchés financiers et de stabilité financière sont les informations et les connaissances des *prime brokers* sur les gérants des *hedge funds*. Enfin, certains demandent que les *hedge funds* publient leurs participations (la FSA est contre cette idée).

La transparence inciterait les fonds à être plus vigilant quant à leurs prises de risque et permettrait une meilleure communication avec le marché qui pourrait aider ce dernier à constituer des positions potentiellement tenables.

Problèmes :

- Les positions sont ajustées très rapidement et cela réduit l'utilité des données publiées avec un décalage dans le temps.

- la contribution des *hedge funds* à l'efficacité des marchés dépend de leur capacité à produire des informations confidentielles.

- Toute régulation a pour but une gestion globale du risque alors que les *hedge funds* ne pourront (en cas de réglementation) communiquer que des informations concernant une gestion localisée du risque. Il faudrait alors agréger les données ce qui est quasiment impossible (les volumes de transaction sont très important et changent vite).

Le gouverneur de la Banque de France, Christian Noyer, fait remarquer que l'utilisation des outils de gestion de crise nécessite un certain nombre d'informations. Afin de ne pas créer d'aléa moral, il propose d'étudier la possibilité de mise en place d'un dispositif qui permette d'avoir accès aux informations pertinentes et aux positions des hedge funds seulement quand cela s'avère nécessaire.

Il préconise également la régulation des relations entre hedge funds et *prime brokers*. Cette régulation passerait essentiellement par l'amélioration de l'information des prime brokers ce qui leur permettrait de mieux évaluer leurs risques et de mieux appréhender la place des hedge funds sur le marché financier.

3.3. Avancées en matière de réglementation

Devant la complexité que pose la question de la réglementation des hedge funds, il ne fait toutefois aucun doute que les hedge funds doivent être régulés.

L'Organisation Internationale des Commissions de Valeur (OICV) rappelle dans un rapport concernant les hedge funds qu'il ne faut pas croire que les hedge funds ne sont pas régulés. Beaucoup de régulateur dans le monde œuvre pour la mise en place d'un encadrement des hedge funds. Aux USA, la SEC a voulu rendre obligatoire, à partir du premier janvier 2006, l'enregistrement auprès d'elle des gérants des *hedge funds* dès lors qu'ils sont offerts à des clients américains mais cette décision a été rejetée par la justice américaine. Cet enregistrement est obligatoire au Royaume-Uni. De plus, afin de renforcer cette réglementation, la SEC a augmenté à 2,5 millions de dollars le patrimoine nécessaire pour investir dans un *hedge funds* aux USA.

Le rapport de l'OICV souligne que 18 des 20 plus grandes places financières mondiales encadrent la gestion ou la distribution des hedge funds.

Il ne faut pas oublier que l'activité des hedge funds est déjà régulée indirectement par la surveillance prudentielle des banques qui leur accordent des lignes de crédit (crédit nécessaire pour les effets de leviers).

En France, les fonds doivent être agréés au préalable par le régulateur et c'est ce qui explique sans doute l'existence de seulement une centaine de fonds de gestion alternative directe.

Chacun est conscient que la réglementation doit encadrer et non freiner l'activité des hedge funds, elle doit donc ne pas être trop complexe car la complexité de la réglementation peut freiner le

développement de ces fonds. C'est le cas au Luxembourg où une circulaire définissant les règles applicables pour la gestion alternative est perçue comme trop complexe pour la création d'un *hedge fund*.

L'OICV a publié en novembre 2007 des principes pour la valorisation des portefeuilles des hedge funds. Bien que ne disposant pas de pouvoirs juridiques elle peut compter sur le FMI qui contrôle la mise en œuvre de ses principes par les Etats et sur la FSA et la SEC. Ces principes, s'ils sont appliqués, permettraient d'obtenir un renforcement des procédures internes des gérants.

Une volonté d'autorégulation émane de la part de certain hedge funds. Fin janvier, un groupe de travail britannique, le Hedge Fund Working Group (HFWG), qui regroupe quatorze grands fonds (dont Man Group, GLG Partners et Marshall Wace), a publié, une liste de « standards de meilleure pratique ». Le HFWG propose la mise en place d'une obligation de taille aux *hedge funds* : l'externalisation de l'évaluation de leur portefeuille afin de minimiser les risques de conflit d'intérêts entre les gérants et les investisseurs. Mais cela sous entend que le gérant du fond soit disposer à fournir des informations. Le HFWG souhaite aussi formaliser la communication sur les risques encourus par les fonds. Pour que tout cela soit possible, il faut convaincre les hedge funds de se plier à ces règles de bonne pratique.

Au regard de ce travail, il est difficile de fustiger les hedge funds pour de nombreuses raisons, exposées au fil des pages. Comme dans tout, il y'a de bons et de mauvais hedge funds ternissant l'image de l'ensemble d'une industrie florissante génératrice de jalousies de tous bords. Depuis leur genèse dans les années 1950, la seule critique que l'on peut aujourd'hui leur adresser et leur manque de transparence, qui comme pour les fonds souverains, renforce un sentiment de méfiance, marqué d'incompréhensions. Périodiquement, il est cependant possible de leur imputer de vives critiques, en 1998 avec la faillite du fonds LTCM qui aurait pu dégénérer en grave crise systémique, ou de nos jours avec leur rôle dans la flambée des prix des matières premières et des denrées alimentaires. Des faits importants, brefs, mais surtout médiatisés et par conséquent faciles à condamner. Néanmoins, ils sont aujourd'hui générateur d'éléments vitaux pour les marchés financiers modernes, tantôt par un phénomène de stabilisation, tantôt par un apport de liquidité, parfois dans un rôle de sauveur d'entreprises en difficultés (parfois des banques elles mêmes). Les hedge funds ne sont alors pas si mauvais, ils sont mêmes devenus indispensable à la finance moderne et la mise en place d'une vaste régulation ne ferait que déplacer les quelques problèmes qu'ils génèrent occasionnellement. Au final, on retiendra que c'est un manque de transparence et de communication, qui serait bénéfique à l'ensemble des hedge funds, qui stigmatise une action bénéfique mais diffuse des hedge funds au regard de quelques déconvenues retentissantes.