

REPUBLIQUE ALGERIENNE DEMOCRATIQUE ET POPULAIRE

MINISTERE DE L'ENSEIGNEMENT SUPERIEUR ET DE LA RECHERCHE SCIENTIFIQUE

UNIVERSITE Mouloud MAMMERI DE TIZI-OUZOU

FACULTE DES SCIENCES ECONOMIQUES, COMMERCIALES ET DE GESTION

DEPARTEMENT DES SCIENCES ECONOMIQUES

Mémoire

En vue de l'obtention du diplôme de Magister en sciences
économiques

Option : Économie et Finance Internationales

Thème

Rôle des hedge funds dans les récentes
crises financières

Dirigé par :

Mr. OUALIKENE Selim

Présenté par :

Mr. HABBAS Boubekeur

Devant le jury composé de :

Président : M^r *Brahim* GUENDOUDI, Professeur, UMMTO.

Rapporteur : M^r *Selim* OUALIKENE, Maître de Conférences classe (A), UMMTO.

Examineurs : M^r Nasser BOUYAHIAOUI, Maître de Conférences classe (A), UMMTO.

M^r *Nacer* AZOUANI, Maître de Conférences classe (A), ESC, Alger.

Date de soutenance :

REMERCIEMENTS

Je tiens à adresser mes profonds et chaleureux remerciements à Mr OUALIKÈNE Selim pour m'avoir toujours accordé son aide sans la moindre hésitation, pour son immense bienveillance, pour la confiance sans limites qu'il a eu en moi et pour le soutien inconditionnel qu'il m'a manifesté.

SOMMAIRE

| | |
|---|------------|
| INTRODUCTION GENERALE | 1 |
| CHAPITRE 1 : LES HEGDE FUNDS AVANT LA CRISE | |
| INTRODUCTION..... | 6 |
| SECTION 1 : GENESE DES HEDGE FUNDS..... | 7 |
| SECTION 2 : INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS, LES NOUVEAUX CLIENTS DES HEDGE FUNDS | 29 |
| SECTION 3 : LES HEDGE FUNDS ENTRE AVANTAGES ET INCONVENIANTS.. | 35 |
| CONCLUSION..... | 38 |
| CHAPITRE 2 : LES INSTRUMENTS, LES OUTILS ET LES STRATEGIES QU'UTILISENT LES HEDGE FUNDS | |
| INTRODUCTION..... | 39 |
| SECTION 1 : LES INSTRUMENTS..... | 40 |
| SECTION 2 : LES OUTILS..... | 51 |
| SECTION 3 : LES STRATEGIES..... | 62 |
| CONCLUSION..... | 80 |
| CHAPITRE 3 : L'IMPACT DES HEDGE FUNDS SUR LA DYNAMIQUE FINANCIERE | |
| INTRODUCTION..... | 81 |
| SECTION 1 : LES HEDGE FUNDS ET LES CRISES RECENTES..... | 82 |
| SECTION 2 : RETOUR SUR LA CRISE DES SUBPRIMES..... | 90 |
| SECTION 3 : LES HEDGE FUNDS SONT-ILS DES AGGRAVATEURS OU NON DE CETTE CRISE ? | 93 |
| SECTION 3 : LES HEDGE FUNDS SONT-ILS PERDANT OU AU CONTRAIRE ONT-ILS BENEFICIE DE CETTE..... | 102 |
| CONCLUSION..... | 107 |

**CHAPITRE 4 : LA REGLEMENTATION DES HEDGE FUNDS FACE A LA
CRISE FINANCIERE**

| | |
|---|------------|
| INTRODUCTION..... | 108 |
| SECTION 1 : LA DISCIPLINE DE MARCHE ET LA REGLEMENTATION | |
| INDIRECTE | 109 |
| SECTION 2 : ANALYSE DES RECOMMANDATIONS AU REGARD DES RISQUES DES HEDGE FUNDS..... | 111 |
| SECTION 3 : LES AXES D'UNE REGLEMENTATION EFFICACE DU CREDIT...124 | |
| CONCLUSION..... | 129 |
| CONCLUSION GENERALE..... | 131 |
| BIBLIOGRAPHIE..... | 134 |
| ANNEXES..... | 139 |
| TABLE DES MATIERES..... | 148 |

INTRODUCTION GENERALE

Introduction générale:

La mondialisation financière n'est pas un phénomène nouveau, mais l'ampleur et la rapidité de la phase actuelle de mondialisation sont sans précédent ; les liens transfrontières et entre les marchés n'ont jamais été aussi étroits. Les événements ne sont pas arrivés à leur terme, mais la dynamique de la crise des subprimes représente une expérience *in vivo* de la manière dont la mondialisation a modifié la réaction du système financier aux chocs. L'ampleur des pertes éventuelles est, à de nombreux égards, limitée. Les estimations actuelles situent le coût direct des défaillances des prêts immobiliers à risque (subprime) à environ 250 milliards de dollars. Ce coût est significatif mais supportable, en particulier en partant d'une situation économique très favorable et d'une rentabilité élevée.

Néanmoins, ce qui a débuté comme une saine correction de la sous-évaluation des risques sur le marché des subprimes s'est muée en une des principales crises financières des dix dernières années. Certains scénarios considérés comme très improbables se sont concrétisés à grande échelle, tandis que des points de rupture dûment identifiés ont bien résisté. Certains fonds d'investissement, en particulier ceux utilisant la gestion alternative, un moment considérés comme une source majeure de risque systémique, ont mieux résisté que les institutions réglementées. Le marché interbancaire, traditionnellement le plus liquide et le plus efficient de tous les marchés, a subi de graves perturbations, tandis que les marchés d'actions sont restés relativement épargnés. La transmission de la défiance née sur le marché américain des subprimes à d'autres compartiments, d'autres établissements et d'autres régions a été inattendue, asymétrique et sans rapport avec l'ampleur du choc initial. Cela nous invite à revoir notre lecture de la mondialisation et de la contagion à la lumière des événements actuels.

La mondialisation financière en cours est soutenue par trois facteurs principaux, chacun d'entre eux renforçant les deux autres.

- Le premier facteur, et probablement le plus important, est l'innovation financière. Soutenue par le progrès technique, l'innovation financière a favorisé l'émergence de nouveaux produits et services financiers, ce qui a rendu les marchés financiers plus complets. Grâce aux avancées de l'ingénierie financière, il est désormais possible de démembrer le risque attaché à un actif et de recombinaison ses éléments à volonté, en

fonction du profil de risque spécifique d'un investisseur. L'émergence des produits dérivés, et le développement de modèles mathématiques appropriés à leur valorisation, a fortement accrue la gamme des risques négociables, ouvrant de nouvelles et vastes perspectives aux stratégies de couverture. Les institutions financières sont désormais en mesure de gérer activement leurs expositions et de transférer certains risques aux intervenants les mieux à même de les assumer. Dans l'ensemble, les investisseurs sont davantage disposés à investir à l'étranger, sachant qu'ils peuvent optimiser leur couple rendement/risque.

- Le Second facteur simultanément, les économies deviennent de plus en plus ouvertes financièrement, en particulier dans les pays émergents. La croissance des flux internationaux de capitaux résulte à la fois de politiques nationales et de facteurs mondiaux. Au plan intérieur, la libéralisation financière et la déréglementation ont assoupli les restrictions aux investissements. Des politiques de change plus flexibles, la libéralisation du compte de capital, l'ouverture des marchés boursiers nationaux aux investisseurs étrangers ainsi que des politiques favorables aux investisseurs contribuent à attirer les investisseurs étrangers. Des facteurs mondiaux ont également joué un rôle, notamment l'environnement de liquidité abondante au niveau mondial et l'atténuation du « biais national » (biais qu'ont les investisseurs de surinvestir dans des actifs financiers nationaux).
- Le troisième facteur résulte de l'émergence d'acteurs financiers globaux, tels que les grandes banques, les hedge funds, les fonds de capital-investissement et plus récemment les fonds d'investissements souverains.

Tous comportent des caractéristiques communes :

- Ils contribuent fortement à favoriser l'efficacité des marchés et fournissent de la liquidité aux marchés de capitaux ;
- Ils ont recours à des stratégies d'investissement complexes.
- Ils mettent en œuvre des pratiques de gestion du risque sophistiquées et permettent de les diffuser dans les différents pays et marchés.

Depuis le début des années 90, plus particulièrement l'attaque sur la Livre Sterling par Soros en 1992 et la crise de change asiatique de 1997, la question des Hedge Funds est devenue un champ exploratoire à part entière, riche d'une abondante littérature. Tant la communauté scientifique que les autorités de régulation se sont intéressées à cette « industrie » en forte croissance, qui évoluait jusqu'ici dans la discrétion la plus totale. Bien

qu'appréciés pour leur rôle présumé bénéfique sur les marchés financiers en terme de liquidité et de découverte des prix, la quasi-faillite d'LTCM en septembre 1998, il y a tout juste dix ans, a révélé les enjeux d'importance systémique liés à l'existence de ces fonds d'investissement privés.

En effet, leurs stratégies opportunistes à forts effets de levier constituent potentiellement une menace pour la stabilité financière, au regard des multiples relations qu'ils entretiennent avec les banques. La faiblesse des dispositions réglementaires en matière d'endettement des fonds leur permet un recours presque illimité à la vente à découvert ainsi qu'aux actifs complexes, tels que les contrats à terme et les produits dérivés. Le problème des leviers est donc central lorsqu'on aborde la question des Hedge Funds, car bien que ceux-ci ne représentent encore qu'une faible part du montant des transactions sur les marchés financiers, leur endettement, parfois excessif, peut constituer un risque de faillites en cascade de nature à provoquer de véritables crises financières.

• **Problématique**

La propagation de la crise des subprimes est sans précédent, passant d'une crise financière à une crise économique mondiale. En effet, l'insolvabilité des ménages américains a conduit à la faillite des grandes banques américaines, touchant le système financier dans son ensemble à travers la perte de confiance de ces dernières. Par effet de contagion, la crise financière s'est propagée au niveau mondial.

Certaines institutions financières internationales telles le fonds monétaire international et la banque des règlements internationaux et certains auteurs mettent en avant le rôle joué par les hedge funds dans la propagation de la crise financière, cela nous amène à poser la problématique suivante :

Quel est le rôle joué par les hedge funds dans la propagation des récentes crise financière et en particulier celle des subprimes ?

De cette problématique principale découlent d'autres questionnements :

- Qu'est ce qu'un Hedge Funds, et qu'elles sont leur caractéristiques ?
- Quelles sont les stratégies suivies pas ces fonds ?
- Comment en est-on arrivé aux crises financières en particulier celle de 2007 ?

- Les Hedge Funds sont-ils des aggravateurs ou non de la défaillance financière ?
- Sont-ils des perdants ou au contraire des gagnants ?
- faut-il les réglementer ou pas ?

- **Hypothèses de recherche :**

Les hypothèses que nous pouvons présenter afin de répondre à notre problématique sont :

- les hedge funds sont des générateurs du risque systémique. En effet, à travers les instruments qu'ils utilisent pour mettre à fin leurs transactions ainsi que leurs pratiques génèrent un risque systémique.
- Le levier et les stratégies des hedge funds peuvent parfois conduire à une crise financière.

- **choix et intérêt du thème :**

La crise des subprimes est probablement la crise financière la plus grave que le système financier a connu, des dysfonctionnements et des faillites de grandes institutions financières et entreprises, la vitesse de propagation est spectaculaire, d'un jour à l'autre, elle passe d'un continent à l'autre, ainsi que les responsables que les institutions financières internationales ont pointé du doigt à savoir les hedge funds sont les principales motivations de notre mémoire.

L'intérêt de ce travail est non pas d'étudier les fonds d'investissements de manière générale, mais de s'intéresser particulièrement aux hedge funds, au rôle joué par ces fonds durant de nombreuses années sur les marchés financiers et aux crises financières qui ont secoué le monde dont ils sont responsables. Les hedge funds et leurs stratégies d'investissement alternatives ont contribué à une expansion significative des marchés mondiaux et permis d'accélérer l'essor de produits tels que les dérivés de crédit, les CDO (collateralized debt obligations) et la titrisation d'une gamme croissante d'actifs traditionnellement peu liquides.

Toutefois, le manque de transparence et l'absence d'un système de surveillance de ces véhicules de placement ont conduit les autorités monétaires et de supervision à s'inquiéter des enjeux en termes de protection des clients et de risque systémique.

En effet, ces fonds sont connus dans le passé par leurs attaques spéculatives contre la livre sterling en 1992 (par le fonds Quantum de George Soros) ou contre les pays asiatiques, avec la faillite du fonds Long Term Capital Management (L.T.C.M.) en 1998, mettant en danger l'économie mondiale par l'effet de contagion.

- **Structure du mémoire :**

Pour répondre aux questions posées, notre mémoire de recherche se compose de quatre chapitres ;

Le premier s'intitule : les hedge funds avant la crise ;

Le second portera sur les instruments, outils et stratégies suivies utilisés par les hedge funds ;

Le troisième chapitre étudie l'impact des hedge funds sur la dynamique financière ;

Le quatrième et dernier s'intitule la réglementation des hedge funds face à la crise financière.

CHAPITRE 1
LES HEDGE FUNDS AVANT

LA CRISE

Introduction :

Depuis le début du XXI^e siècle, les Hedge Funds et le Private Equity ont connu une croissance impressionnante. Avec les fonds souverains et les réserves financières accumulées par les pays producteurs de pétrole, Hedge Funds et Private Equity représentent une part de plus en plus significative de la gestion de l'épargne dans le monde.

Aujourd'hui, le terme des « hedge funds » a envahi le monde de la finance, on ne peut pas évoquer la gestion financière sans faire référence au concept des « hedge funds », cette nouvelle forme de gestion alternative qui est apparue depuis plus de cinquante ans aux Etats-Unis, a connue une croissance accrue grâce aux performances réalisées qui peuvent atteindre des millions de dollars.

Ce mode de gestion s'est répandu sur le marché européen et asiatique .Mais cela n'empêche pas que les hedge funds sont souvent mal compris et critiqués à cause de leur volatilité et des risques liés à leur fonctionnement.

On compte à présent plus de « 9000 hedge funds »¹, cette croissance assez importante est due à plusieurs facteurs qui ont contribué à l'évolution de ce type de gestion alternative, nous allons tenir en compte de trois facteurs majeurs : Le premier facteur est lié à la demande, de plus en plus d'investisseurs commencent à s'intéresser aux hedge funds et y investissent massivement dans le but d'obtenir des performances positives tout en gardant leur capital, alors que dans les années 1980, les hedge funds étaient réservés à une minorité de personnes fortunées. Deuxième facteur concerne les organismes de réglementation qui acceptent davantage les hedge funds, ils sont devenus de plus en plus indulgents sur leur le fonctionnement ainsi que les différents outils alternatifs utilisés. Et enfin dernier facteur concerne l'offre, les personnes conçoivent les produits alternatifs en fonction des besoins des investisseurs dans le but de réaliser de la plus-value.

¹ <http://www.ladocumentationfrancaise.fr/catalogue/3303332029242/index.shtml#>

Section 1 : La genèse des hedge funds

1. Définition générale d'un hedge funds

Énoncer une définition générale des hedge funds n'apparaît pas comme une tâche facile. Ces fonds n'ayant pas de définition légale, ils se voient attribuer des définitions presque aussi nombreuses et variées que le nombre d'acteurs et spécialistes qui s'y intéressent.

Une étude faite par l'Organisation Internationale des Commissions de Valeurs (OICV)¹ couvrant une vingtaine de pays, révèle qu'aucun pays n'a adopté de définition formelle et légale de ces fonds²

Néanmoins la définition donnée par Cappocci³, nous semble de loin la plus complète pour décrire ce qu'est un hedge fund. Il énonce qu'il s'agit «... *d'une association privée d'investissements utilisant un 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 leur richesse 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* ».

2. Histoire et évolution des hedge funds :

2.1 Histoire des hedge funds :

2.1.1 1949: Alfred Winslow Jones et le premier *hedge fund* :

Le fondateur du premier hedge funds en 1946 est attribué à un journaliste appelé Alfred Winslow Jones. Rien pourtant ne semblait prédestiner cet homme brillant à s'engager dans la finance. Né à Melbourne en 1901, à l'âge de quatre ans il s'installa aux Etats-Unis

¹ L'OICV est une organisation internationale créée en 1983 et composée des régulateurs des principales places boursières. Son but est de proposer à la communauté internationale des standards techniques dans le domaine financier. L'AMF en France est membre ordinaire de l'OICV. La CFTC américaine en est membre associé

² Michel Aglietta, Sandra Khanniche, Sandra Rigot, LES HEDGE FUNDS Entrepreneurs ou requins de la finance ? Page : 96.

³ Daniel Capocci, Introduction aux Hedge Funds, page : 19.

avec sa famille. En 1923, il fut diplômé de l'université de Harvard, puis parcouru le monde dans un bateau à vapeur en tant que commissaire.

Suite à cette mission il a rejoint le département d'Etat. Dans les années 1930, il a œuvré à l'ambassade des Etats-Unis à Berlin comme vice consul. Durant la guerre civile d'Espagne il est devenu journaliste et s'occupe de l'assistance et d'aide aux victimes. Après ces années de services, il est retourné aux Etats-Unis où il avait obtenu en 1941 son doctorat en sociologie à l'université de Columbia.

Dans les années 1940, il a travaillé comme éditeur associé pour la revue américaine *Fortune*. En 1949, il avait écrit un article intitulé «Fashions in Forecasting » sur les techniques utilisées par les gérants de portefeuilles pour analyser et prévoir leur évolution future.

Cet article a indéniablement été le catalyseur de son orientation professionnelle dans la finance. Pour écrire son article, Alfred Winslow Jones avait interrogé de nombreux gérants parmi les plus brillants, mais personne ne l'avait convaincu de la supériorité de sa technique. C'est ainsi que quelques mois avant la parution de l'article, il créa avec quatre de ses amis la société en nom collectif A.W.Jones&Co¹ (ce fonds était structuré comme un partenariat général² devenu ensuite en 1952, un partenariat limité³ et ce pour des raisons légales et opérationnelles)⁴. Le capital de départ représentait alors 100 000 dollars dont 40 000 dollars provenaient de Jones. Au terme d'une année, le fonds afficha une performance très satisfaisante de 17,3%. A titre comparatif, le S&P500 était à 10,5%⁵. De toute évidence, son parcours ne laissait pas présager une telle réorientation.

Illustration de la stratégie de Jones :

Selon Jones, lors de la construction d'un portefeuille, il existe deux sources principales de risque :

¹ Michel Aglietta, Sandra Khanniche, Sandra Rigot, op.cit, page : 15

² Un partenariat général est une forme de société disponible aux Etats Unis dans laquelle chacun des associés reste sans limite personnellement et indéfiniment responsable des engagements et des dettes du partenariat.

³ Le partenariat limité est une forme de société disponible aussi aux Etats Unis qui s'apparente à la société en commandite. Elle regroupe deux catégories d'associés : les partenaires généraux (commandites) et les partenaires limités (commanditaires). Les premiers fournissent surtout leur travail, leur expérience et leur compétence. Ils administrent et représentent la société, et ont une responsabilité illimitée à l'égard des dettes et des obligations de la société envers les créanciers. Les seconds contribuent au capital et ne sont responsables des dettes de la société que jusqu'à concurrence de leur mise de fonds initiale.

⁴ François-Serge LHABITANT, HEDGE FUNDS, origine, stratégies, performance, page : 10

⁵ Idem.

- Le risque provenant de la sélection des titres (risque de *stock picking*)¹ ;
- Le risque découlant des variations de marché (risque de marché ou *market timing*)².

Pour Jones, la création de performance passait par la capacité de sélectionner des titres dont on peut exploiter leur évolution (*stock picking*) plutôt que par la capacité à prévoir la direction que va prendre le marché afin de décider d'acheter et vendre au bon moment (*market timing*).

Son objectif était l'optimisation du *stock picking* et la minimisation de l'exposition au risque de marché. Pour répondre à cet objectif, Jones avait recours à deux outils³ : le premier est l'effet de levier qui fait appel à l'endettement afin d'accroître le rendement des capitaux propre, il sert à accroître la performance des titres choisis individuellement ; le second, est la vente à découvert qui consiste à vendre un titre emprunté pour le racheter plus tard à un cours inférieur, les positions vendues à découvert permettait de se couvrir contre une baisse globale des marchés.

Pour limiter son exposition réelle au marché, Jones calculait un ratio d'exposition nette au marché, il est calculé de la manière suivante :

$$\frac{\text{Volume des positions longues} - \text{volume des positions courtes}}{\text{Capital}}$$

Ce ratio était fréquemment ajusté à la baisse ou à la hausse selon l'estimation de Jones quant à l'évolution du marché.

- Dans le cas d'une anticipation de marché haussier, les positions longues vont excéder les positions courtes ;
- Dans le cas d'une anticipation de marché baissier, le volume des positions longues s'ajustent à la baisse.

¹ La méthode du *stock picking*, ou "sélection de valeurs" est une méthode d'investissement qui consiste à choisir au sein d'un marché donné une ou plusieurs valeurs en fonction de critères précis, qui doivent permettre d'apprécier les perspectives de rendement ou encore le potentiel de croissance, quel que soit le secteur d'appartenance de la valeur.

² Le *Market timing* vise à étudier l'évolution d'un marché, ou d'un actif, pour déterminer à quel moment l'opérateur de marché ou l'investisseur doit intervenir. Le *market timing* s'applique aussi bien à des actifs qu'à des indices ou à un marché. Le *market timing* peut être aussi une opération d'arbitrage consistant à tirer profit d'un écart entre la valeur comptable d'un fonds et sa valeur de marché. Une telle opération est répréhensible dès lors qu'elle porte atteinte à l'égalité de traitement des porteurs.

³ Michel Aglietta, Sandra Khanniche, Sandra Rigot, op.cit, page 15.

2.1.2. De 1966 à 1974 : de l'émergence des *hedge funds* à la première crise

Suite à la parution de l'article vantant les mérites du fonds d'A. W. Jones, la communauté financière assista à un développement quasiment instantané de nouveaux *hedge funds*. La SEC (*Security and Exchange Commission*) estimait l'existence de deux cent quinze partenariats d'investissement, parmi lesquels figuraient 140 *hedge funds* directement inspirés du modèle de Jones à la fin de l'année 1968¹.

Le fort succès de ce support d'investissement tient en deux points. D'abord, les investisseurs y trouvèrent un support d'investissement plus performant et moins risqué que les traditionnels *mutual funds*. Ensuite, les gérants de fonds virent immédiatement leur intérêt, notamment du point de vue de l'indexation de leur rémunération sur les performances réalisées par le fonds. C'est durant cette période d'émergence des *hedge funds* que l'on vit apparaître des gérants tels que George Soros ou Michael Steinhardt.

La majeure partie de ces nouveaux gérants était principalement attirée par l'effet de levier, se souciant peu de couvrir leurs investissements. Leur préoccupation centrale était d'appliquer un effet de levier systématique à des positions longues dans un contexte de marchés fermement haussiers. Quant à la couverture des positions, qui était pourtant un point essentiel de la stratégie mise en place par A. W. Jones, elle passa largement au second plan, jugée trop coûteuse, en frais et en temps.

Il est évident que cette ligne de conduite menait à des rendements records tant que les marchés suivaient un trend ascendant. Mais la crise de 1969, suivie de celle de 1974, engendra un retour abrupt à la réalité. Durant la crise de 1969-70, le marché subit une perte de plus de 40%.

Durant l'épisode de 1973-74, une chute de plus de 50% des cours fut enregistrée. Malgré une période d'accalmie et de légère reprise entre ces deux événements, peu de fonds sortirent indemnes du premier choc. La SEC dénombrait que 28 des plus gros *hedge funds mentionnés dans son étude* avaient vu leur actif diminuer de près de 70% en une année. Cinq d'entre eux avaient même contraints de mettre la clé sous la porte².

¹ François-Serge LHABITANT, *Hedge funds origine, stratégies, performance*, page : 12

² Idem.

Cette fonte des actifs était due à deux phénomènes liés : les pertes subies sur les positions non couvertes, d'une part, et les retraits de capitaux effectués par les investisseurs, d'autre part. Seuls les fonds bien gérés ont survécu sans encombre à cet épisode. Nous retrouvons parmi ceux-ci les fonds d'Alfred Winslow Jones, Michael Steinhardt et George Soros.

2.1.3. L'impact de la globalisation financière des années 80 sur l'univers des hedge funds

Durant les années 80, le paysage financier international change profondément. La suppression des barrières entre les métiers de la finance, le développement du financement de la dette par le marché et l'allègement du cadre réglementaire, constituent les points essentiels de ce que l'on a appelé la règle des trois D : « décloisonnement¹, désintermédiation² et déréglementation³ ».

On voit ainsi apparaître de nouveaux marchés sur la scène financière internationale, tels que ceux de la dette des pays émergents. Nous assistons aussi au développement rapide des marchés de produits dérivés (organisés ou de gré-à-gré) et à l'utilisation grandissante de ces produits dans les portefeuilles d'investissement. Cette évolution des marchés s'accompagne d'une modernisation des méthodes financières avec l'apparition des ordinateurs et le développement de méthodes de *trading* systématique.

C'est au milieu de cette décennie que les *hedge funds* captent de nouveau l'attention des milieux financiers suite à un article qui mit sur le devant de la scène financière le désormais célèbre Julian Robertson. Son *hedge fund*, le *Tiger Fund*, avait enregistré une performance annuelle moyenne de près de 50% durant ses six dernières années d'activité (43% après déduction des frais). Sa stratégie, largement inspirée de celle de A. W. Jones,

¹ Le décloisonnement des marchés correspond à l'abolition des frontières segmentant les marchés financiers : segmentation des divers marchés nationaux, d'une part ; mais aussi segmentation, à l'intérieur d'un même pays, entre divers types de marchés financiers : marché monétaire, marché obligataire, marché des changes, marché à terme, etc. Aujourd'hui, les marchés financiers nationaux sont interconnectés, constituant un vaste marché global.

² La déréglementation est un phénomène consistant à supprimer ou à atténuer les diverses réglementations qui régissent les activités et les structures d'une économie.

³ La désintermédiation est la conséquence d'une modification des comportements et des circuits de financement, visant à privilégier l'accès au marché monétaire et financier pour financer les besoins de l'économie ou pour placer des capitaux. Les agents économiques (entreprises, particuliers,...) ne passent plus obligatoirement par le canal des banques.

consistait à couvrir des positions longues par des ventes à découvert, depuis peu remplacées par de nouveaux instruments financiers : les produits dérivés.

La stratégie de J. Robertson s'étendit à des investissements réalisés sur les marchés de devises, basés sur des anticipations macroéconomiques. Les *hedge funds* dans leur ensemble vont largement explorer ces nouvelles possibilités d'investissement qui s'offraient à eux et développer des styles d'investissement de plus en plus variés.

La conséquence première en sera la complexification de la structure de cette industrie. En effet, alors que le fonds d'A. W. Jones suivait une stratégie principalement basée sur les marchés d'actions (que l'on pourrait aujourd'hui assimiler à une stratégie de type *long/short equity*), le développement des liens entre les différents marchés donne naissance à des stratégies de plus en plus complexes et de plus en plus spécifiques. Des gérants réalisent alors des arbitrages macroéconomiques, entre les taux de change ou les courbes de taux de différents pays (donnant naissance à des stratégies de type *global macro*). D'autres vont tour à tour se spécialiser dans les marchés émergents (*emerging markets funds*) ou dans des techniques de *trading* systématique (similaires à celles des *commodity trading advisors*, *CTA*, *etc.*).

2.2. Evolution des hedge funds

L'industrie des *hedge funds* connaît depuis une dizaine d'années et particulièrement depuis 2002 une croissance exceptionnelle qui se traduit sur les marchés financiers par une augmentation considérable des encours gérés et des volumes de transaction.

Selon les sources, les chiffres diffèrent mais on estime que, entre 2000 et 2007, le nombre de *hedge funds* a plus que doublé passant de 3335 à 7321 fonds¹, voire triplé avec plus de 10 000 fonds et que leurs actifs sous gestion sont passés de 490 à 1740 billions de dollars, soit une croissance annuelle de 20 %².

Ces chiffres pourraient atteindre 6 trillions de dollars, si on compte le levier d'endettement. Quant aux volumes de transaction des *hedge funds*, ils ont sans conteste

¹ Aucune source officielle ne recense le nombre réel de hedge funds, la majorité des chiffres et statistiques de cette section sont tirés du livre de Michel Aglietta, Sandra Khanniche, Sandra Rigot, LES HEDGE FUNDS : Entrepreneurs ou requins de la finance ? 363 pages, du fait qu'il dispose de statistiques récentes sur ces fonds.

² Idem.

augmenté représentant près de 40-50 % des transactions sur les deux principales places financières mondiales, (voir graphique 1 et tableau 1).

La croissance que connaît l'industrie des *hedge funds* ne doit pas masquer les disparités aussi bien au niveau de la taille et qu'au niveau géographique.

2.2.1 S'agissant du niveau géographique

La domiciliation est concentrée dans certains pays, on constate que les trois quarts des *hedge funds* dans le monde sont américains et que les trois quarts des *hedge funds* européens sont britanniques. Les *hedge funds* britanniques représenteraient 20 % du total des actifs de l'industrie et 80 % des actifs sous gestion européens estimés à 460 milliards, soit 361 milliards de dollars¹. Il faut également noter que cette industrie connaît un développement important dans la zone Asie –Pacifique, notamment à Sydney, avec environ un quart des 140 milliards de dollars d'actifs dans cette zone en 2006.

Les *hedge funds* sont donc essentiellement l'apanage des pays anglo-saxons à l'image des fonds de pension. On les retrouve surtout dans les deux grandes places financières, New York City et Londres. Selon les estimations², quelques 1.250 fonds spéculatifs sont domiciliés à Manhattan et 10 % de 1740 milliards de dollars seraient gérés depuis la ville de Greenwich (HFR), cité balnéaire située à 45 kilomètres de NY dans l'état du Connecticut³.

¹ Michel Aglietta, Sandra Rigot, op.cit. page : 18.

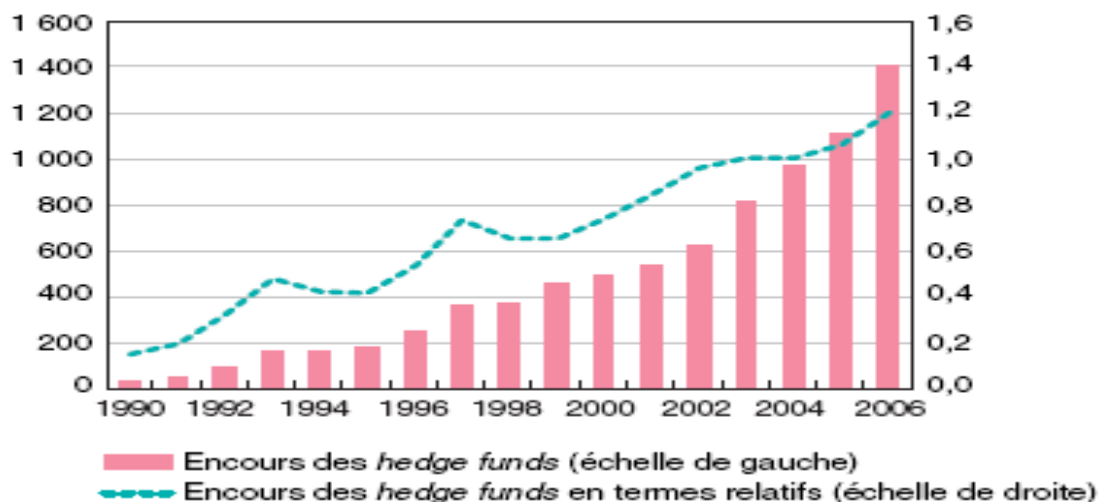
² Idem.

³ Le Connecticut est presque un paradis fiscal pour ceux qui y travaillent, par comparaison aux lourdes taxes prélevées par l'Etat et la ville de New York. Pour les plus gros revenus, la note d'impôts peut baisser de 40% en s'installant à Greenwich à plein temps.

Graphique 1 : Evolution des actifs gérés par les *hedge funds* 1990-2006

Progression rapide des actifs gérés par les *hedge funds*

(en milliards de dollars) (en % de l'encours des obligations et des actions dans le monde)



Sources : Hedge Fund Research, Fédération mondiale des Bourses de valeurs (FIBV), Banque des règlements internationaux (BRI) et Swiss Re Economic Research & Consulting.

Tableau 1 : Volume et part de transaction des *hedge funds* en 2006

(en Mds de dollars et en %)

| | Part de transactions des <i>hedge funds</i> (%) | Securities trading turnover (Mds de dollars) |
|--|---|--|
| <i>Cash equities</i> LSE/NYSE | 35(LSE) 50*(NYSE) | 6700 (LSE) 17100 (NYSE) |
| <i>US government bonds</i> | 30* | 136 745 |
| <i>High yield bonds</i> | 25** | 335 |
| <i>Credit derivatives</i> -plain vanilla -structured | 60** 30** | 937 |
| <i>Emerging market bonds</i> | 45** | 271 |
| <i>Distressed debt</i> | 47** | 34 |
| <i>Leveraged loans</i> | 32** | 133 |

Sources : *Estimation presse financière

** FMI/ Greenwich Associates.

Mac Kinsey global Institute Analysis

En plus du cadre agréable, ce seraient les attentats du 11-Septembre 2001 qui auraient incité les fonds à désertier les tours et les centres d'affaires de New York pour ce havre boisé avec des résidences bourgeoises de la Nouvelle Angleterre. La fiscalité avantageuse de l'Etat a aussi facilité ce choix. En Europe, il semblerait que les *hedge funds* soient localisés en grande partie à Mayfair près de Hyde park et dans une moindre mesure à la City et Canary Wharf¹.

2.2.2 S'agissant de la taille

Cette industrie des *hedge funds* est très concentrée. La répartition par taille de ces fonds fait ressortir une forte proportion de petits fonds. D'après des données récentes de la Financial Services Authority (FSA), on compte près de 450 gérants européens de *hedge funds* qui gèrent moins de 50 millions de dollars, alors que seulement quelques gérants européens sont dotés de plus de 5 milliards de dollars sous gestion².

Fin 2006, les 200 plus gros *hedge funds* représentaient les trois quarts des actifs sous gestion. Ceci est corroboré par le classement réalisé par *Alpha magazine* sur les 100 plus gros *hedge funds* américains et européens selon le critère des actifs sous gestion (au 31 décembre 2006).

Pour fixer les idées, on ne retiendra que les dix premiers du classement. Il en ressort que les premiers sont américains et que les deux plus gros sont détenus par des grandes banques d'investissement comme JP Morgan Highbridge avec 31.1 milliards de dollars et Goldman Sachs avec 32.5 milliards de dollars. Ces deux poids lourds sont suivis par Bridgewater (30,2), DE Shaw (26,2), Farallon (26,2), Och-Ziff Capital (21), ESLK Investment (17,5), Tudor (14,9) et Citigroup Alternative Investment (14,1). En revanche, coté européen, les encours sont moins élevés avec pour le premier *hedge fund* classé, la Barclays Global Advisors avec 19 milliards de dollars, Man Group/AHL avec (18,8), GLG partners (15,8) (voir tableaux 2 et 3).

¹ Michel Aglietta et Sandra Rigot, op.cit. page : 18

² Idem

Tableau 2 : Les dix plus gros gérants de *hedge funds*, fin 2005

(en Mds de dollars)

| Gérant | Lieu | Actifs |
|-----------------------------------|-------------------|--------|
| Goldman Sachs Asset Management | New York, NY | 21,0 |
| Bridgewater Associates | Westport, CT | 20,9 |
| D.E. Shaw Group | New York, NY | 19,9 |
| Farallon Capital Management | San Francisco, CA | 16,4 |
| ESL Investments | Greenwich, CT | 15,0 |
| Barclays Global Investors | Londres, RU | 14,3 |
| Och-Ziff Capital Management Group | New York, NY | 14,3 |
| Man Investments | Londres, RU | 12,7 |
| Tudor Investment Group | Greenwich, CT | 12,7 |
| Caxton Associates | New York, NY | 12,5 |

Source: Rose-Smith (I.) (2006) « The Hedge Fund 100 », Institutional Investor's Alpha, June.

Tableau 3 : Top 10 des *hedge funds* aux Etats-Unis et en Europe (2006)

| Top 10 des HF aux États-Unis | AUM (en mds de dollars) | Top 10 des <i>hedge funds</i> en Europe | Asset Under Management (en mds de dollars) |
|-----------------------------------|-------------------------|---|--|
| JP Morgan / Highbridge | 33,1 | Barclays Global Advisors | 19 |
| Goldman Asset management | 32,5 | Man group/ AHL | 18,8 |
| Bridgewater | 30,2 | GLC partners | 15,8 |
| DE Shaw | 27,3 | Lansdowne Partners | 14 |
| Farallon | 26,2 | Brevan Howard | 12,1 |
| Renaissance Technologies | 26 | Blue Crest Capital | 11,2 |
| Och-Ziff Capital | 21 | Sloane Robinson | 11,1 |
| ESL Investments | 17,5 | HSBC | 10,9 |
| Tudor | 14,9 | Marshall Wace | 10,9 |
| Citigroup Alternative Investments | 14,1 | Gartmore Investments | 9,6 |

Source: Alpha Magazine, Top 100 Hedge funds, 2007.

Toutes ces données relatives à la taille de cette industrie qui traduisent une forte expansion des *hedge funds* sur les marchés financiers méritent néanmoins d'être relativisées. En effet, en dépit de sa croissance exceptionnelle au cours des dix dernières années, le secteur

des *hedge funds* conserve une taille modeste par rapport à celle des marchés d'actions et d'obligations internationaux.

Il convient donc de replacer cette industrie dans l'univers global des marchés financiers dont les principaux acteurs sont les investisseurs institutionnels à savoir les fonds de pension (FP), les *Mutual Funds* (MF) et les compagnies d'assurances (CA).

Si, en termes de croissance, les *hedge funds* se taillent la part du lion avec un taux de 20 % annuel entre 2000 et 2006 comparativement à ceux des FP (5 %), des MF (8 %) et des CA (11 %), il n'en reste pas moins que les encours des *hedge funds* estimés à environ 1.5 trillions de dollars (voire 6 trillions en comptabilisant le levier) sont nettement moindres que ceux des fonds de pension avec 21,6 trillions de dollars, ceux des *Mutual Funds* avec 19.3 et ceux des compagnies d'assurance avec 18,5 trillions de dollars¹. Ainsi, les *hedge funds* sont des acteurs de plus en plus influents mais les investisseurs institutionnels restent les acteurs les plus importants.

De même, si l'on compare les taux de croissance/encours des *hedge funds* à d'autres acteurs des marchés financiers, on constate qu'ils ne sont pas les seuls à voir leurs encours augmenter de façon exponentielle. En effet, il faut compter avec de futurs poids lourds sur les marchés financiers parmi lesquels les banques centrales asiatiques (BCA), les *petrodollars investors* (PI) et dans une moindre mesure les fonds de Private Equity (PE).

Les deux premiers comptabilisent une croissance annuelle respectivement de 20 % et de 19 % depuis 2000 avec un total d'encours de 3,1 trillions de dollars et de 3,4 à 3,9 trillions de dollars, soit des taux de croissance semblables à ceux des *hedge funds* mais des encours deux fois plus importants, si l'on se réfère au chiffre de 1.5 trillions d'encours. En revanche, si on prend en compte le levier d'endettement des *hedge funds* estimés à 6 trillions de dollars, les encours des *hedge funds* sont plus importants. Quant aux fonds de *private equity*, ils constituent le groupe le plus petit en enregistrant une croissance de 14 %² entre 2000 et 2006 et des encours de 0,7 trillions³.

Les fonds souverains surtout sont appelés à un développement considérable et constituent l'ébauche d'un nouveau capitalisme. Si leur encours actuel est estimé à 3100 mds, des prévisions prudentes font état d'une croissance à attendre de 20 % par an sous les

¹ Michel Aglietta et Sandra Rigot, Opcit, page 20

² Idem.21

³ idem

hypothèses suivantes : croissance des réserves de change de 5 % par an, réallocation des réserves de change pour abonder les fonds de 25 % chaque année et capitalisation des profits au taux de rendement de 7 %. Selon ces calculs l'encours en 2012 serait de \$7500mds¹.

L'importance de leur expansion n'est pas sans conséquence pour les *hedge funds*. En effet, les fonds souverains mettent en place une gestion diversifiée de long terme à l'échelle mondiale, dont une partie est consacrée à la gestion alternative. Ils sont donc conduits à investir dans les *hedge funds* et dans les fonds de fonds, accroissant à la fois les moyens de ceux-ci et leur incitation à poursuivre des stratégies risquées. Car avec une masse de plus en plus grande d'actifs à gérer les rendements des stratégies d'arbitrage les plus classiques tendent à baisser par réduction des anomalies dans la formation des prix.

3 : Les caractéristiques des hedge funds :

Comme nous l'avons souligné plus haut, (dans la définition des hedge funds), afin de comprendre c'est quoi un hedge fund, un nombre de caractéristiques propres à ces fonds doivent être expliquées. C'est dernières nous permettrons de faire la différence entre un hedge funds et un fonds traditionnel.

3.1. Une gestion active et décorrélée :

Par opposition à la gestion passive, la gestion active rejette l'idée d'efficience des marchés selon laquelle tout nouvel élément d'information se répercute immédiatement et intégralement sur le prix des actifs. Selon cette théorie, les prix sont donc en permanence à leur niveau d'équilibre, et il n'est donc pas possible de battre le marché. Dans cet univers d'efficience, le but est d'imiter le comportement du marché en reproduisant sa performance. Par exemple, la performance du marché français pourra être dupliquée en reproduisant la performance de l'indice CAC40, via la gestion indicielle.

La gestion active, quand à elle, considère que le marché a des poches d'inefficience (à court terme en tout cas), et qu'il est donc possible de le battre grâce notamment à deux éléments :

- Le « stock picking » ayant pour objet de dénicher des perles ;

¹ Michel Aglietta, Sabrina Khanniche et Sandra Rigot, op.cit, page 89

- Le « market timing » cherchant à prévoir l'évolution du marché dans le but d'intervenir au bon moment.

A la gestion active s'ajoute une gestion corrélée. En effet, les hedge funds ont pour objectif une performance dite « absolue », c'est-à-dire décorrélée des marchés. L'objectif des gérants n'est plus que de faire mieux qu'un indice (+20% par rapport au CAC40 par exemple), mais d'atteindre un certain niveau de performance, et cela quel que soit l'état du marché (+20% par an, peu importe les performance du CAC40). Les gérants des hedge funds proposent donc à leurs clients une performance toujours positive quel que soit celle du marché. L'intérêt de cette performance absolue pour l'investisseur est d'autant plus important que le marché est baissier.

On peut prendre un exemple afin de bien comprendre :

Nous sommes en juin 2008, le CAC40 a perdu 25% de sa valeur le 1^{er} janvier 2008. Nous gérons un hedge funds et avons rendez-vous avec l'un de nos plus gros investisseurs, qui a investi une partie de ses capitaux dans notre fonds. Un objectif de performance a été signé avec cet investisseur, à la fin 2008, de +22%. Pour réaliser une telle prévision de performance, nous étions convaincus de la gravité de la crise, et nous envisagions de vendre à découvert un certain nombre titres financiers.

Notre fonds à enregistré une performance de +25%. Notre anticipation était la bonne et nous avons vendu les bonnes valeurs. Notre investisseur a de quoi être content. Nous avons atteint, et même dépassé, notre objectif de +22%. Plus important encore, nous réalisons une performance de +25% lorsque le marché est fortement baissier.

3.2. Une politique d'investissement flexible :

Une autre caractéristique des hedge funds, est leur utilisation de techniques et un grand nombre d'instruments financiers, contrairement aux fonds traditionnels. Ils ont recours :

- Aux ventes à découvert¹ : la vente à découvert est une opération qui consiste à vendre un titre que l'on ne possède pas, il sera donc emprunté, puis à le racheter

¹ Voir deuxième chapitre.

(pour le rendre au prêteur) à un cours que l'on espère moins élevé, afin de réaliser une plus-value.

- A l'effet de levier¹ : l'effet de levier est mesuré par le ratio : « valeur des capitaux engagés / volume des capitaux propres ». il consiste à emprunter de l'argent pour augmenter la taille effective du portefeuille constitué au départ des fonds apportés par les investisseurs et le gérant.
- Aux produits dérivés : les produits dérivés sont des instruments financiers dont la valeur dépend d'un autre actif, appelé le sous-jacent. Les trois produits dérivés les plus importants et les plus utilisées sont les contrats à terme (contrat forward et contrat futures), les swaps et les options².

Le gérant dispose ainsi d'une plus grande palette qui lui permet de profiter davantage d'opportunités d'investissement et d'exprimer son talent (le fameux alpha).

Encadré 1. Modèle de marché, *benchmark*, alpha, bêta et taux sans risque³

Le CAPM (*capital asset pricing model*), développé par Sharpe, constitue le modèle de base de valorisation des actifs financiers. Il prédit qu'un actif doit être rémunéré à hauteur du risque systématique, i.e. non diversifiable entre les actifs, qu'il fait courir.

Sur cette base, le modèle de marché, version empirique du modèle, relie les rendements totaux (i.e. y compris dividendes ou coupons) des actifs ou des portefeuilles R_{it} à ceux du marché R_{mt} , via la relation suivante : $R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it}$.

ε_{it} désigne le risque idiosyncrasique du portefeuille. C'est-à-dire celui qui lui est propre. β_i désigne le bêta du portefeuille, c'est-à-dire la variation de son rendement qui est conduite par le rendement du marché. Plus β_i est élevé, plus le portefeuille réagit fortement aux mouvements du marché. Le marché est fréquemment associé à des indices qui couvrent une fraction significative des actifs, appelés *Benchmarks*, (par exemple, le CAC 40 pour la bourse de Paris). α_i désigne l'alpha du portefeuille, c'est-à-dire la partie du rendement du portefeuille qui n'est pas expliquée par les mouvements du marché. Notons que le modèle est fréquemment étendu à la prise en compte simultanée de plusieurs risques (ajout du risque sectoriel, prise en compte de plusieurs classes d'actifs, etc.).

¹ Voir deuxième chapitre.

² Idem.

³ Jérôme Teiletche, Les hedge funds, page: 7

Parfois, les rendements sont mesurés en écart au taux sans risque. Ce dernier désigne le rendement qui peut être obtenu sans aucune prise de risque. Il est mesuré via un taux monétaire, bien qu'il y ait alors du risque bancaire, ou via le taux des obligations d'Etat de courte maturité. Un niveau typique pour le taux sans risque est de 3% ou 4% par an.

Dans le cas des hedge funds, les investisseurs s'attendent à être peu corrélés aux mouvements du marché sous-jacent, d'où des bêtas approximativement nuls, mais avec des alphas significatifs. Par abus de langage, on désigne fréquemment dans le monde de la gestion d'actif l'alpha comme étant égal à l'écart de performance entre un fonds et son *benchmark*, ce que suppose que le bêta est égal à 1. Dans le monde des hadge funds, la simplification va parfois jusqu'à ignorer l'existence de *benchmarks* –ou de facteurs de risque –, de sorte que l'alpha est assimilé à l'excès de performance au-dessus du taux sans risque.

3.3. Une partie des capitaux appartient aux gérants :

Les gérants de hedge funds, contrairement à ceux des fonds traditionnels, investissent une partie de leurs ressources dans leur fonds. Ils sont donc engagés aux côtés des investisseurs et partagent les opportunités de hausse et les risques de baisse. Dans un fonds traditionnel, le gérant est généralement un salarié de la société de gestion au service de ses investisseurs.

3.4. Une rémunération à la performance :

Contrairement aux fonds traditionnels qui facturent uniquement des frais de gestion, les gestionnaires de hedge funds sont rémunérés à la fois par des frais de gestion et des frais liés à la performance :

- Les frais de gestion sont facturés annuellement ou bien trimestriellement, ils varient entre 1 et 3%¹ de la taille des actifs gérés, et servent à couvrir en priorité les frais de fonctionnement du fonds ;
- Les frais liés à la performance représentent l'essentiel de la rémunération des hedge funds, ils représentent typiquement entre 15 et 25%² de la performance annuelle

¹ François-serge LHABITANT op.cit, page : 44.

² Idem.

réalisée. C'est bien cette source de revenus qui permet aux hedge funds d'attirer les gérants les plus talentueux.

La majorité des hedge funds utilise la commission standard appelée « one-and-twenty » : 1% des actifs est perçu comme frais de gestion, et 20% des profits annuels comme frais liés à la performance.

Si les rémunérations à la performance sont alléchantes, elles sont également à l'origine d'un risque. En effet, à la fin d'une mauvaise année, un gérant peut être tenté d'accroître le risque de son fonds pour essayer d'empocher une plus forte commission de performance. De même, un gérant qui aurait réalisé une bonne performance au début de l'année, pourra être tenté de sécuriser son fonds en ne prenant aucun risque jusqu'à leur paiement.

Pour éviter ce genre de comportement, un certain nombre de fonds incluent dans leur prospectus une clause spéciale appelée « high water mark »¹, qui impose une performance cible annuelle appelée « hurdle rate »². Il n'y aura pas de commission de performance tant que cette dernière ne sera pas atteinte, et les pertes liées à une augmentation de risque devront être rattrapées.

3.5.Des fonds limités dans leur taille et leur liquidité :

L'objectif de ce paragraphe est d'attirer l'attention sur deux particularités des hedge funds qu'implique la mise en œuvre de leur stratégie d'investissement. Il s'agit d'insister sur les conséquences de ce mode de gestion en matière de taille de fonds et de liquidité.

3.5.1. L'existence d'une taille critique :

Contrairement à la gestion traditionnelle où l'augmentation du volume investi permet d'augmenter les commissions perçues tout en diminuant le coût des passages d'ordres, les hedge funds n'ont pas toujours intérêt à augmenter la quantité d'actifs qu'ils gèrent. Cette

¹ Elle signifie que les frais de performance ne sont pas payés, que lors d'une hausse nouvelle et nette de la valeur des actifs.

² Rémunération minimum garantie à l'investisseur avant tout intéressement de l'équipe de gestion, le *hurdle rate* est généralement calculé en pourcentage des montants investis.

limite de taille, s'explique principalement par la nature des stratégies mises en place par les gérants.

Les stratégies de niche et celles visant à exploiter des anomalies de marché, ne permettent pas une augmentation indéfinie de la taille des fonds. Par exemple, certaines stratégies nécessitent de pouvoir se mouvoir rapidement sur des marchés (parfois eux-mêmes de petite taille) ce qui suppose une taille contrôlée. D'autre part, les résultats d'une stratégie d'arbitrage sont limités par le nombre d'opportunités que l'équipe d'analystes parvient à identifier. Dans le cas où sa taille serait trop importante par rapport aux opportunités disponibles, le fonds risque d'enregistrer de modestes performances.

Pour éviter ces situations, de nombreux hedge funds se fixent une taille critique au-delà de laquelle ils refusent toute nouvelle souscription. L'accès à ces fonds fermés n'est alors possible que si un investisseur se désengage ou par l'intermédiaire d'un fonds de hedge funds qui y aurait investi. Certains fonds prévoient même dans leur contrat la possibilité d'un remboursement de capital si les gérants jugent qu'il permettrait d'augmenter la rentabilité du fonds. Ce fut notamment le cas de LTCM en 1997 ou encore de Caxton Associates en 2004 qui remboursèrent chacun près de 2 milliards de dollars¹.

Cependant tous les gérants n'adoptent pas ce système de taille limitée. En effet, certains considèrent qu'il est possible d'absorber un flux d'entrée régulier sans risquer de déstabiliser leur politique d'investissement. C'est notamment ce qu'a révélé une étude menée par Hennessee Group en janvier 2001 auprès de 667 gérants². Celle-ci a montré que le problème était moins la taille que le flux des nouveaux souscripteurs: un accroissement de moins de 10% par trimestre, serait approprié pour permettre aux gérants d'adapter leur structure. Néanmoins il faut garder à l'esprit que les fonds spécialisés dans certaines stratégies de niche seront toujours limités par la taille du marché sur lequel ils investissent.

3.5.2. Des investissements peu liquides :

Contrairement aux fonds traditionnels qui sont contraints légalement d'offrir une liquidité quotidienne, il n'est pas possible d'entrer ou de sortir librement d'un hedge fund. Dans le cas des fonds traditionnels, un investisseur peut décider à tout moment de passer un ordre de souscription ou de remboursement. Pour cela, les gérants s'attachent à conserver dans

¹ François-serge LHABITANT op.cit, page : 50

² Idem

leur portefeuille une quantité de liquidités. Ce pool de liquidités a pour principale vocation d'éviter les liquidations de positions lorsque, sur une base journalière, les nouvelles souscriptions ne viennent pas compenser les demandes de remboursement de parts.

L'inconvénient est que le recours aux liquidités, n'est pas sans coût pour l'investisseur.

- D'une part, il pénalise la performance du fonds dans la mesure où les liquidités sont peu rémunérées.
- D'autre part, cette liquidité implique de fréquents mouvements de capital qui génèrent des coûts de transaction auxquels s'ajoute le temps perdu par les gestionnaires à équilibrer les souscriptions et les remboursements.

Par opposition, les hedge funds offrent généralement une liquidité réduite en fixant dans leurs contrats, les dates auxquelles les clients peuvent entrer et sortir du fonds. Généralement, cette liquidité est trimestrielle mais elle peut être plus longue pour les fonds investissant dans des actifs très peu liquides ou non cotés. Il est également souvent demandé aux clients de respecter une période de notification d'environ 30 à 90 jours afin d'informer les gérants de leur volonté de récupérer leur investissement. En cas d'afflux massif de notifications de sorties, certains fonds se réservent même le droit de suspendre momentanément les remboursements. Parfois, une durée minimale d'investissement (*lockup period*) d'un à trois ans, est même imposée¹.

Si ces conditions peuvent parfois apparaître contraignantes pour certains investisseurs souhaitant gérer activement leur portefeuille, elles présentent néanmoins un avantage évident en matière de performance. Elles donnent aux gérants la flexibilité nécessaire à la mise en œuvre de stratégies dynamiques d'investissement sans avoir à se soucier des problèmes de flux de capitaux engendrés par les demandes de souscription et de remboursement. Ces mesures contractuelles offrent notamment aux gestionnaires une plus grande liberté d'investissement à long terme. Sans ces dispositions, les paris sur le long terme seraient particulièrement risqués puisque les gérants auraient probablement besoin de fermer leurs positions pour faire face aux remboursements.

L'activité des hedge funds ne pourrait donc se focaliser que sur l'exploitation des inefficiences de marché dans le très court terme. Ces dispositions sont d'autant plus justifiées

¹ Jérôme Teiletche op.cit, page : 14.

que de nombreuses études ont montré que les hedge funds ont tendance à investir dans des instruments relativement illiquides¹.

Dans un tel contexte, les gérants ne pourraient répondre à des demandes quotidiennes de remboursement puisqu'il n'est pas possible de dénouer ce type de positions à n'importe quel moment.

Un autre aspect de ce manque de liquidité des hedge funds concerne la valorisation de l'actif net du fonds. Les fonds traditionnels sont supposés valoriser leur portefeuille et leurs parts sur une base journalière en se basant sur les cours de clôture des titres ou sur une estimation de leur vraie valeur établie par le comité de direction. Cette valorisation quotidienne a l'avantage de fournir aux investisseurs une bonne appréciation de la valeur de leurs investissements et certifie que les nouveaux investissements et les remboursements sont réalisés aux bons prix.

A l'inverse, les hedge funds ne sont soumis à aucune règle dans ce domaine. Chaque gérant a la liberté de recourir à ses propres méthodes de valorisation et de déterminer la fréquence à laquelle il souhaite les communiquer à leurs clients. Dans le cas des fonds investissant dans des actifs relativement illiquides, des valorisations journalières ne peuvent être déterminées sur la base du prix de marché puisqu'il n'est pas quotidiennement disponible. Les gérants peuvent néanmoins choisir de transmettre des estimations de la valeur des parts sur une fréquence hebdomadaire, mensuelle ou trimestrielle.

L'inconvénient est qu'en absence de toute règle, les gérants ont la possibilité de manipuler les prix dans le but de lisser la rentabilité de leur fonds. Cela se traduit par la présence d'une forte auto-corrélation dans les séries de rentabilités, laquelle est susceptible de biaiser l'évaluation de la performance et du risque des fonds concernés².

3.6. Des fonds peu transparents :

Le manque de transparence des hedge funds est une caractéristique bien connue par les investisseurs. Le plus souvent, les fonds se limitent à communiquer quelques informations

¹ François-serge LHABITANT op.cit, page : 42.

² Idem.

générales sur leur activité et leur style de gestion. Comparativement aux fonds traditionnels, les hedge funds ne donnent généralement aucune information sur les positions qu'ils prennent. Par conséquent, le contrôle et le suivi de la qualité des décisions prises par les gérants, sont quasi- impraticables.

Cette opacité entretenue par les gérants, trouve principalement deux explications¹.

- La première est liée aux conditions d'efficacité des stratégies d'investissement mises en œuvre par les gérants. En effet, le résultat de la majorité des stratégies dépend en grande partie de la discrétion des gérants en matière de structuration et de gestion des portefeuilles. Dans le cas de la stratégie d'arbitrage de fusions-acquisitions par exemple, le gérant a tout intérêt à ne pas trop dévoiler ses intentions. Considérant que le succès d'un tel arbitrage dépend du nombre d'actionnaires approuvant l'opération, l'annonce publique de ses objectifs pourrait faire augmenter le nombre d'actionnaires réticents et donc faire échouer le projet. Par ailleurs, il est probable qu'en divulguant ses positions, un fonds attire de nouveaux acteurs qui chercheront eux aussi à exploiter cet événement. Plus nombreux à arbitrer l'opération, la marge espérée s'en trouvera réduite et d'éventuels problèmes de liquidité pourront se poser.

Un autre exemple est celui d'un fonds détenant en portefeuille une majorité de titres à faible liquidité. En supposant que le gérant décide de le dévoiler, il risque de ne pas pouvoir liquider sa position au moment où il le souhaitera. De la même manière, un fonds utilisant les ventes à découvert ne dévoilera ses positions qu'une fois celles-ci dénouées afin de ne pas risquer d'affecter, de manière significative, le résultat escompté. Ces exemples permettent de comprendre pourquoi les gérants restent silencieux sur leur activité. Leur discrétion se pose comme une des conditions de profitabilité des stratégies qu'ils mettent en œuvre.

- La deuxième explication est de nature réglementaire. Les règles juridiques à l'égard des fonds d'investissement à caractère spéculatif proposés au grand public, restent aujourd'hui très strictes et exigeantes. Afin de disposer de la liberté nécessaire pour mettre en œuvre leur stratégie, les hedge funds contournent ces restrictions légales au moyen de deux procédés.

¹ François-serge LHABITANT op.cit, page : 48

Certains adoptent une structure juridique moins rigide telle que le partenariat limité ou le statut de société anonyme. D'autres décident de s'établir dans des centres financiers dits *off-shore*, réputés pour leur législation peu contraignante.

L'inconvénient est qu'en faisant ce choix, il leur devient dès lors, impossible d'attirer les investisseurs en réalisant de la publicité ou encore en recourant aux appels de fonds publics. En outre, les autorités considèrent que la diffusion d'informations relatives à l'allocation d'actifs ou aux positions tenues, rentre dans le domaine de l'illégalité.

Dans ce deuxième cas, la discrétion des gérants a une origine réglementaire alors que dans le premier cas, elle était dictée par des considérations stratégiques laissées à la libre appréciation du gérant.

Depuis quelques années, la question de l'opacité des hedge funds est un sujet régulièrement débattu entre d'une part, les professionnels du secteur souhaitant maintenir le mystère autour de leur gestion et d'autre part, les investisseurs militant pour une plus grande transparence.

3.7. Des clients qualifiés et fortunés :

L'exigence en matière d'investissement minimum, joue le rôle d'un filtre. Elle conduit à sélectionner implicitement certaines catégories d'investisseurs, jugées potentiellement éligibles au statut de porteurs de parts. Les modalités de souscription stipulées dans les contrats, prévoient, en moyenne, un engagement minimum d'un million de dollars. Cette restriction a pour effet de sélectionner les investisseurs les plus fortunés et les plus qualifiés.

Un investisseur devra détenir pas moins de 10 millions de dollars en portefeuille s'il veut consacrer une part de 10% de celui-ci aux hedge funds. S'il souhaite, dans un souci de diversification, investir dans 3 à 4 hedge funds mono-stratégie, la valeur de son portefeuille ne pourra être inférieure à 30 ou 40 millions de dollars.

Cette illustration tend à montrer que cette condition d'accès aux hedge funds individuels, est discriminante et tout spécialement pour les particuliers. Par manque de capital, ces derniers auront plutôt tendance à choisir des fonds moins exigeants en matière d'engagements tels que les sicav et les fonds communs de placement.

Selon l'*Investment Company Institute* (ICI)¹, la majorité des clients de fonds classiques appartient à la catégorie des revenus moyens, c'est-à-dire disposant de quelques milliers de dollars en portefeuille. Ce constat est intuitif puisqu'un montant d'environ 1000 dollars suffit pour y ouvrir un compte et qu'aucun minimum d'investissement additionnel n'est généralement requis. Cela explique pourquoi près de 92 millions d'américains possèdent des parts dans ce type de fonds.

Les montants élevés d'investissement exigés par les hedge funds, trouvent deux principales explications. L'une est d'ordre réglementaire, l'autre est propre au choix des gérants.

D'une part, il existe, dans de nombreux pays, plusieurs contraintes légales qui obligent les hedge funds à fixer un planché d'investissement élevé. Aux États-Unis par exemple, le *National Securities Markets Improvement Act* de 1996 fixe à cinq millions de dollars², le montant minimum qu'une personne physique doit investir pour entrer dans le capital d'un fonds alternatif. Cette règle implique qu'une personne physique souhaitant accéder aux hedge funds ou à tout autre produit non régulé, se doit d'être hautement qualifiée et capable de supporter le risque qu'engendre ce type de véhicules. Les hedge funds peuvent toutefois s'affranchir de cette règle, en exploitant certaines exemptions prévues par l'*Investment Company Act*²¹ ou bien encore en s'adressant à des clients non américains.

On peut également faire référence à certaines lois qui encadrent le nombre d'actionnaires auxquels un fonds peut faire appel. Aux États-Unis, leur nombre est limité à 99 ou 499³. Cette règle a pour effet, d'obliger (indirectement) les fonds à fixer des montants de souscriptions relativement élevés afin de disposer d'un montant d'actifs sous gestion suffisant.

Parallèlement à ces obligations légales, on peut voir dans cette mesure contractuelle, une volonté délibérée des gérants d'attirer une certaine catégorie d'investisseurs. Ce critère de sélection permet de retenir une clientèle aisée mais également qualifiée pour comprendre les stratégies mises en œuvre ainsi que le risque qui leur est attaché. Ces clients fortunés seraient également réputés plus fidèles que les petits épargnants dont l'horizon de placement est

¹ (ICI) est l'association nationale de commerce de sociétés d'investissements US, y compris les FCP, Fonds à Capital Fixe, les fonds négociés en bourse.

² François-serge LHABITANT op.cit, page : 50

³ Idem.

généralement plus court et donc moins compatible avec la liquidité qu'offrent les hedge funds.

Comme le souligne ce premier point, la gestion alternative est un univers particulier composé de fonds dont les caractéristiques sont très différentes des fonds traditionnels. Il regroupe des fonds peu liquides, destinés à des clients qualifiés et caractérisés par des stratégies complexes mises en œuvre par des gérants, rémunérés à la performance et adoptant la politique de la discrétion. Au-delà de ces particularités, l'attention des observateurs se focalise aujourd'hui sur l'ampleur de la croissance que connaît ce style de gestion, depuis les années 2000.

Section 2 : investisseurs institutionnels, les nouveaux clients des hedge funds

Après le krach boursier de 2001-2002 et la baisse des taux d'intérêt longs, les investisseurs institutionnels ont recherché d'autres sources de rendement plus élevé, ce qui les a conduits à réorganiser leur gestion pour accéder à des allocations stratégiques plus dynamiques. Ce fut la mise en place de la structure coeur/satellites¹ qui permet des délégations de gestion spécialisées pour incorporer des actifs dits alternatifs. Les *hedge funds* ont constitué des délégations de choix dans la promesse des rendements élevés.

1. La modification de la structure de la clientèle des hedge funds :

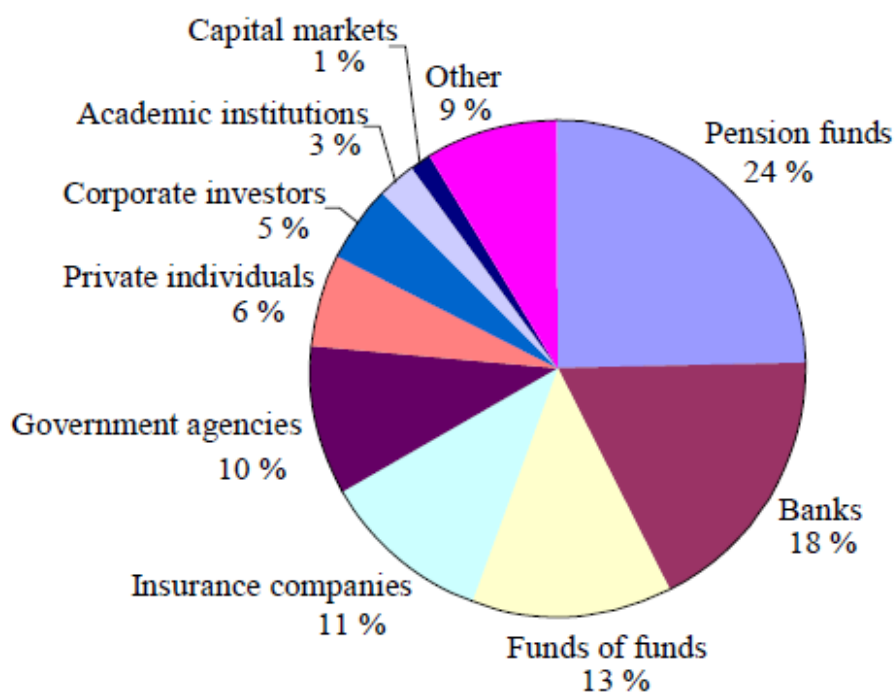
Originellement, les placements *hedge funds* étaient réservés à une clientèle privée fortunée. Depuis le début des années 2000, on observe une modification de la structure de clientèle des *hedge funds*. Celle-ci s'est en effet considérablement et rapidement élargie avec notamment l'essor des investisseurs institutionnels tels les fonds de pension et les fonds de *hedge funds*, fonds de fonds (FOF) (voir figure 1).

Les FOF sont des structures de placement collectif qui allouent des actifs à plusieurs *hedge funds*, afin de bénéficier des avantages de la diversification. Ils sont généralement gérés par des banques privées, des sociétés de gestion d'actifs ou des gestionnaires d'actifs institutionnels. Les gérants de ces FOF négocient avec chaque *hedge fund* le montant de

¹ C'est une méthode de constitution de portefeuille qui conjugue les meilleures caractéristiques théoriques de la gestion de portefeuille à une démarche de placement active éprouvée.

l'investissement et la grille tarifaire. Les commissions sont répercutées sur les clients, en plus de la commission de gestion du FOF. On parle alors d'institutionnalisation de l'industrie des *hedge funds* (voir tableaux 4 et 5).

Graphique 1 : Origine des apports de *hedge funds* (2005)



Source : EVCA/PWC/Thomson Financial.

Tableau 4 : L'évolution de la structure de clientèle des *hedge funds* 1997-2006
(*Asset under management –Aum-* en mds de dollars et parts de Aum en %)

| | 97 | 98 | 99 | 00 | 01 | 02 | 03 | 04 | 05 | 2006 |
|---|-----|-----|-----|-----------|-----|-----|-----|-----|-------|-----------|
| Total des Aum (mds de dollars) | 368 | 375 | 456 | 491 | 539 | 626 | 820 | 973 | 11105 | 1465 |
| Part de Aum (%) | | | | | | | | | | |
| Individus | 61 | 54 | 53 | 54 | 48 | 42 | 44 | 44 | 44 | 40 |
| FOF | 14 | 18 | 20 | 17 | 20 | 27 | 24 | 24 | 30 | 23 |
| Fds de pension | 5 | 10 | 12 | 14 | 15 | 15 | 15 | 15 | 12 | 11 |
| Entreprises et institutions | 9 | 8 | 7 | 7 | 8 | 7 | 8 | 8 | 7 | 8 |
| Endowments et fondations | 11 | 10 | 8 | 8 | 9 | 9 | 9 | 9 | 7 | 18 |

Source: Hennessee Group LLC ; estimates ; Mac Kinsey Global Institute Analysis.

Tableau 5: Evolution de la structure de clientèle des *hedge funds* (Taux de croissance des Aum en %)

| Taux de croissance (%) | 1996-2000 | 2000-2006 |
|-------------------------------|------------------|------------------|
| Individus | 14 | 16 |
| Fonds de fonds | 19 | 31 |
| Fonds de pension | 52 | 17 |
| Corporations /Institutions | 8 | 20 |
| Endowments/fondations | 22 | 17 |

Source: Hennessee Group LLC ; estimates ; Mac Kinsey Global Institute Analysis.

En 1997, selon une étude de Hennessee Group¹, la répartition des investisseurs en termes d'encours était la suivante : les particuliers fortunés (*high net worth individuals*) représentaient la part de capital des *hedge funds* la plus importante avec 61 %, très loin devant les fonds de *hedge funds* (FOF) avec 14 % et enfin les fonds de pension (5 %).

En 2006, ces parts passent respectivement à 40 % pour les particuliers fortunés, 23 % pour les fonds de *hedge funds* et 11 % pour les fonds de pension. Autrement dit, on assiste en

¹ Michel Aglietta et Sandra Rigot, Op.cit., page 24

moins de dix ans (1997-2006) à une baisse de la part des particuliers fortunés dans le capital des *hedge funds* passant de 61 % à 40 %, à une augmentation de la part des fonds de *hedge funds* de 14 % à 23 %, de même pour les fonds de pension de 5 % à 11 % avec des pics à 15 % entre 2001 et 2004 et une augmentation importante de la part des *endowments* et *foundations* de 11 % à 18 %.

En termes de taux de croissance annuels, on peut noter que ce sont les fonds de pension et les fonds de *hedge funds* qui connaissent les taux de croissance annuels les plus élevés. Entre 1996 et 2000 les fonds de pension connaissent un taux de croissance considérable avec 52 % contre 19 % pour les fonds de *hedge funds*. Dans la période suivante de 2000-2006, cette tendance s'inverse avec un taux de 17 % pour les fonds de pension et de 31 % pour les fonds de *hedge funds*. Ce qui traduit l'importance grandissant des fonds de *hedge funds*.

Plus récemment, selon une étude de Mc Kinsey & Company¹, 2007 serait la première année où les investisseurs institutionnels représenteraient plus de 50 % des flux des *hedge funds*. La part des particuliers fortunés accuserait une légère baisse en se situant toujours autour de 40 % des actifs des *hedge funds* tandis que les *endowments* et les *foundations* représenteraient 37 % et les fonds de *hedge funds* 23%. Si les allocations des investisseurs institutionnels en moyenne restent assez faibles, de l'ordre de 0,5 à 5 % environ, les sommes en jeu sont considérables.

Ainsi, la plus grosse part du capital des *hedge funds* reste celle des personnes fortunées depuis la dernière décennie, mais on observe une diversification de la clientèle des *hedge funds* au profit des FOF et des investisseurs institutionnels dont l'intérêt croissant constitue une des causes de ce boom des *hedge funds*. Il convient de voir plus en détails les facteurs qui en sont à l'origine.

2. Les facteurs d'offre et de demande de ce boom :

On distingue plusieurs facteurs de croissance pour expliquer ce boom des *hedge funds*².

¹ Michel Aglietta, Sabrina Khanniche et Sandra Rigot, Op.cit., page 92

² Michel Aglietta et Sandra Rigot, Op.cit., page 25

- Côté demande, il faut revenir sur le contexte économique très favorable avec des taux d'intérêts très bas depuis 2001, sur une très grande liquidité des marchés et sur la volonté des investisseurs institutionnels à diversifier davantage leurs portefeuilles.
- Côté offre, il s'agit essentiellement de l'importance des innovations financières favorisée par un tel contexte, d'une réglementation très allégée, voire inexistante, tant pour les managers de *hedge funds* que pour les véhicules d'investissement - en termes de stratégies, de levier, de responsabilité juridique- et d'une politique fiscale favorable.

Le premier facteur qui est sans doute le plus important est à rechercher dans la volonté des investisseurs d'une plus grande diversification de leur portefeuille. La forte baisse des marchés boursiers après l'éclatement de la bulle Internet de 2001 a incité les investisseurs, et plus spécifiquement les fonds de pension, à chercher à diversifier leurs actifs.

La gestion alternative, en général, et les *hedge funds*, en particulier sont apparus comme une solution séduisante en termes de diversification et de rendement pour réduire leurs déficits, la performance des marchés boursiers ayant baissé de près de 40 %¹.

L'apport des *hedge funds* en la matière est incontestable au sens où ils génèrent des rendements absolus, c'est-à-dire qui ne dépendent pas, en théorie, de la performance des marchés et de l'économie. En investissant dans les FOF plutôt que dans des *hedge funds* individuels, les fonds de pension ont cherché à mutualiser et diversifier les risques attachés aux *hedge funds*.

Un autre facteur important concerne l'innovation dans la technologie et les produits financiers qui permettent aux *hedge funds* d'élaborer des stratégies complexes et de traiter d'importants volumes de *trading* tout en baissant les coûts de transaction. (Ex: Plates-formes électroniques de trading, nouveaux instruments).

Stimulées par la demande des *hedge funds*, les banques ont créé une variété de produits sur les marchés réglementés et de gré à gré liés à la titrisation de crédit comme les véhicules de crédit structurés tels que les CDO² (*collateralized debt obligations*) qui ont permis aux *hedge funds* d'avoir des expositions dans des pools illiquides de prêts de consommations et d'hypothèques. De même les produits synthétiques comme les *total return*

¹ Michel Aglietta, Sabrina Khanniche et Sandra Rigot, Op.cit., page 94

² Voir chapitre 3.

*swap*¹ ou *contracts* ont permis aux *hedge funds* d'accéder à des nouvelles formes d'investissement.

Les *hedge funds* étaient désireux d'avoir des positions sur différentes classes d'actifs rapidement et facilement. Désormais partenaires essentiels des banques, les *hedge funds* absorbent leurs risques en achetant la dette dont les banques se débarrassent de plus en plus rapidement pour l'effacer de leur bilan. Ils représentent maintenant de 50 à 80 % du marché des obligations convertibles négociables, grand outil de financement des entreprises.

En plus de cette prolifération de nouveaux produits et de techniques de *trading*, des innovations et des améliorations ont été apportées en termes d'outils de *reporting*, de système de gestion des risques. Ces outils ont permis à la fois aux banques et aux *hedge funds* d'appréhender, dans une certaine mesure, les risques potentiels des produits financiers avant-gardistes et des positions complexes de *trading* qui s'en suivent².

Un autre facteur d'offre réside dans le fait que les *hedge funds* ont été capables d'attirer des gérants les plus brillants issus des banques d'investissement ou de la gestion d'actifs en leur offrant plus de liberté, d'indépendance et des compensations substantielles rendues possibles grâce à un système de double *fees*. En 2006, par exemple, 26 *hedge funds* managers ont gagné 130 millions de dollars. James Simons fondateur du *hedge fund* Renaissance Technologies, classé 6e plus gros *hedge funds* selon le magazine Alpha, et doté de 26 milliards de dollars aurait gagné 1,5 milliards³.

Enfin et surtout, les conditions financières favorables ont également contribué à ce boom des *hedge funds* avec des taux d'intérêts bas et donc des termes de crédit souples (de la part des banques de plus en plus désireuses de remporter le business des *hedge funds*), des fortes performances *d'equity* des *hedge funds*, sans oublier une fiscalité et des conditions réglementaires accommodantes.

¹ Appelé en français dérivé de crédit sur transfert de rendement, est un produit dérivé qui transfère l'intégralité de la performance d'un actif détenu en échange d'une référence variable. Le détenteur d'un titre obligataire (acheteur de protection) transfère à autrui (vendeur de protection) le risque attaché à la baisse de valeur de titre à une autre personne en contrepartie de la cession à celui-ci de fruits des produits attachés.

² Michel Aglietta et Sandra Rigot, Op.cit., page 26

³ idem

Section 3 : Les Hedges Funds entre avantages et inconvénients :

1. Avantages théoriques :

Une des raisons qui expliquent la quasi absence de réglementation concernant les hedge funds est issu du fait que les régulateurs estiment que les marchés financiers leur sont redevables d'une liquidité et d'une efficacité accrue : ils seraient « efficiency-enhancing » c'est-à-dire qu'ils aideraient au travers de leurs multiples stratégies à la formation de convention de marché sur les marchés organisés et standardisés.

- D'un point de vue théorique, la réalisation à grande échelle d'opérations d'arbitrage devrait effectivement annuler tout écart de prix et les faire tendre vers cette fameuse convention, sans pour autant affirmer qu'il s'agit d'une convergence vers une quelconque valeur fondamentale. La multitude, le nombre incommensurable de stratégies adoptées dans des sens opposés par les hedge funds, assure une absence d'effet moutonnier, une faible corrélation des rendements entre fonds.
- Ils assureraient une plus grande liquidité des marchés puisqu'ils prennent sciemment des risques sur des actifs plus risqués, illiquides et difficilement valorisables afin d'obtenir des rendements absolus élevés (faire de l'alpha) capables de compenser les énormes frais de gestion et de performance qui grèvent les profits du client. Ils contribueraient donc à réduire les spreads entre segments de marché.

Ces avantages théoriques sont aisément questionnables, ne serait-ce qu'au regard de la crise de l'été 2007. Alors que le marché interbancaire fut soudainement marqué par une crise de liquidité, les hedge funds ne se sont pas portés au secours des banques.

2. Risque des hedges funds :

2.1 Risques cachés :

Un investisseur, souhaitant estimer le profil du fonds dans lequel il souhaite placer son épargne, devrait disposer d'informations exhaustives notamment au travers de reportings où

figurerait le détail des allocations et stratégies appliquées, ainsi que des données chiffrées, précises et régulières de rendement/risque¹.

- Or cette industrie souffre indéniablement d'un manque cruel de transparence; la culture du secret remonte aux origines de l'industrie où les fortunes privées, désireuses de rester discrètes sur leurs opérations de placement, représentaient la majorité de la clientèle (Il y a encore dix ans de cela).
- Ensuite il faut rappeler que les indicateurs fournis ne sont fiables uniquement que si la distribution des rentabilités suit une loi normale, ce qui n'est pas le cas.
- Enfin les chiffres issus des bases de données sur l'industrie toute entière sont biaisés dans la mesure où seuls les hedge funds performants, ou en besoin de financement, divulguent leurs informations, où les hedge funds ayant cessé de divulguer leurs informations sont retirés de cette base. Au final, seuls 2300 sur une population de plus de 8000 fonds sont inclus dans la base. On parle de biais de divulgation, de sélection et du survivant.

En conséquence, les biais cumulés tendent à présenter des performances plus flatteuses qu'elles ne le sont réellement et induisent les investisseurs en erreur.

2.2. Risque de contrepartie et risque de contagion :

Le risque de crédit est largement disséminé au sein du système financier au travers de la vente de titres de dettes (CDS, ABS et CDO issus de la titrisation) sorties des bilans des banques qui ne désirent plus à elles seules couvrir en fonds propres les opérations de prêts réalisées. La titrisation est l'opération financière, méconnue de l'emprunteur, par laquelle une banque revend ses créances sur des marchés spécialisés, souvent groupées avec d'autres valeurs. Ce qui lui permet à la fois de se refinancer et de réduire son risque (qui est reporté sur les investisseurs qui achètent ses créances).

¹ Les investisseurs ne sont prêts à prendre de risques qu'en échange d'un rendement attendu supérieur. Systématiquement un investisseur souhaitant améliorer la rentabilité de son portefeuille doit accepter de prendre plus de risque.

La titrisation est devenue un phénomène courant depuis le début des années 2000. Les crédits titrisés sont rachetés par des investisseurs (fonds d'investissements classiques, fonds plus spéculatifs, etc.). Clairement les banques, au lieu d'internaliser ce risque selon le principe classique « originate and hold » appliquent le principe « originate to distribute ». Les hedge funds sont de gros acheteurs de ces titres et constituent de fait un maillon faible du système financier. Ils financent ces achats par les crédits du prime broker et l'émission de papiers commerciaux gagés sur les titres. Si ces titres deviennent invendables, les banques se retrouvent alors embourbées dans une crise de liquidité. C'est ce qui s'est passé à partir du 9 août 2007. Le fait que les banques centrales soient intervenues en injectant des liquidités pour sauver le système bancaire international prouve que le risque de contagion était très pris au sérieux.

Le risque de contagion est exacerbé par l'augmentation des corrélations entre stratégies des fonds contrairement à ce que la théorie pouvait laisser croire, constatait la BCE dans une étude réalisée en 2005. En effet, les fonds ont majoritairement adoptés des stratégies directionnelles et d'arbitrage à composante directionnelle, beaucoup plus corrélées aux variations des marchés boursiers. La faillite d'un hedge funds risque d'entraîner beaucoup plus facilement l'industrie entière avec elle. La BCE insiste également sur la perte progressive de liquidité de gros hedge funds dues aux positions sur les titres de dette.

Au final, la combinaison du levier d'endettement et de la perte de liquidité a constitué un terreau propice à une grave crise systémique.

Conclusion :

Les Hedge Funds sont peu ou pas réglementés. A la différence des fonds d'investissement destinés au grand public, une part importante des fonds peut être investie en actifs illiquides ou complexes. Ils utilisent massivement les techniques permettant de spéculer sur l'évolution des marchés, à la baisse comme à la hausse. Ils sont peu transparents et souvent implantés dans les paradis fiscaux.

Leurs gérants y investissent une part de leur patrimoine et prélèvent des commissions très importantes en fonction de la surperformance du fonds. Cela les incite à faire prendre aux fonds des risques de marché importants. Au cours des dix dernières années, les hedge funds ont enregistré une croissance rapide, et constituent simplement une évolution intéressante des marchés de capitaux comme toutes les évolutions antérieures sur ce marché, cette évolution sera irréversible.

Les hedge funds représentent aujourd'hui une part significative des transactions sur de nombreux marchés. Autrefois petits groupes d'entrepreneurs, ils sont aujourd'hui, le plus souvent, de grandes institutions financières qui emploient des centaines de personnes. Compte tenu de leur importance croissante et de leur spécificité, les hedge funds éveillent des suspicions quant à leur capacité présumée à déstabiliser les marchés voire à leur faire courir un risque systémique. Si ces inquiétudes sont légitimes pour certains, les hedge funds restent néanmoins des fonds d'investissement très rentables pour les investisseurs.

CHAPITRE 2

LES INSTRUMENTS, OUTILS
ET STRATEGIES
QU'UTILISENT LES HEDGE
FUNDS

Introduction :

Durant les années 1980, le développement des marchés financiers a été sans précédent. Le paysage financier change profondément. La règle des trois « D » a permis la suppression des barrières entre les métiers de la finance, le développement du financement de la dette par le marché et l'allègement du cadre réglementaire.

De nouveaux marchés sur la scène financière internationale sont apparus, nous assistons aussi au développement rapide des marchés de produits dérivés (organisés ou de gré-à-gré) et à l'utilisation grandissante de ces produits dans les portefeuilles d'investissement. Cette évolution des marchés s'accompagne d'une modernisation des méthodes financières avec l'apparition des ordinateurs.

Pour le bon fonctionnement de leurs stratégies, des hedge funds ont recours à plusieurs instruments financiers, les instruments de bases tels les obligations et les actions, et aussi ils utilisent beaucoup de produits dérivés : options, swaps...etc. A ces instruments financiers s'ajoute les outils, qui sont indispensables quant à la réussite de leurs stratégies, ces outils sont : la vente à découvert, l'effet de levier et l'arbitrage.

Dans ce chapitre on traitera les instruments financiers, de bases (les obligations et les actions) et les produits dérivés (les swaps, les options et les contrats à terme) qu'utilisent les hedge funds, les outils (à savoir : la vente à découvert, l'effet de levier et l'arbitrage), et enfin les stratégies des gérants que nous présentons en trois catégories : les stratégies directionnelles, les stratégies d'arbitrage d'anticipations et la stratégie event driven.

Section 1 : Les instruments financiers :

Pour la mise en place de stratégies d'investissement, les hedge funds ont souvent recours aux instruments financiers et cela pour de multiples raisons : amplifier l'effet de levier, se couvrir contre les risques du marchés... etc.

Dans cette section, nous abordons les instruments de base à savoir : les obligations, les actions et les produits dérivés (les options, les swaps et les contrats à terme).

1. Les obligations :

Une obligation est une valeur mobilière, constitue un titre de créance qui représente un emprunt fait par une entreprise, une collectivité locale, un Etat ou une institution internationale (Banque Mondiale, FMI...).

Quand un investisseur achète une obligation, il prête une certaine somme d'argent à l'émetteur de cette dernière et qui contracte donc une dette. Le détenteur (le prêteur) de l'obligation reçoit une rémunération qui est déterminée par un taux d'intérêt nominal appliqué à la valeur nominale de l'obligation. Cette rémunération constitue un coupon et son versement, un détachement de coupon.

Le taux d'intérêt appliqué peut être fixe, variable ou révisable. Chaque méthode présente ses avantages et ses limites¹.

- Un taux d'intérêt fixe : offre une rémunération périodique déterminée à la signature du contrat. Le taux servi est donc connu avec certitude pendant toute la durée de l'emprunt.

Toutefois, il empêche l'émetteur de profiter d'une baisse des taux et le porteur de profiter d'une éventuelle hausse des taux.

- Un taux d'intérêt variable : offre une rémunération périodique en fonction d'un indicateur spécifié dans le contrat. Cet indice peut être de toute nature : un indice de taux (TMO, TEC...), un emprunt de référence (taux des obligations souveraines par exemple), un indicateur économique (taux d'inflation).

Le taux est post-déterminé, il est fixé en fin de période portant à intérêt. Le niveau de rémunération n'est donc pas connu avec certitude avant le terme échu.

¹ Dov Ogien, pratique des marchés financiers, pages : 66 - 67

L'émetteur peut tirer profit d'une baisse des taux pour alléger la charge de la dette et le porteur peut tirer aussi profit d'une hausse des taux pour augmenter la rémunération des fonds prêtés.

Cependant, ce taux est peu utilisé, car son application est inconnue des deux contreparties pendant la période courante.

- Un taux révisable : offre une rémunération périodique en fonction d'un indicateur spécifique. Le taux est prédéterminé, il est fixé avant le début de la période portant à intérêt.

Le niveau de rémunération d'une période est donc connu avec certitude dès le début de celle-ci. Les deux contreparties peuvent ainsi tirer profit d'une évaluation favorable des taux, ce type de taux est largement utilisé sur les marchés financiers car il permet aux deux contreparties de connaître le niveau de rémunération appliqué à la période courante. Un exemple de taux révisable est celui du « LIVRET A ».

Il existe toutefois des obligations dites à Zéro-coupon¹ (l'obligation s'achète moins cher que sa valeur de remboursement), des obligations titrisées qui sont adossées à un portefeuille d'actifs tels des crédits hypothécaires.

2. Les actions :

L'action est une part des capitaux propres d'une société. L'actionnaire est donc propriétaire de la société au prorata du nombre d'actions qu'il possède. Le particulier qui y adhère opte alors généralement pour un instrument *sans échéance* (la sortie ne peut se faire que par cession du titre, il n'y a pas de remboursement prévu contractuellement), *sans revenu fixe* et *sans valeur nominale ni valeur fixe*².

Le cours d'une action constitue un compromis entre les revenus (dividendes et plus-values) et les risques. Ces derniers tiennent à de nombreux facteurs, aussi bien intrinsèques à la société (comme sa situation financière, technique et commerciale, sa politique d'investissement, ses perspectives et celles de son secteur économique, etc.) qu'externes, puisque le marché boursier est influencé par les événements politiques, la situation économique et monétaire, tant internationale que nationale, et par des éléments émotionnels

¹ Dov Ogien, op.cit, page: 67

² Idem, page : 81

ou irrationnels pouvant accentuer (à la hausse comme à la baisse) les fluctuations des cours de la bourse.

Tous ces facteurs complexes influencent le cours de l'action et peuvent le rendre assez volatil à court terme. L'investissement en actions doit par conséquent être considéré comme un placement à long terme. Les actions sont le plus souvent regroupées dans un «indice». Celui-ci regroupe des actions possédant des caractéristiques communes, que ce soit d'un point de vue géographique (indices nationaux tels le Bel 20, le CAC 40, le DAX, le Footsie, le Dow Jones, le Nikkei), d'un point de vue sectoriel ou d'un point de vue de la capitalisation boursière (indices de small caps...)

C'est le dividende éventuel et la fluctuation du cours (plus-value) qui constituent ensemble le rendement («return») d'une action. L'investisseur court le risque total de l'entreprise (il ne perçoit aucun revenu si l'entreprise va mal et, en cas de faillite, l'actionnaire passe après le créancier dans la répartition du produit de la vente des actifs, autrement dit, la plupart du temps, il ne peut rien récupérer en cas de faillite).

En contrepartie, étant copropriétaire, l'actionnaire détient les droits suivants, qui sont attachés bien évidemment à l'action¹ :

- droit au dividende: si l'entreprise a réalisé des bénéfices et que l'assemblée générale décide de les distribuer en tout ou en partie (et non de les réinvestir ou de les mettre en réserve), l'actionnaire a droit à une part de ces bénéfices, appelée dividende. Le dividende peut varier d'une année à l'autre, en fonction des bénéfices réalisés, mais aussi de la politique de distribution de ceux-ci. Si l'exercice est clôturé sur une perte, il se peut qu'il n'y ait pas de distribution de dividende. Le dividende n'est donc jamais garanti. Le dividende est généralement distribué en numéraire. Parfois, l'actionnaire a aussi la possibilité de le percevoir sous la forme de nouvelles actions (stock dividend), selon une proportion établie d'avance.

- droit de vote aux assemblées générales ordinaires et extraordinaires pour l'approbation des comptes annuels, la désignation et la démission des administrateurs, l'approbation du montant du dividende distribué aux actionnaires; l'actionnaire a ainsi un droit de contrôle sur la gestion.

¹ Dov Ogien, op.cit, page : 82

- droit d'information: l'actionnaire peut prendre connaissance, avant l'assemblée générale, du bilan de la société, du contenu de son portefeuille-titres, du rapport des commissaires et réviseurs, ainsi que d'autres informations, périodiques ou occasionnelles, communiquées par la société; l'actionnaire peut demander des explications sur la situation de l'entreprise.
- droit de répartition: en cas de liquidation, l'actionnaire a droit à une part de l'avoir social.
- droit de souscription (priorité sur les actions nouvelles), en cas d'augmentation de capital décidée avec l'accord des actionnaires. L'actionnaire qui ne souhaite pas participer à cette augmentation de capital peut vendre son droit de souscription en bourse, si l'action est cotée. Certaines entreprises distribuent parfois des actions gratuites, appelées «bonus».
- droit de transmission: pour les sociétés cotées, l'actionnaire peut vendre ses actions sur un marché boursier.

3. Les produits dérivés :

Au cours des trente dernières années, la mondialisation de l'économie a conduit les entreprises à prendre conscience des risques financiers. Cela a incité le secteur des services financiers à inventer des produits remarquables pour gérer ces risques. On a alors assisté au développement croissant de produits dérivés sur les marchés financiers non seulement en terme de volume mais aussi en terme de type de contrats.

On peut définir un produit dérivé comme étant un contrat dont la valeur est dérivée d'un autre actif, en général des investissements au comptant, tels que les actions, les obligations, les instruments monétaires ou encore les matières premières. Ainsi leur recours permet de gérer les risques des produits auxquels ils sont liés en anticipant les fluctuations sur les marchés¹.

Il s'agit d'un contrat entre deux parties, un acheteur et un vendeur, qui fixe des flux financiers futurs fondés sur ceux d'un actif sous-jacent, réel ou théorique, généralement financier. Les transactions sur les produits dérivés sont en forte croissance depuis le début des années 1980 et représentent désormais l'essentiel de l'activité des marchés financiers. En

¹ ING, instruments financiers, brochure simplifiée émise dans le cadre de la réglementation « MiFID » (Direction relative aux marchés d'instruments financiers) Janvier 2010.

2004, une croissance annuelle de 29 %¹ pour les dérivés sur produits de taux d'intérêt et de 21 % pour les dérivés sur actions et indices d'actions.

Ils peuvent être utilisés dans deux contextes différents :

- d'une part, comme outil de couverture contre un risque, risque de taux de change, taux d'intérêt ...etc (contre une évolution défavorable)
- d'autre part, ils peuvent constituer des outils de spéculation et donc d'excellent moyens pour anticiper les fluctuations futures de sous-jacent dans le but de réaliser des plus-values.

3.1. Les swaps :

Le terme Anglo-saxon Swap, signifie échange ou troc. A l'origine ce terme était utilisé pour désigner un échange de services ou de produits entre deux parties durant une période de temps déterminée mais, suite au premier swap réalisé dans le domaine de la finance par les courtiers américains de Salomon Brothers en août 1981 entre IBM et la Banque Mondiale, ce terme signifie plus précisément un échange de flux financiers. Ces flux sont généralement des taux fixes ou variables d'intérêts ou des taux de devises².

Un swap est donc un contrat établi entre deux entités pour lequel chaque entité conclue de s'échanger des flux financiers pendant une certaine période de temps et selon des modalités prédéterminées.

Le swap est le moyen le plus simple pour transmettre un risque à une contrepartie et en accepter un autre. Instrument de hors bilan, il permet de restructurer des actifs et des passifs, d'obtenir des conditions avantageuses de financement, et d'améliorer le rendement d'un portefeuille.

L'utilisation des swaps supprime la dépendance aux variations de taux des flux financiers. Une entreprise peut ainsi emprunter une somme à une banque et faire appel à un organisme spécialisé pour fixer le taux d'intérêt. Les deux parties doivent convenir de la

¹ www.wikipédia.com

² Jérémie Morvan, Marchés et instruments financiers, Dunod, Paris ; 2009 ? Page : 129

valeur de ce nouveau taux et l'entreprise réduit ainsi les risques lors du remboursement à la première banque. L'entreprise a donc échangé le taux d'intérêt variable de la première banque contre un taux fixe. On constate que les swaps sont également très utilisés lors des échanges de devises afin de ne pas être dépendant des taux de changes fluctuant considérablement.

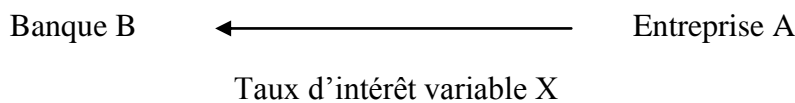
Mais on remarque aujourd'hui que l'utilisation des swaps s'éloigne de l'utilité première qui était de gérer les risques et de nombreuses entreprises utilisent ces derniers à des fins de spéculations boursières ou pour réduire leurs coûts de financement.

On distingue alors deux catégories de swaps :

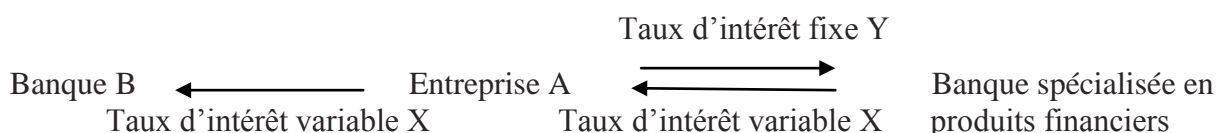
- le swap de taux ou swap d'intérêt : Il s'agit d'un échange basé sur une seule devise. Une contrepartie A va contracter un emprunt à taux d'intérêts variable a une contrepartie B. Parallèlement, elle va faire appel a une contrepartie C qui lui accordera un taux d'intérêt fixe en échange du taux d'intérêt variable emprunté a la contrepartie B. Le taux d'intérêts fixe est déterminée en fonction de ce que l'on appelle le « notionnel », c'est-à-dire par rapport a la valeur calculée entre le taux garanti et le taux variable de l'emprunt. Il s'agit donc d'un accord tripartite dans lequel les contreparties ne vont s'échanger que les taux d'intérêts durant une période déterminée sans jamais toucher au capital propre.

Exemple :

Prenons une entreprise A qui emprunte une certaine somme d'argent à une banque B. Le flux d'intérêt est le suivant :



L'emprunteur qui est l'entreprise A reçoit donc un taux d'intérêt variable X par la banque B. Les parties décident d'y adosser un contrat d'échange (swap de taux d'intérêt) d'une durée fixe de T, en utilisant une banque spécialisée en produits financiers, les flux vont donc prendre la forme suivante :



L'entreprise A versera donc un taux d'intérêt fixe Y a la banque spécialisée en produit financiers et cette dernière lui versera en échange le taux d'intérêt variable X qu'elle reversera a la banque B et cela durant toute la durée du contrat : T.

- Le swap de devise : Il s'agit d'un échange basé sur deux devises différentes qui peut faire intervenir des taux de change fixes ou variables. Deux parties vont convenir de s'échanger un montant prédéterminé de devises étrangères et s'engager à se rembourser mutuellement les sommes correspondantes aux intérêts entraînés durant un temps déterminé. A la fin de l'échéance elles vont se rendre les montants échangés. Il est fréquent que les deux parties fassent appels à un intermédiaire pour gérer cette transaction.

Exemple :

Prenons deux entreprises A et B. L'entreprise A souhaite se financer en dollars et l'entreprise B en Euros.

L'entreprise A peut emprunter sur son marche des Euros a un taux fixe X et l'entreprise B, des dollars sur son marche a un taux fixe Y. Les parties décident d'y adosser un contrat d'échange (swap de devise) d'une durée fixe de T et avec des intérêts fixes de Z pour l'entreprise A et de H pour l'entreprise B.

-La première étape va consister dans l'emprunt des sommes requises par chaque entreprise et l'échange de ce capital.

L'entreprise A emprunte au taux fixe X la somme en Euros nécessaire a l'entreprise B et verse ce capital a cette dernière.

L'entreprise B emprunte au taux fixe Y la somme en Dollars nécessaire a l'entreprise A et verse ce capital à cette dernière.

Tableau 6 : illustration d'une opération de *swap*

| Entreprise | Emprunt | Taux d'intérêt fixe sur le marché | Intérêts fixes dû à la contrepartie |
|------------|---------|-----------------------------------|-------------------------------------|
| A | Euros | X | Z |
| B | dollars | Y | H |

Source : Adaptation personnelle.

-Ensuite l'entreprise A va verser des intérêts de taux Z a l'entreprise B et l'entreprise B va verser des intérêts de taux H a l'entreprise A durant toute la période t du contrat.

-Enfin, une fois arrivé a la fin du contrat (temps T) l'entreprise A rembourse le capital prêté a l'entreprise B et réciproquement.

L'avantage dans ce type de swap, c'est que l'emprunteur pourra gérer le risque dû aux fluctuations des taux sur les marchés, réduire les coûts de financement d'une entreprise, obtenir un taux d'intérêt fixe pendant une période établie dans le contrat de swap, convertir une devise avec un taux fixe obtenir de la souplesse lors d'un emprunt, en effet les contrats de swaps ne sont pas standardisés et les contreparties peuvent adapter les flux financiers à leurs besoins et aura une certaine confidentialité car les swaps sont des contrats de gré à gré donc non rendu public. A ces avantages, ya un risque à supporter, c'est celui de non-paiement par la contrepartie. En effet, les accords de swaps tant conclus de gré à gré, donc rien ne garantie leur accomplissements.

3.2. Les options :

L'option est un instrument d'investissement qui peut être utilisé à diverses fins, en vue notamment de s'assurer contre un risque, de réaliser un complément de rendement ou de spéculer sur les évolutions à la hausse comme à la baisse d'actifs aussi différents que des matières premières (pétrole, blé, métaux, or...), des taux d'intérêt, des cours de change, et des actions ou des indices¹.

Les options sont des contrats qui donnent le droit mais non l'obligation à leur acheteur d'acheter ou de vendre l'actif sous-jacent à un prix spécifique (le **prix d'exercice**, ou *strike*) pendant une période donnée ou à une date donnée. Le vendeur de l'option est obligé de vendre ou d'acheter l'actif sous-jacent si l'acheteur de l'option décide d'exercer son droit d'acheter ou de vendre. Cette caractéristique des contrats optionnels est primordiale : l'acheteur de l'option n'est jamais contraint d'exercer celle-ci, il peut décider de laisser l'option expirer sans l'exercer. De façon asymétrique, le vendeur de l'option n'a pas le choix, il doit acheter ou vendre l'actif sous-jacent si l'acheteur de l'option le désire.

¹ Jérémy Morvan, op.cit. page : 131.

Le droit de vendre ou d'acheter un actif sous-jacent à un prix prédéterminé à un coût, l'acheteur d'une option doit ainsi payer un montant défini (la **prime** ou *premium*) pour entrer en possession de l'option. Il existe deux types d'options, les **options américaines**, pouvant être exercées n'importe quand jusqu'à la date d'échéance du contrat, et les **options européennes**, pouvant uniquement être exercées à l'échéance. Un *call* est un contrat qui donne à son acheteur le droit d'acheter le sous-jacent au prix d'exercice fixé pendant une période de temps donnée. Un *put* est un contrat qui donne le droit à son acheteur de vendre l'actif sous-jacent au prix d'exercice pendant une période donnée.

Tableau 7: Type d'option

| | L'acheteur | Le vendeur |
|----------------------------|--|--|
| Option d'achat <i>call</i> | Paie le prix de l'option, a le droit d'acheter | Reçoit le prix de l'option, peut être tenu de vendre |
| Option de vente <i>put</i> | Paie le prix de l'option, a le droit d'acheter | Reçoit le prix de l'option, peut être tenu d'acheter |

Source : Adaptation personnelle.

Les options ont une valeur. Elles peuvent faire l'objet de transactions sur un marché secondaire. Pour faciliter leur négociabilité, chaque marché organisé d'actifs a standardisé les termes du contrat. Ainsi, dans le cas des actions, la durée de l'option est souvent de 3, 6 ou 9 mois (mais des durées beaucoup plus longues sont également possibles), la dimension du contrat est souvent de 100 unités et le prix d'exercice est exprimé par unité.

Le prix d'exercice (le *strike*) est le prix auquel on peut acheter ou vendre le sous-jacent. Il est fixé par l'émetteur au moment de l'émission. Suivant le niveau du prix d'exercice par rapport au cours du sous-jacent, l'option peut être :

- At the money : lorsque le prix d'exercice est proche du prix du sous-jacent ;
- Out of the money : lorsque le prix d'exercice est supérieur au cours du sous-jacent dans le cas d'un call (inférieur au cours du sous-jacent dans le cas d'un put) ;
- In the money : lorsque le prix d'exercice est inférieur au cours du sous-jacent dans le cas d'un call (supérieur au cours du sous-jacent dans le cas d'un put).

Les déterminants du prix des options

Une étude attentive de la cotation des options donne plusieurs indications sur la façon dont le prix des options est fixé, c'est-à-dire sur le mode de calcul de la prime versée par l'acheteur de l'option.

Il faut d'abord noter que, plus une option possède un prix d'exercice élevé, plus la prime est faible pour un *call*, et plus elle est élevée pour un *put*. Par exemple, un *call* dont le prix d'exercice est de 114,5 est coté 4,99 ; contre 4,38 pour le *call* dont le prix d'exercice est de 115. La fonction de gain de l'option permet de comprendre pourquoi. Pour un prix d'exercice donné, plus le prix du sous-jacent est élevé, plus l'acheteur d'un *call* gagne. Plus le prix d'exercice est bas, pour un prix du sous-jacent donné, plus l'acheteur d'un *call* gagne, et plus il sera prêt à payer cher cette option. De la même manière pour un *put*, plus le prix d'exercice est élevé, pour un prix du sous-jacent donné, plus l'acheteur d'un *put* gagne, et plus il sera prêt à payer cher cette option.

En second lieu, plus la date d'échéance de l'option est éloignée, plus la prime est élevée, à la fois pour le *call* et pour le *put*. Par exemple, le *call* de prix d'exercice 105 vaut 3,99 si son échéance est juin 2005 et 4,44 si son échéance est septembre 2005. La prime augmente avec la durée de vie de l'option parce que le profil des gains d'un acheteur d'une option est non linéaire.

En effet, plus la durée de vie de l'option est élevée, plus il y a de chances que le prix de l'actif sous-jacent s'éloigne du prix d'exercice. Si le prix devient très élevé, bien supérieur au prix d'exercice de l'option, un *call* permettra de réaliser un profit important, mais s'il devient très bas, les pertes de l'acheteur du *call* seront limitées, puisque celui-ci décidera simplement de ne pas exercer l'option. La possibilité d'une variation du prix du sous-jacent plus importante lorsque la durée de vie de l'option est plus longue augmente, en moyenne, la rentabilité d'achat d'un *call*. De même pour le *put*, un prix très inférieur au prix d'exercice sera source de profits, alors qu'un prix très supérieur au prix d'exercice ne sera pas source de pertes élevées, car l'acheteur du *put* n'exercera pas son option. Or la probabilité que le prix du sous-jacent évolue de manière notable, à la hausse ou à la baisse, augmente avec la durée de vie du *put*.

En fait, une option est un contrat particulier, puisque son acheteur peut se dire : « face, je gagne ; pile, je ne perds pas beaucoup ». Une plus grande variabilité des prix du sous-jacent augmente donc la valeur des options (*calls* et *puts*). Et cette variabilité augmente avec la durée de vie de l'option. **Donc, plus l'échéance d'un *call* ou d'un *put* est lointaine, plus la prime est élevée.**

Ce raisonnement permet aussi de conclure que plus la volatilité du prix de l'actif sous-jacent est forte, plus les primes des *calls* et des *puts* seront élevées. Une plus grande volatilité des prix du sous-jacent implique qu'à l'échéance, le prix du sous-jacent peut se situer à des niveaux très différents. Cette incertitude est bénéfique au détenteur de l'option, puisque elle augmente en moyenne ses gains. Les acheteurs d'options sont donc prêts à payer une prime plus élevée lorsque la volatilité du sous-jacent est importante.

Dans la cadre d'une couverture contre le risque du marché, une position longue sur le marché au comptant sera couverte par l'achat d'un *put* sur le marché des options. A l'inverse, une position courte sera couverte par l'achat d'un *call* sur le marché des options. Néanmoins, les options présentent un avantage par rapport aux contrats à terme, leur exercice dépend de l'intérêt de l'acheteur à la date d'échéance ou durant la vie du contrat.

Dans la cadre d'une stratégie de spéculation, sans position sur le marché au comptant du sous-jacent, une position *call* est un achat éventuel dont le prix d'exercice est fixé à la signature du contrat. L'achat d'un *call* est donc réalisé dans le cadre d'une anticipation de hausse du sous-jacent. A l'inverse, une option *put* est une vente éventuelle dont le prix d'exercice est fixé à la signature du contrat. L'achat d'un *put* est donc réalisé dans le cadre d'une anticipation de baisse du sous-jacent.

3.3. Futures & Forwards

Le «future» est un contrat à terme par lequel deux parties s'engagent à acheter ou à vendre une quantité donnée d'une valeur sous-jacente (devises, obligations, indices boursiers...) à un prix fixé et à une date déterminée dans le futur¹.

¹ Jérémy Morvan, op.cit. page: 121

À la différence des options, les contrats de «futures» contiennent la notion d'obligation pour les deux parties: l'acheteur de «futures» s'engage, à l'échéance du contrat, à recevoir le sous-jacent, moyennant paiement au vendeur d'une somme appelée le «montant dû». De son côté, le vendeur de «futures» prend l'engagement de livrer à l'échéance le sous-jacent en échange du montant dû.

Les «forwards» sont des structures similaires qui ne sont pas cotées en bourse. Ils peuvent être construits sur mesure pour répondre à des besoins spécifiques des clients¹.

Section 2 : Les outils :

1. La vente à découvert :

1.1. Définition :

La vente à découvert est une opération spéculative que l'investisseur réalise quand il anticipe une baisse du prix d'une valeur. Elle est considérée comme la technique la moins utilisée de gestion boursière, il y a que les Professionnels qui l'utilisent, neuf sur dix des investisseurs n'ont jamais eu recours à cette technique².

Vendre à découvert, c'est placer un ordre de vente sur un titre qui ne nous appartienne pas actuellement, dans l'attente de voir son prix tomber dans le futur. Ce titre sera emprunté à un courtier en s'engageant à le restituer ultérieurement³.

Si un investisseur vend une action à découvert exemple à 20 dollars, il emprunte l'action à son courtier pour la délivrer à l'acheteur. Si le prix de l'action chute à 10 dollars, comme il l'a anticipé, il la rachète sur le marché pour la rendre au courtier.

Ainsi dans cet exemple, l'investisseur a gagné 10 dollars. Et dans le cas où le cours de l'action augmente, l'investisseur subira une perte puisqu'il la rachètera plus cher qu'il ne l'a vendu.

¹ Jérémie Morvan, op.cit. page: 121

² Stan Weinstein, secrets pour gagner en bourse, à la hausse et à la baisse, Valor Editions, 1990, page : 19 ;

³ Alexander Elder, vendre et vendre à découvert, Valor Editions, 2013, page : 05.

Quand l'investisseur emprunte une action, le courtier s'assure de la restitution de cette dernière en exigeant une couverture. Cette couverture se fait sous la forme d'un compte de marge.

L'investisseur y dépose le produit de la vente de l'action, auquel s'ajoute un certain pourcentage qui varie suivant la qualité des titres vendus.

1.2. Les arguments en faveur d'une telle approche sont principalement:

- La vente à découvert pèse nécessairement à la baisse sur le cours des actifs.
- Celui qui vend à découvert peut ainsi provoquer un mouvement dont il tirera ultérieurement parti en rachetant à un prix inférieur ; cette technique est d'autant plus pernicieuse lorsqu'elle donne lieu à collusion entre vendeurs, s'entendant pour provoquer une telle baisse des cours dans un contexte éventuel de rumeurs¹.
- Le coût de l'emprunt des titres cédés afin de respecter l'obligation de livraison est souvent trop faible pour décourager ou limiter cette forme de spéculation à la baisse.
- Certains considèrent en conséquence qu'une telle pratique de vente à découvert ne serait pas conforme à la morale des affaires.
- Le marché du prêt-emprunt de titres est un marché de gré à gré peu transparent et pour lequel la fixation du prix ne résulte pas d'une complète confrontation de l'offre et de la demande.
- la plupart des études suggèrent que les vendeurs à découvert sont informés et qu'ils aident à corriger la surévaluation des cours², améliorant de fait l'efficience informationnelle des prix. En outre, la présence de vendeurs à découvert favoriserait la liquidité et diminuerait la volatilité des rendements agrégés du marché.

1.3. Les arguments opposés à une telle approche sont principalement :

- Interdire les ventes à découvert nuirait à la liquidité du marché comme à l'efficacité du processus de découverte du prix.

¹ Stan Weinstein, op.cit. page : 219

² Idem.

- La proscription des ventes à découvert empêcherait – ou accroîtrait sensiblement le coût de toute une série d'opérations conduites par des intermédiaires financiers au bénéfice des émetteurs (émissions d'obligations convertibles, offres publiques, augmentations de capital au profit des salariés...)¹.

- Si la vente à découvert devait être proscrite, plusieurs techniques de marché, reposant notamment sur l'usage des produits dérivés, permettraient néanmoins à l'investisseur anticipant la baisse du cours d'une valeur déterminée, d'atteindre son objectif sans vendre directement à découvert la valeur en cause. Ainsi, pour prendre une illustration très simple, l'achat d'un put permet à l'acheteur de spéculer à la baisse du titre sous-jacent de la même manière qu'il le ferait en vendant ledit titre à découvert.

Toutefois, il est vrai que de son côté le vendeur du put, s'il ne peut pas avoir recours à la vente à découvert, pourra éprouver lui-même de la difficulté à se couvrir. L'achat du put pourra être ainsi rendu sensiblement plus difficile et plus onéreux qu'il ne l'est lorsque le vendeur peut librement se couvrir.

- La vente en empruntant les titres cédés ne semble pas être fondamentalement d'une nature différente de l'achat en empruntant les espèces; or jamais il n'a été demandé que l'emprunt d'espèces, qui favorise l'achat, donc la hausse du cours, soit interdit alors même que cet emprunt peut favoriser l'émergence d'une bulle spéculative. Le régulateur n'a pas plus à s'opposer à ceux des investisseurs qui anticipent une baisse des cours qu'à ceux qui anticipent une hausse.

- Il apparaît qu'aucun régulateur d'une grande place financière n'entend aujourd'hui recommander une telle approche.

- Le vendeur à découvert est peut-être le seul acteur sur le marché à même de détecter la survalorisation d'un titre quand l'analyse *sell side*, pour une raison ou pour une autre, n'a pas été en mesure d'exprimer à son égard une opinion de vente qui serait justifiée.

-la vente à découvert (short selling) est la « bête noire »² de certains régulateurs financiers dont la Securities and Exchange Commission (SEC), le gendarme de la Bourse américaine. Déjà réglementée aux Etats-Unis dans les années 30, largement développée aujourd'hui, la

¹ Idem. Page : 220.

² Stan Weinstein, op.cit. page : 220

vente à découvert permet de spéculer à la baisse. De telles positions ont un effet mécanique sur le cours des actions qui baisse, et précipitent l'effondrement du cours du titre.

- La VAD peut être utilisée à des fins de manipulation¹ : pour qui veut « massacrer » un titre, il suffit bien souvent, surtout quand les marchés sont particulièrement nerveux et volatils, de propager des rumeurs plus ou moins fondées et de vendre massivement à découvert, ce qui a un effet auto-réalisateur. Et si on a pris une position vendeuse, on a intérêt à faire circuler des rumeurs négatives pour faire baisser le titre et se racheter moins cher.

1.4. Synthèse :

- Il n'apparaît en définitive ni justifié ni opportun de proposer la proscription de toute forme de « vente à découvert ».

- Il est cependant bien exact que la vente à découvert nécessite un minimum d'encadrement, afin d'éviter les comportements de nature à nuire au bon fonctionnement du marché². A l'évidence en effet, la vente à découvert sans encadrement minimal peut générer un déséquilibre artificiel sur le marché, préjudiciable au fonctionnement normal des mécanismes de formation des prix³. Elle peut par ailleurs favoriser, lorsqu'elle est assortie de rumeurs, les abus de marché. Il convient donc de s'attacher à définir quels sont les comportements en cause et comment les éviter.

2. L'effet de levier

L'effet de levier est l'un des facteurs clés de la mise en œuvre des stratégies d'investissement alternatives non-directionnelles, stratégies portant sur des opportunités d'arbitrage qui visent à tirer profit de marges de quelques points de base seulement.

Cependant, les lois financières limitent très fortement la capacité des sociétés financières à recourir à l'emprunt pour acheter des titres ou réaliser des ventes à découvert. Or, les stratégies des *hedge funds* reposant fortement sur ces deux éléments, ils sont généralement organisés de manière à être exemptés de ces contraintes réglementaires.

¹ Idem.

² Stan Weinstein, op.cit. page : 121

³ Idem.

2.1. Définition :

L'effet de levier est communément défini comme étant, soit la capacité d'un fonds à emprunter du cash pour augmenter le volume des positions longues, soit sa capacité à emprunter des titres pour prendre des positions courtes en effectuant des ventes à découvert. Le volume investi par le fonds peut donc être supérieur au montant de son actif en gestion. Le niveau d'effet de levier sera par exemple noté 2 si le volume des positions courtes et longues du fonds est deux fois plus important que le volume de son actif net¹.

Il existe plusieurs mesures de l'effet de levier². Celle que nous avons précédemment énoncée correspond à la mesure de l'effet de levier comptable net, égal au montant des actifs investis divisé par le capital du fonds. Certaines mesures ne tiennent compte que des actifs risqués dans le calcul du numérateur. D'autres y incorporent le montant du notionnel hors bilan afin d'intégrer les positions sur dérivés dans son calcul. La première méthode exposée reste cependant la plus simple à mettre en œuvre et la plus utilisée. Cela est d'autant plus vrai lorsque l'on cherche à évaluer l'effet de levier des *hedge funds* dont on ne connaît pas le détail des positions prises par le gérant, rendant impossible toute mesure d'un ratio nécessitant le détail des positions fermes ou optionnelles composant le portefeuille.

L'utilisation originelle de l'effet de levier par les gérants de *hedge funds* (par A.W. Jones en particulier) visait à mettre en œuvre des stratégies d'investissement couvertes en combinant des positions longues et des positions courtes. Mais il peut aussi être utilisé pour amplifier les rendements issus de positions directionnelles, comme ce fut le cas au début des années 70. Financer des positions longues par l'emprunt peut par exemple permettre à un *stock picker* de stimuler le rendement issu de sa stratégie de sélection, ou bien, plus généralement, de stimuler les rendements d'actifs pour lesquels le gérant anticipe une évolution des cours à la hausse.

L'emprunt de titre peut permettre à un gérant de prendre des positions courtes. Ces prises de positions peuvent être uniquement directionnelles, permettant de tirer profit d'une baisse des cours. En dehors des *hedge funds* qui suivent des stratégies directionnelles courtes,

¹ Jérémie Morvan, op.cit. page : 118 ;

² Michel Aglietta, Sabrina Khanniche et Sandra Rigot, Op.cit., page : 101.

les positions courtes sont globalement utilisées à des fins de couverture. Elles permettent d'atténuer le risque de marché tout en profitant des profits réalisés grâce au *stock picking*.

Exemple de l'Effet de levier via un achat de produits dérivés :

En achetant un produit dérivé, par exemple une option call, un investisseur peut réaliser un bénéfice aussi élevé qu'en investissant directement en actions, mais avec une mise de fonds beaucoup plus faible, puisque la valeur du produit dérivé n'est qu'une fraction du prix des actions. Proportionnellement aux montants investis, les produits dérivés permettent donc de réaliser des gains plus élevés.

Afin d'illustrer de manière simplifiée cette notion, supposons qu'un investisseur ait le droit d'acheter un sous-jacent au prix de 100. Si le sous-jacent cote 120, le droit vaudra minimum 20, et si le cours du sous-jacent monte à 130, il vaudra au moins 30. Quand le cours du sous-jacent passe de 120 à 130, cela représente une hausse de 8,3%. Mais la valeur de l'option passe à l'échéance de 20 à 30, ce qui représente une hausse de 50% ! Il y a donc un effet de levier. Il est toutefois évident que ce phénomène joue dans les deux sens. Le produit dérivé est par conséquent un instrument idéal pour un investisseur voulant gérer son portefeuille de façon dynamique.

2.2. Les sources de levier :

En plus du classique emprunt de devises et des investissements en produits dérivés, les *hedge funds* peuvent avoir recours aux *repurchase* agreements (ou *repos*), pour générer un effet de levier et financer des positions longues additionnelles¹. L'opération consiste en un accord entre le fonds et sa contrepartie, visant à prêter des titres qu'il détient contre du cash et à effectuer l'opération inverse à l'échéance. Autrement dit, il s'agit de vendre des titres au cours présent tout en s'engageant à les racheter plus tard au même cours. D'où le terme *repurchase agreement*, qui signifie littéralement « accord de rachat ». Les liquidités ainsi obtenues par emprunt sont réinvesties totalement ou en partie dans des positions longues. A l'échéance du *repo*, les positions longues seront liquidées afin de pouvoir rembourser l'emprunt.

¹ Guillaume Monarcha, L'ANALYSE DYNAMIQUE DES STRUCTURES DE RISQUE DES HEDGE FUNDS, 2008, page : 17

Pour financer des positions courtes additionnelles, le *hedge fund* pourra avoir recours au marché des *repos* pour se procurer du cash, comme exposé précédemment. Il lui suffira ensuite d'effectuer l'opération inverse sur un autre titre et de la combiner à une vente à découvert. Le *reverse repurchase agreement* consiste à emprunter des titres contre le cash précédemment emprunté, avec l'obligation de les rendre à échéance¹. Autrement dit, la contrepartie du *hedge fund* s'engage dans une opération de *repo* similaire à celle que nous avons explicitée précédemment. Les *reverse repos* nécessitent généralement un équivalent en cash supérieur à la valeur des titres impliqués dans l'opération. Le montant de cette garantie additionnelle, le *haircut*, dépend du niveau de volatilité et de liquidité des titres laissés en garantie. Il peut être quasiment nul lorsque les titres sont des bons du trésor américain par exemple.

La deuxième étape consiste à vendre immédiatement au comptant les titres empruntés via le *reverse repo*. A l'échéance, il sont rachetés au cours du marché et revendus à la contrepartie au cours antérieur. Notons qu'une vente à découvert peut très bien être réalisée sur fonds propres, ne nécessitant pas d'effet de levier. Les *repurchase agreements* montrent des avantages pour les deux contreparties. L'emprunteur (recevant du cash contre des titres) se voit appliquer un taux d'intérêt inférieur aux taux de référence. De plus, le prêt consenti par le créancier est totalement sécurisé par les titres déposés en garantie.

2.3. Les limites de l'effet de levier :

Bien que les *hedge funds* ne soient pas directement limités dans l'utilisation des produits dérivés, l'effet de levier qui en résulte est cependant limité par les appels de marges, notamment pour les *futures*. En effet, prendre une position sur le marché des *futures* nécessite un dépôt de garantie auprès de la chambre de compensation, appelé *initial margin requirement* ou *deposit*. En fait, les règlements des différentes contreparties sont effectués auprès de la chambre de compensation. Ainsi, en cas de défaillance de l'une ou l'autre des contreparties, l'autre n'en subirait aucune conséquence.

Pour les investisseurs soumis à la *regulation T* de la SEC, le niveau de ce dépôt est fixé à 50% de la valeur du notionnel lorsque le sous-jacent du contrat de *future* (long ou court) est une action ou une obligation convertible par exemple. Les dépôts de garantie doivent être

¹ Guillaume Monarcha, op.cit. Page : 18.

alimentés avec du cash ou des actifs liquides. Ainsi, un *hedge fund* pourra générer un effet de levier de 2 sur ce marché. Lorsque la position est initiée, la chambre va calculer quotidiennement les gains et les pertes des différentes positions. Lorsqu'un investisseur subit des pertes, la chambre de compensation débitera son compte de dépôt. Il se peut cependant qu'il ne reste pas un solde suffisant sur ce compte pour solder l'opération. La chambre de compensation procédera alors à un appel de marge additionnel lorsque le niveau des réserves est jugé insuffisant (*maintenance margin*), ce afin de garantir la pérennité du contrat. Si l'une des contreparties ne peut pas payer un appel de marge, sa position est soldée sur le marché.

Le niveau des appels de marge est variable en fonction du type d'actif sur lequel porte le contrat de *future*. Par exemple, sur le *New York Stock Exchange* (NYSE), la chambre de compensation procédera à des appels de marge si un investisseur subit des pertes excédant 25% ou 5\$ par action détenue sur une position longue en actions. Ces seuils sont de 30% et 5\$ pour une position courte en actions. Les contrats de *futures* portant sur des actifs plus volatils (comme les bons du trésor ou les actifs obligataires non convertibles) ne sont généralement pas soumis à des dépôts de garantie, car beaucoup plus liquides. Cependant, les positions portant sur ce type de contrat sont garanties par des appels de marges spécifiques à chacun des actifs sous-jacents sur lesquels portent les *futures*. Le niveau des appels de marge est généralement fonction décroissante de la volatilité et du degré de liquidité de l'actif sous-jacent.

2.4. Le niveau de l'effet de levier des *hedge funds* :

Théoriquement, les *hedge funds* peuvent bénéficier d'un effet de levier très important, en utilisant des fonds levés par emprunt pour financer des positions sur les marchés de dérivés par exemple. Mais force est de constater que nous sommes relativement loin du mythe selon lequel les *hedge funds* utilisent des effets de levier très importants de manière systématique. En fait, la taille de l'effet de levier employé par les gérants est à la fois limitée par leur politique interne de gestion des risques et par les exigences de leurs contreparties.

Certains auteurs mettent d'ailleurs l'accent sur les changements de comportement des gérants et de leurs contreparties suite à la faillite de LTCM en 1998. Ils constatent que cet évènement a déclenché une prise de conscience collective sur les conséquences possibles d'une mauvaise gestion des risques relatifs à l'effet de levier, que ce soit du côté des *hedge*

funds, de leurs contreparties ou de celui des institutions financières internationales. Ils concluent que les gérants ont modifié leur comportement relatif à l'effet de levier après l'été 1998. L'effet de levier moyen a été revu à la baisse, surtout pour les fonds de taille importante. Ces changements se traduisent notamment par d'importantes modifications structurelles dans les stratégies des *hedge funds*. Autrement dit, les gérants réorientent leurs politiques de gestion vers des stratégies globalement moins risquées, qui nécessitent un effet de levier moins important.

Ce changement de comportement des gérants de *hedge funds*, jugé relativement significatif par les mêmes auteurs, était l'objectif premier des rapports produits par le Comité de Bâle [1999a, 1999b, 2000] et le Forum de Stabilité Financière (2000) au lendemain de l'épisode LTCM. Ces rapports dressaient alors un constat accablant sur les pratiques des banques se portant contreparties des institutions à haut effet de levier, dénonçant l'inadéquation des méthodes employées dans l'évaluation et la gestion des risques. Parmi les pratiques jugées inadéquates, nous retrouvons notamment une utilisation inadaptée des méthodes quantitatives basées sur la VaR. Ces rapports ont aussi mis en avant l'excès de confiance accordé aux gérants de fonds de la part de leurs contreparties malgré un manque évident de transparence. La conséquence directe de telles pratiques fut le déblocage de lignes de crédit conséquentes s'accompagnant d'une sous-estimation quasi-systématique des garanties nécessaires pour sécuriser les positions.

Nous pouvons pourtant constater qu'actuellement, l'effet de levier des *hedge funds* est globalement limité. Une grande partie des *hedge funds* n'utilise qu'un effet de levier limité. 28.8% des gérants déclarent ne pas utiliser d'effet de levier et 41.4% déclarent utiliser un « faible » effet de levier, inférieur à 2. Seulement 29.8% des gérants utilisent un effet de levier important. Mais l'effet de levier utilisé est très variable en fonction des styles d'investissement considérés. Par exemple, 60% des fonds de type *market neutral arbitrage* utilisent un effet de levier important, alors que cette proportion n'est que de 11.1% pour les fonds de type *distressed securities*.

Dans leurs travaux, Eichengreen et Park¹ s'interrogeaient sur la persistance dans le temps de la baisse du niveau moyen de l'effet de levier constatée après la faillite de LTCM. Nous pouvons aujourd'hui leur apporter une réponse claire : l'effet de levier est resté contenu

¹ Guillaume Monarcha, op.cit. page 20

dans des niveaux totalement acceptables (inférieurs à 2 dans la plupart des cas) et tout porte à croire que cette situation est pérenne. En effet, le développement récent de l'industrie des hedge funds est fortement lié à un accroissement très important de la demande institutionnelle. Cette clientèle est de plus en plus importante et relativement exigeante, ce qui aura certainement tendance à accroître la qualité des politiques de gestion des risques des gérants ainsi que le degré de transparence des hedge funds.

Tableau 8: Niveau de l'effet de levier utilisé par différents styles de *hedge funds*

| Catégories de <i>hedge funds</i> | N'utilisent pas d'effet de levier | Utilisent un effet de levier | | Total |
|--|-----------------------------------|------------------------------|------------------|-------|
| | | Faible (<2.0:1) | Elevé (= >2.0:1) | |
| <i>Aggressive Growth</i> | 30.7% | 55.0% | 14.3% | 69.3% |
| <i>Distressed Securities</i> | 46.3% | 42.6% | 11.1% | 53.7% |
| <i>Emerging Markets</i> | 39.5% | 40.9% | 19.5% | 60.5% |
| <i>Income</i> | 40.0% | 31.8% | 28.2% | 60.0% |
| <i>Macro</i> | 16.2% | 29.3% | 54.5% | 83.8% |
| <i>Market Neutral - Arbitrage</i> | 20.5% | 19.5% | 60.0% | 79.5% |
| <i>Market Neutral - Securities Hedging</i> | 28.6% | 26.1% | 45.4% | 71.4% |
| <i>Market Timing</i> | 36.9% | 24.3% | 38.7% | 63.1% |
| <i>Opportunistic</i> | 22.9% | 45.5% | 31.6% | 77.1% |
| <i>Several Strategies</i> | 29.2% | 38.3% | 32.5% | 70.8% |
| <i>Short Selling</i> | 31.8% | 45.5% | 22.7% | 68.2% |
| <i>Special Situations</i> | 22.2% | 57.6% | 20.2% | 77.8% |
| <i>Value</i> | 30.1% | 52.3% | 17.6% | 69.9% |
| <i>Toutes catégories confondues</i> | 28.8% | 41.4% | 29.8% | 71.2% |

Source : Van Hedge fund Advisors International LLC, 2004.

3. L'arbitrage :

L'arbitrage est une opération financière assurant un gain positif ou nul de manière certaine. Par exemple en prenant simultanément et en sens contraire position sur plusieurs actifs dérivés différents ou sur un produit dérivé et son actif sous-jacent. Il s'agit de profiter d'inefficiences temporaires de prix entre différents titres ou contrats.

Il se traduit essentiellement par :

- soit la vente d'un actif financier et l'achat d'un autre correspondant mieux, au prix actuel du marché et dans les circonstances actuelles, à ce que recherche l'investisseur en matière de perspectives de rendement et de risque acceptable;

- soit la vente et l'achat du même actif financier, mais sur deux marchés différents (par exemple la bourse de New York et celle de Paris), entre lesquels une différence de prix permettant un gain monétaire est constatée.

Les arbitragistes sont des professionnels incessamment à l'affût des opportunités que présentent ces différences de prix de marché. Ils ont un rôle important dans l'autorégulation des marchés financiers en effaçant les distorsions : quand un arbitrage est possible, ces opérateurs en profitent jusqu'à ce qu'il ne soit plus intéressant, ramenant ainsi les prix à leur juste valeur. Ainsi, plus un marché est liquide et transparent, moins des arbitrages apparaissent et restent disponibles longtemps.

La liquidité croissante des marchés et les progrès de la technologie, que ce soit les Nouvelles Technologies de L'Information et de la Communication mais aussi l'ingénierie financière, rendent de plus en plus rares et complexes les opportunités d'arbitrages. Par opposition aux spéculateurs, l'arbitragiste ne prend pas de risque mais cherche à générer un profit par l'intermédiaire des seules imperfections susceptibles de se produire entre différents marchés.

L'arbitrage est donc une combinaison de plusieurs opérations ne nécessitant globalement aucune mise de fonds ni aucune prise de risque et permettant de réaliser un profit certain. Il est important de préciser que c'est la combinaison de ces opérations qui n'est pas risquée car chacune de ces opérations réalisées de manière indépendante comporte un risque.

L'arbitrage requiert que les actifs sous-jacents soient suffisamment liquides pour que l'ensemble des opérations composant l'arbitrage puisse être noué et dénoué en même temps. En ce sens, les Hedge Funds dont l'activité principale est d'arbitrer permettent, peut être plus que d'autres activités, d'accentuer la liquidité des marchés et contribuent à soutenir la théorie de l'efficience des marchés financiers. En effet, les opérations qu'ils réalisent permettent de réduire les déséquilibres jusqu'à les faire disparaître. Le cours du sous-jacent retrouve alors sa valeur fondamentale ce qui est la base de la théorie.

Section 3. Les stratégies des hedge funds :

Pour mieux comprendre l'industrie des hedge funds, il va nous falloir faire un petit détour sur leur style d'investissement. Le terme générique hedge funds recouvre un ensemble extrêmement hétérogène de fonds avec des styles d'investissement complètement différents, la distinction entre ces styles porte sur les stratégies poursuivies qui se différencient sur la base de différents facteurs.

Les stratégies d'investissement des hedge funds peuvent se regrouper en trois familles¹. Ce sont, en premier lieu, des paris directionnels sur les valeurs futures de variables du marché ou de variables macro économiques à terme ou d'options, elles sont essentiellement : stratégie long/short equity et global macro. En deuxième lieu, les arbitrages d'anticipations cherchant à exploiter ce que les gérants perçoivent comme des inefficiences dans la formation des prix, elles sont essentiellement : stratégie equity market neutral et convertible arbitrage. En troisième lieu, l'exploitation de situation spécifique constitue un style à part, qui requiert une connaissance approfondie d'entreprises dont les gérants pensent que les conditions de rentabilité peuvent être radicalement modifiées, il s'agit du style événementiel, les stratégies sont essentiellement distressed securities et merger arbitrage.

Tableau 9 : Résumé des stratégies des hedge funds

| directionnelles | arbitrage | événementielles | hybrides |
|----------------------|-----------------------|-----------------|------------------|
| Global macro | Convertible arbitrage | Event-driven | Multi-stratégies |
| Long/short equity | Equity market neutral | distressed | |
| Dedicated short bias | | | |
| Emerging markets | | | |
| Managed futures | | | |

SOURCE : Michel Aglietta, Sabrina Khanniche et Sandra Rigot (2010)

¹ Michel Aglietta, Sabrina Khanniche et Sandra Rigot, Op.cit, page : 106.

Encadré 02 : Répartition de hedge funds par stratégie en 2009

| | |
|------------------------|--------|
| Convertible arbitrage | 1,78% |
| Dedicated short bias | 0,45% |
| Emerging markets | 7,86% |
| Equity market neutral | 1,91% |
| Event-driven | 26,81% |
| fixed income arbitrage | 3,35% |
| global macro | 17,29% |
| long/short equity | 21,59% |
| managed futures | 3,98% |
| multi-stratégiy | 14,96% |

Source: TASS, Janvier 2009.

1. Les stratégies directionnelles :

1.1. la stratégie long/short equity :

La stratégie long/short equity est la stratégie la plus ancienne et la plus connue des stratégies de hedge funds. Elle a été la stratégie des pionniers de l'industrie des hedge funds

1.1.1. définition :

La stratégie long/short consiste à combiner au sein d'un même portefeuille l'achat d'une action jugée sous-évaluée et la vente à découvert d'une action jugée surévaluée. La première constitue une position longue (*long position*) et la seconde une position dite courte (*short position*)¹.

L'investissement porte principalement sur les marchés action et il s'adapte aux opportunités et conditions de marché. En effet, cette stratégie de vente à découvert nécessite l'existence d'un marché de prêt/emprunt de titres et n'est donc possible que sur des marchés très liquides (actions de moyennes et grosses capitalisation).

Cette catégorie de fonds est la plus importante, tant en termes de capitaux gérés qu'en nombre de fonds (soit 31% de l'industrie en juillet 2006). Avec un montant moyen de l'actif

¹ Noel AMENC, op.cit. page : 103.

en gestion de 211Millions\$¹, ces fonds sont de taille moyenne au regard de l'ensemble des *hedge funds*. Avec un taux de croissance du nombre de fonds compris entre 20% et 40%² des 1995 à 2001, ce style de *hedge fund* est sans cesse sollicité par une demande plus nombreuse.

1.1.2. la mise en œuvre de la stratégie :

Les stratégies suivies par les gérants sont essentiellement orientées sur les marchés d'actions. Ils auront tendance à les adapter en fonction des conditions de marché et des opportunités d'investissement détectées. Ils pourront par exemple passer d'une approche d'investissement *large cap* à une approche *small cap* ou bien d'une approche *value* à une approche *growth*³.

Le portefeuille de ce type de fonds est essentiellement constitué d'actions pour la partie longue, bien que certains gérants peuvent y incorporer d'autres types d'actifs, comme des obligations ou des bons du trésor. La partie courte peut être constituée par des produits dérivés (options, futures) ou par des ventes à découvert.

En distinguant les actions dont le prix est sous-évalué (intégrées dans la partie longue du portefeuille) et celles dont le prix est surévalué (intégrées dans la partie courte), les gérants peuvent générer une performance « absolue », indépendante de celle des marchés d'actions, y compris en période de baisse. Dans ce cas, si le cours des actions constituant la partie longue du portefeuille chute moins que le cours des actions constituant la partie courte, la stratégie dégagera un rendement positif. La majeure partie des gérants maintenant une exposition longue significative, les rendements dégagés auront tendance à être moins affectés que ceux des actions dans un cycle baissier. En contrepartie, dans un contexte fortement haussier, la partie couverte aura tendance à limiter la performance du portefeuille⁴.

Le degré de couverture employé dépendra explicitement de la conjoncture des marchés. Il est évident que celui-ci aura tendance à être d'autant plus faible que les conditions de marché seront favorables (sur un trend haussier). En règle générale, le taux de couverture varie de 25% à 75%. La couverture peut être réalisée par des prises de positions courtes sur les mêmes actifs que ceux qui constituent la position longue ou bien par une position courte

¹ Noel AMENC, op.cit. page : 103.

² Idem.

³ François Serge LHABITANT, op.cit. page : 167.

⁴ Daniel CAPOCCI, op.cit. page : 127.

sur un indice afin de protéger le portefeuille contre une évolution adverse générale des cours. Les gérants détermineront ainsi la taille de l'exposition nette au marché ainsi que la taille de l'effet de levier, n'excédant globalement pas 2.

Le processus de construction du portefeuille s'articule autour des analyses *top down* et *bottom up*. L'analyse *top down* des marchés consiste à déterminer les segments de marché sur lesquels investir (*growth*, *value*, *small caps*, secteur technologique...). Elle vise à identifier les segments porteurs par une analyse fondamentale des tendances économiques. L'analyse *bottom up*, plus répandue dans ce style d'investissement, est basée sur la sélection de titres individuels (le *stock picking*) plutôt que sur la prévision de l'évolution des marchés. Une fois que les titres entrant dans la composition du portefeuille sont sélectionnés, le gérant déterminera les points d'entrée et de sortie sur les différents marchés, en utilisant des outils d'analyse technique ou fondamentale.

1.2. la stratégie Global Macro :

L'initiateur de cette stratégie est Julian Robertson ; lors de sa création du fonds Jaguar en 1986. Elle a pour objectif de chercher à exploiter des grandes tendances des marchés plutôt que de se focaliser sur l'analyse de titres en particulier.

Les fonds Global Macro sont parmi les fonds les plus connus de l'industrie du fait de l'émergence d'un groupe limité à partir des années 1980, on les surnomme les « gérants stars¹ », deux noms représentaient à eux seuls 30% des encours de la stratégie en 1997 : Soros Funds Management de George Soros (20 milliards de dollars) et Tiger Management de Julian Robertson (15 milliards de dollars)².

1.2.1. Définition :

L'approche global macro de l'investissement tente de générer des rendements positifs importants en faisant des paris avec l'effet de levier sur les variations des prix des actions, des monnaies, des taux d'intérêt et des marchés des matières premières³.

¹ Noel AMENC, op.cit. page :127

² Idem.

³ Steven Drobny, Hedge funds story, Valor Editions, 2007, page: 19

La partie « Macro » du terme provient des tentatives des managers d'utiliser des principes macroéconomiques pour identifier les désorganisations des prix des actifs, tandis que la partie « Global » suggère que de telles désorganisations se trouvent n'importe où dans le monde.

Les opérations global macro sont classées : soit comme directionnelles, lorsqu'un gestionnaire parie sur des mouvements de prix directs, comme par exemple un indice du dollar américain long ou des obligations japonaises courtes ; soit en valeur relative, lorsque deux actifs semblables sont appariés en position acheteuse et vendeuse pour exploiter une erreur de prix relative identifiée, par exemple des actions européennes apparaissant à la vente contre des actions US à l'achat ou bien des obligations allemandes à 29 ans à l'achat contre des obligations allemandes à 30 ans à la vente¹.

1.2.2. la mise en œuvre de la stratégie :

L'approche d'investissement des fonds global macro passe par l'utilisation d'un maximum de techniques de filtrage d'information qui sont :

- L'analyse fondamentale et politique des économies globales et de leurs marchés financiers ;
- L'analyse technique des marchés, la mise en œuvre de modèles mathématiques et d'algorithmes de valorisation des diverses catégories d'actifs observés sur tous les marchés (actions, obligations, produits dérivés...) ;
- Le « bouche à oreille » les gérants global macro avouent l'importance d'avoir une relation privilégiée avec leurs correspondants (tables de négociation des principaux animateurs de marchés, broker-dealers, etc.). ces contacts leur permettent une grande réactivité au flux, facteurs essentiels de détermination des prix à court terme.

Comme nous l'avons souligné plus haut, les gérants de la stratégie « macro » cherchent à identifier les fluctuations de prix inhabituelles, éloignées de leur situation d'équilibre. Dans de telles conditions, les perceptions de participants au marché s'écartent des niveaux réels. Ce qui crée une tendance de prix.

¹ Steven Drobny, op.cit. page: 19.

L'identification de nouvelles tendances sur les marchés s'effectue en plusieurs étapes. Tout d'abord, le gérant doit identifier les déséquilibres sur les différents marchés à partir de modèles macroéconomiques. Durant cette phase, le choix d'un modèle adapté est primordial. Il doit en effet être en adéquation avec la réalité économique d'un pays, sans quoi la perception des déséquilibres peut être largement faussée. Une fois un déséquilibre identifié, l'étude du contexte économique mène le gérant à identifier plusieurs scénarios possibles, visant à déterminer quel pourra être l'impact du déséquilibre sur un marché donné. Lorsque qu'un scénario atteint une forte probabilité d'occurrence, les positions sont prises en conséquence. Les points d'entrée et de sortie sur le marché concerné sont déterminés à l'aide de la méthode technique.

Pour mieux comprendre, prenons un exemple théorique, considérons un marché baissier. Les gérants de fonds global macro considèrent généralement que la plupart des fluctuations de prix des marchés financiers sont de l'ordre d'un écart type autour de la moyenne¹. Ils estiment cette volatilité comme étant normale, ce qui n'incite pas les gérants à prendre des opportunités d'investissement particulières. La situation exceptionnelle, c'est quand les fluctuations d'instruments ou de marchés s'écartent de plus de deux écarts types de la moyenne, une opportunité d'arbitrage se présente, car le prix du marché d'un actif diffère de son prix réel. Ce genre de variation ne se présente généralement que quelques fois par décennie. Le gain se fera en misant sur un retour de prix à leur niveau réel.

1.2.3. Les risques inhérents à la stratégie :

Les risques inhérents aux fonds *global macro* sont issus du caractère discrétionnaire du processus d'investissement. Comme nous l'avons vu précédemment, la construction d'une stratégie de ce type repose sur l'analyse et surtout sur la sélection des données fondamentales auxquelles le gérant peut accéder. Dès lors, un risque lié à l'utilisation de l'analyse fondamentale pure se dessine : le risque de modèle. Ce risque émerge lorsque le modèle fondamental dessiné par le gérant ne prend pas en compte un facteur important, omission pouvant mener à une mauvaise identification des tendances de marché et impliquer des pertes importantes.

¹ Daniel Capocci, op.cit. page : 114.

L'impact d'une mauvaise évaluation des tendances peut être exacerbé par le niveau de l'effet de levier et la concentration des positions constituant le portefeuille du fonds. En effet, l'ampleur des pertes enregistrées sur une ligne d'investissement dépend directement du niveau de l'effet de levier, mais aussi de la nature de l'actif négocié. La combinaison produits dérivés – effet de levier élevé peut notamment mener à des niveaux de pertes importants.

Depuis la période été 1998 - 2000, nous assistons à une évolution des politiques de gestion des risques des gérants de fonds *global macro*. Celle-ci a d'abord été provoquée par la faillite du fonds LTCM en 1998. Suite à cet événement, il a été mis en avant que des risques extrêmes pouvaient être facilement générés par l'utilisation combinée d'un effet de levier élevé et de produits dérivés.

En second lieu, l'année 2000 a été difficile pour les fonds *global macro* les plus importants. Les mauvaises performances enregistrées par les six fonds du Tiger Management Group de Julian Robertson entre l'été 1998 et l'année 2000 illustrent ce point. En subissant des pertes estimées à 1,6Mds\$ en 18 mois¹, ce célèbre gérant a notamment été contraint de fermer le non moins connu Jaguar Fund. L'origine de ces pertes est intimement liée à la difficulté de gérer un fonds *global macro* dont l'actif en gestion est très important, surtout en période d'incertitude sur les marchés. Suite à cette débâcle, les gérants ont implicitement reconnu les contraintes qui pouvaient être générées par un capital trop élevé en réduisant significativement la taille des fonds *global macro*. La taille moyenne de ce type de fonds est passée de 310.8Mns\$ en décembre 1995 à 88.7Mns\$ en décembre 2002².

2. Les stratégies d'arbitrage d'anticipations :

2.1. la stratégie equity market neutral :

2.1.1. définition :

La traduction d'equity market neutral est investissement neutre en marché action. Les gérants de cette stratégie cherchent, indépendamment des titres sélectionnés, à avoir une position totale neutre par rapport au marché par l'intermédiaire de positions longues et courtes

¹ Noel AMENC, op.cit. page : 128

² Idem.

(position globale faiblement exposée, d'où l'aspect neutre par rapport au marché). Ils construisent cette position par l'utilisation quasi exclusive d'actions¹.

2.1.2. La mise en œuvre de la stratégie :

Contrairement aux *hedge funds* du style *long/short equity*, les portefeuilles de ce type de fonds sont construits de manière à ce que le risque de marché soit couvert en permanence, ce qui se traduit par un degré d'exposition au marché très faible, voire nul.

Ce type de stratégie est souvent qualifié de *beta neutral*². Généralement, les positions prises par les gérants sont constituées *pair trades*, combinant positions courtes et longues pour des montants équivalents sur des actions similaires. Les actions sélectionnées sont le plus souvent cotées sur le même marché, émises par des sociétés d'une même branche ou d'un même secteur.

L'objectif de cette sélection pointue, en plus d'éliminer le risque de marché, est d'éliminer l'exposition à une devise, à un secteur ou une branche particulière, ainsi qu'à la volatilité des marchés³. Supposons qu'un gérant américain se positionne court sur une action française du secteur des télécoms et long sur une action du secteur technologique américain, son portefeuille pourra être *beta neutral* par rapport au marché boursier dans son ensemble. Cependant, il y a de fortes chances pour que son portefeuille montre une exposition longue au secteur technologique américain, une exposition courte au secteur français des télécoms ainsi qu'une exposition courte sur l'euro engendrée par la position française.

Le portefeuille d'un fonds *equity market neutral* est donc essentiellement constitué de paires d'actions sélectionnées de façon à maintenir la plus grande neutralité possible dans les expositions. Les rendements de ces fonds, contrairement à ceux des portefeuilles directionnels des fonds *long/short equity*, dépendent essentiellement de la capacité du gérant à identifier et saisir des opportunités d'arbitrage, de sa capacité à générer un alpha positif.

Les modèles utilisés par les gérants afin de déterminer le prix d'équilibre vers lequel le prix de marché d'une action doit converger sont assez complexes et peuvent parfois être assimilés à des « boîtes noires ». La technologie et les sources d'informations utilisées pour

¹ Michel Aglietta, Sabrina Khanniche et Sandra Rigot, op.cit. page : 114.

² Daniel Capocci, op.cit. page : 189.

³ Idem.

modéliser les cours des actions dépendent du type de stratégie choisi, ainsi que de l'horizon d'investissement du gérant. En effet, l'utilisation de données fondamentales sur les sociétés peut être adaptée à la construction des positions dans le cas où l'horizon d'investissement est de long terme, mais s'avèrera beaucoup moins efficace dans une optique de court terme.

2.2. la stratégie convertible arbitrage :

2.2.1. définition :

La stratégie convertible arbitrage est définie comme étant une stratégie non directionnelle, ces gérants focalisent leurs investissements sur des obligations convertibles. Ce sont des actifs financiers hybrides combinant une obligation émise par une société et une option d'achat d'actions de cette même société. Ils sont essentiellement négociés sur les marchés américains, européens et japonais¹.

Les gérants tendent généralement à couvrir les positions longues sur convertibles par des ventes à découvert d'actions de la même société émettrice (le ratio de couverture variant usuellement entre 30% et 100%), combinaison pouvant notamment leur permettre de réaliser des opérations d'arbitrage lorsque la volatilité des actions est importante ou lorsque le prix de l'option contenue dans le convertible est mal évalué.

La stratégie convertible arbitrage représente près de 2% des hedge funds en janvier 2009 (voire tableau de la répartition des hedge funds par stratégie). Son évolution est liée à celle des émissions d'obligations convertibles. Alors que le volume des émissions a progressé de 1997 à 2001, il a ralenti depuis, ce qui a eu impact direct sur la stratégie qui a été en déclin depuis cette époque².

2.2.2. la mise en œuvre de la stratégie :

Il est important de noter que Le détenteur d'une obligation convertible détient une obligation classique ainsi que le droit de l'échanger contre un équivalent préétabli en actions de la même société émettrice. Le nombre d'actions pouvant être échangé contre une obligation convertible est appelé « base de conversion ».

¹ Michel Aglietta, Sabrina Khanniche et Sandra Rigot, op.cit. page : 116

² Idem.

L'éventuel exercice de la conversion en actions par le détenteur du titre donne lieu à une augmentation du capital de la société émettrice. En cas de non exercice de l'option d'achat, une obligation convertible sera valorisée au plus haut, à l'échéance, entre sa valeur obligataire ou sa valeur en actions. Une obligation convertible peut aussi incorporer une clause de rappel, permettant à la société émettrice d'effectuer un rachat anticipé des titres à un prix fixé par avance, appelé « valeur de conversion maximale ».

Les gérants de cette stratégie procèdent à une analyse fondamentale ainsi qu'à une analyse minutieuse des caractéristiques des obligations convertibles, afin d'évaluer le potentiel des entreprises¹. En effet, afin d'identifier un titre sous-évalué, ou un dont le prix diffère de celui du sous-jacent, les spécialistes analysent des centaines d'obligations convertibles.

Une fois l'obligation convertible dont le prix ne reflète pas sa valeur est identifiée, le gérant procède à la méthode la plus connue, utilisée par les gérants de hedge funds, il achète l'obligation convertible et vend à découvert le sous-jacent. De cette situation, il crée une position neutre qui leur permettra de réaliser des bénéfices dans de nombreuses situations suivant l'évolution de la corrélation réelle entre les titres considérés².

Notons qu'au moment de l'évaluation des titres, le gérant identifie des obligations convertibles mal évaluées avec un profil rendement-risque favorable, c'est-à-dire des titres dont le prix ne diminue pas aussi rapidement que celui du sous-jacent en période de marché baissier, mais qui suivent les reprises de cours des titres sous-jacents dans un marché haussier. Nous illustrons ce principe dans le tableau suivant :

Tableau 10: obligations convertibles

| Variation de prix | baisse | hausse | stabilité |
|-------------------|--------|--------|-----------|
| Sous-jacent | -10% | +10% | 0% |
| Convertible A | -2% | +8% | +5% |
| Convertible B | -4% | +7% | +5% |

Source : Daniel CAPOCCI, introduction aux hedge funds, page 159

¹ Daniel Capocci, op.cit. Page : 158.

² Idem. Page : 159.

Le convertible A est plus intéressant que le convertible B, car quand le sous-jacent baisse de 10%, il ne perd que 2% contre 4% pour B et, en cas de hausse du sous-jacent de 10%, il augmente de 8% contre 7% pour B.

3. La stratégie event driven :

La stratégie event driven ou stratégie événementielle en français, vise à exploiter tout événement spécifique affectant une entreprise. Les fonds qui investissent dans cette stratégie, se focalisent sur des actifs financiers émis par des entreprises se trouvant dans une situation particulière de leur cycle de vie, tels : une offre publique d'achat ou d'échange, une fusion, une acquisition, une recapitalisation, une restructuration ou pire encore, un état de détresse financière (faillite ou dépôt de bilan). Généralement, pour réussir cette stratégie, les gérants prennent des positions longues et courtes et ils utilisent autant des actions ordinaires et préférentielles, que des obligations, des certificats ou d'autres émissions des sociétés concernées¹.

La stratégie event driven englobe en générale deux stratégies : les stratégies *distressed securities* (les sociétés en détresse) et *merger arbitrage* (les fusions et acquisitions) Les gérants distribuent leurs avoirs suivant les événements qui leur offrent les meilleures opportunités d'investissement, ils se spécialisent sur l'une des deux. Ainsi, dans la période qui suit une récession ; de nombreuses entreprises saines connaissent des difficultés financières. Il devient à ce moment là opportun d'investir dans des sociétés en détresse afin de réaliser des bénéfices. A l'inverse, dans des périodes de marché porteur, le marché des fusions et acquisitions est plus opportun et l'arbitrage du risque offre de meilleurs profits.

3.1. Distressed securities :

3.1.1. Définition

Les fonds spécialisés dans la stratégie distressed securities s'orientent vers des entreprises en grande difficulté financière ou opérationnelle, des faillites, des réorganisations, des recapitalisations et autres situations difficiles et cherchent à tirer profit d'une amélioration de leur situation².

¹ Michel Aglietta, Sabrina Khanniche et Sandra Rigot, op.cit. page : 117

² Idem.

Cette stratégie s'est développée principalement aux USA. La loi américaine, celle relative aux faillites des sociétés, précisément le chapitre 11, exonère les sociétés en quasi-faillite de rembourser leur créiteurs. Cette loi favorise, en effet, le soutien de sociétés en difficultés¹.

L'objectif de cette loi est d'éviter que les sociétés en faillite ou quasi-faillite n'entrent en liquidation et pouvoir les sauver. Elle organise précisément ; la restructuration de la dette de ces sociétés et impose entre autre, de strictes règles de communication. Dans ce cadre est organisé un comité de créiteurs qui tente de remettre la société sur pied².

En revanche, cette stratégie n'est pas très développée en Europe, du fait du non existence de lois relatives à la restructuration ou au sauvetage des sociétés en faillite. En Europe, la faillite correspond à la fin de la vie d'une société et elle n'est généralement pas assimilée à un renouveau.

3.1.2. La mise en œuvre de la stratégie :

Les gérants de cette stratégie procèdent à une analyse fondamentale des sociétés qui ont une notation très faible (CCC chez standard & poor's, CAA chez Moody's), celles-ci sont soit dans l'incapacité d'honorer le remboursement de leur dette, soit en situation de quasi-faillite. A cette analyse s'ajoute leur connaissance du processus de faillite³.

Les opportunités que saisissent les gérants proviennent le plus souvent d'une baisse importante des prix des actions ou des obligations de la société concernée, baisse qui intervient suite à l'apparition des difficultés financières, une mauvaise structure du capital (la société émet plus de dette qu'elle ne peut en rembourser) ou suite à un événement extérieur défavorable (comme le paiement d'une large somme suite à un procès...etc.).

La conséquence directe de cette baisse est que les cours convergent vers un niveau qui est inférieur à leur niveau théorique. Cette sous-évaluation des prix des actions par le marché s'explique par le comportement des investisseurs qui vont être enclins à vendre les actions et les obligations de la société pour différentes raisons :

¹ Daniel Capocci, op.cit. Page : 93.

² Michel Aglietta, Sabrina Khanniche et Sandra Rigot, op.cit. page : 118

³ Daniel capocci ; op.cit. page : 99.

- Suite à un mouvement de panique généré par la détérioration de la situation de la société ;
- Les investisseurs peuvent préférer retirer une partie de leur capital maintenant, plutôt que de maintenir leurs positions et attendre un processus de restructuration long à l'avenir incertain.

Il existe deux moyens de profiter d'une mauvaise fixation de prix pour une entreprise en difficulté¹ :

- La première est l'analyse absolue : qui se base uniquement sur l'analyse fondamentale des titres émis par l'entreprise. Les gérants spécialisés dans cette stratégie dénichent des titres sous-évalués et prennent position et détiennent les titres de cette société tout au long du processus de restructuration s'ils prévoient que la valeur de ces titres retrouveront leur valeur fondamentale à la fin du processus. En cas d'amélioration de la situation de la société, le bénéfice du gérant est double. il profite d'une part ; d'un prix d'achat inférieur au prix fondamental et de la hausse des cours qui suit l'amélioration de la situation.
- La seconde analyse, qu'est la plus répandue, il s'agit de l'analyse relative, qui s'inscrit dans la logique de couverture du risque : lors de restructuration, il arrive fréquemment que les cours de certains instruments financiers liés varient plus fortement que d'autres. Ils deviennent surévalués ou sous-évalués les uns par rapport aux autres. Les gérants dans ce cas peuvent alors décider de prendre des positions longues sur les titres de l'entreprise dont les prix auront tendance sous-évalués. Pour couvrir leurs positions, ils vendent à découvert des titres d'un secteur identique ou achètent des options de vente des indices sectoriels². Ces positions permettent aux gérants de réaliser des gains si les prix s'accroissent suite à une hausse du prix du premier titre ou suite à une baisse du prix du second.

Parmi les fonds spécialisés dans ce type de stratégie d'investissement, nous pouvons distinguer les fonds hedge funds et les fonds private equity.

Comme nous l'avons décrit, les hedge funds se portent acquéreur de titres de la dette de l'entreprise en difficulté sans s'impliquer dans le processus de restructuration. Grâce à leur structure opérationnelle très flexible et au fait qu'ils ne sont pas règlementés, ils peuvent

¹ Daniel capocci ; op.cit. page : 99.

² Idem. page : 100.

prêter de l'argent très rapidement à des sociétés au bord de la faillite. Dans certains cas, ils sont même les seuls prêteurs potentiels.

A l'inverse, les fonds de private equity, tiennent à jouer un rôle dans le plan de restructuration de la société en visant à obtenir le contrôle complet. Connus par leur investissement à long terme, ils rachètent une grande part de la dette à bas prix, puis demander la mise en faillite au premier écart de paiement. Les titres de dette étant prioritaires dans l'ordre des créanciers, ces investisseurs sont alors en position de force pour expulser les actionnaires initiaux et convertir leurs titres en capital action¹.

Une fois qu'ils ont acquis le contrôle, le processus de restructuration débutera. Ce processus bien évidemment peut prendre des années et nécessite de connaissances industrielles et commerciales. Lorsque la société est remise sur rail, ils revendront leurs actions pour réaliser des gains, soit directement à un autre acheteur ou par le biais d'une introduction en bourse.

3.1.3. Les risques inhérents à la stratégie :

Le risque le plus important auquel sont exposés les gérants de *hedge funds distressed securities* est inhérent à la nature des actifs détenus. Par définition, ces actifs sont très peu liquides et l'horizon d'investissement, qui dépend directement de la vitesse du processus de redressement, est assez long.

Il est clair que se porter acquéreur d'actions ou d'obligations de sociétés en grande difficulté implique que le risque de non redressement de la situation est omniprésent. C'est pourquoi les gérants de ce type de fonds doivent disposer d'un niveau de compétence important et d'excellentes relations dans des domaines et des milieux tels que l'expertise juridique ou l'analyse comptable et financière.

De plus, ils doivent pouvoir évaluer la qualité de crédit réelle des sociétés sous jacentes et détecter d'éventuelles erreurs de notation. En amont du processus d'investissement, il est aussi primordial que les gérants soient capables de détecter les différences réelles entre les prix de marché et les prix théoriques.

¹ Daniel capocci ; op.cit. page : 100.

En plus des risques liés à la nature de l'investissement, les gérants s'exposent aussi au risque de marché. La couverture de ce risque peut s'effectuer par des prises de positions courtes sur les actions de la même société. Si leur degré de liquidité ne permet pas la réalisation de la couverture, les gérants peuvent couvrir leurs positions longues par des positions courtes sur les actions de sociétés représentatives du secteur ou encore sur des indices, via les marchés de dérivés.

En cas de faillite de la société et indépendamment de l'évolution du marché des actions, ce processus de couverture peut quand même assurer des gains au gérant du fonds. Celui-ci verra, le cas échéant, le cours des actions chuter de manière plus importante que le cours des obligations. A l'inverse, si la restructuration de la société mène à un redressement de sa situation, les positions courtes généreront des pertes issues de la hausse du cours des actions. Ces pertes pourront cependant être plus que compensées par une hausse plus importante des prix des obligations, tirés vers le haut par l'amélioration de la qualité de crédit de la société, synonyme de baisse des taux d'intérêt obligataires.

3.2. Merger arbitrage :

3.2.1. Définition :

La stratégie Merger Arbitrage, appelée aussi stratégie de fusion ou risk arbitrage est une stratégie qui s'intéresse aux entreprises concernées par une fusion ou acquisition faisant objet d'une annonce ou dans des cas rares d'une rumeur (une rumeur dont les fondements semblent être solides peut parfois suffire à déclencher une prise de position dans l'attente de l'annonce officielle d'une OPA)¹.

L'objectif des gérants est de tirer profit des différences entre le prix offert et le prix de marché lors d'offre public d'achat ou d'échange (ces différences proviennent généralement de l'incertitude quant au succès de l'opération).

L'arbitrage de fusion est une stratégie ancienne qui a vu le jour dans les années 1940, son créateur est Guy Levy chez Goldman Sachs. Ce style d'investissement a connu ses heures de gloire dans les années 1980 et 1990.

¹ Michel Aglietta, Sabrina Khanniche et Sandra Rigot, op.cit. page : 118.

Dans le courant du deuxième semestre 2002, cette stratégie représentait 2,43% des encours gérés (soit 14 milliards de dollars). L'encours a fortement augmenté au cours des années 1990 suite à un contexte favorable de fusion et acquisition : l'encours a augmenté de plus de 3 milliards de dollars durant cette période, passant de 4,5 milliards de dollars en 1990 à 7,9 milliards de dollars en 1997. A partir des années 1990, un cycle de consolidation formant de grands groupes s'est mis en œuvre, ce cycle concerne les nouvelles technologies et alliances internationales. A cette période, les fusions et acquisitions internationales ont atteint 4400 milliards de dollars (dont plus de 50% d'opérations transnationales), en 10 ans le volume de fusions et acquisitions a été multiplié par dix¹.

3.2.2. La mise en œuvre de la stratégie :

Les gérants de cette stratégie cherchent en premier lieu des annonces de fusions et d'acquisitions, ensuite, ils procèdent à une analyse fondamentale de la société cible et de la société prédatrice (acheteuse).

L'objectif du gérant est d'arbitrer l'écart de valorisation de la société cible, entre sa valeur théorique et sa valeur de marché. La valeur théorique de la société détermine le prix offert par l'acquéreur dans le cadre d'une OPA ou son équivalent via la parité d'échange dans le cadre d'une OPE. L'existence même de ces opportunités d'arbitrage sous-entend que les prix de marché ne sont pas toujours en ligne avec les prix théoriques annoncés.

Cette différence peut provenir d'une inefficience informationnelle ou encore d'une anticipation divergente du marché. Dans ce dernier cas, la divergence du prix de marché par rapport au prix théorique est intimement liée à la probabilité de non réalisation de l'opération. Autrement dit, lorsque le marché anticipe que l'OPA ou l'OPE a peu de chance d'aboutir, les prix ont tendance à diverger et inversement².

Une fois l'analyse fondamentale est faite, les gérants arbitrent le positif et le négatif de la transaction et prennent une décision, celle d'investir ou non. Lorsque la décision est prise, celle d'investir, les opérations d'arbitrage réalisées par les gérants suivent un schéma commun : leurs portefeuilles sont majoritairement constitués de paires de positions. L'idée est de

¹ François-Serge LHABITANTop.cit. page : 274.

² Idem.

combiner des positions longues sur les titres de la société cible et courtes sur des titres de la société acheteuse.

En effet, lors d'une acquisition, le cours de l'entreprise rachetée s'apprécie et celui de l'entreprise acquéreuse se déprécie. Ceci s'explique entre autre, par l'existence d'un risque de non-réalisation de la fusion qui disparaît une fois celle-ci achevée. Il est important de noter que le gain généré par cette opération d'arbitrage sera d'autant plus important que les positions auront été prises tôt si la transaction se concrétise évidemment. Ces dernières sont constituées de positions longues sur les actions de la société cible et la plupart du temps de positions courtes (via des ventes à découvert)¹ sur les actions de la société prédatrice.

A l'opposé, si l'opération escomptée n'a pas eu lieu, l'écart entre les cours des deux sociétés concernées s'élargit, générant des pertes pouvant se révéler massives en cas d'utilisation de levier.

Les positions sur actions peuvent parfois être remplacées par des positions optionnelles, combinant achat de *calls* et de *puts* dont les sous-jacents sont respectivement les actions de la société cible et de la société prédatrice. Les stratégies employées peuvent varier en fonction des montants engagés dans les opérations d'arbitrage, du degré de concentration des portefeuilles (qui peut être très variable), de la nature des opérations considérées (OPA, OPE...). Les gérants se distinguent aussi en fonction du niveau d'effet de levier utilisé. Bien que celui-ci soit généralement faible (avec un niveau moyen de 3:1), il dépend du niveau de confiance en la réalisation de l'opération.

3.2.3. Les risques inhérents à la stratégie :

Le risque principal auquel est exposée cette stratégie est le risque de transaction. Il matérialise le risque d'annulation ou de renégociation de la transaction qui pourrait être engendré par des événements particuliers. Il est par exemple possible qu'un projet d'acquisition soit rejeté par les autorités de contrôle de la concurrence, ou qu'un projet de fusion soit simplement rejeté par les actionnaires, ce qui aurait pour effet d'annuler la transaction.

¹ François-Serge LHABITANTop.cit. page : 274.

De plus, l'apparition de nouveaux évènements économiques au sein de la branche concernée pourrait entraîner une renégociation des termes de la transaction par l'acquéreur. Ce risque est donc d'autant plus présent que le délai entre l'annonce de l'opération et sa conclusion.

En règle générale, le risque de transaction peut être largement atténué par une bonne connaissance du secteur ou de l'industrie concernée, un réseau informationnel fortement développé ainsi qu'une forte expertise légale. Cependant, des facteurs exogènes, non prévisibles par nature, peuvent mener à l'annulation ou à la révision de l'offre. Cela peut notamment être le cas lors d'un krach boursier (ce qui explique en partie pourquoi certains gérants contractent des *puts* sur le S&P500 ou d'autres indices de marché), lors de découvertes de fraudes au sein de la société, lors d'attentats ou encore de catastrophes naturelles.

Conclusion :

Dans ce deuxième chapitre, nous avons fait un tour d'horizon des principaux instruments, outils auxquels les hedge funds font recours afin de mener à bien les stratégies mise en place.

En effet, les stratégies des hedge funds dites alternatives sont basées principalement par l'utilisation de différents instruments financiers, en plus des instruments de bases, ils utilisent abondamment les produits dérivés. Ces derniers, sont utilisés, soit pour couvrir leurs positions, ou bien pour amplifier leur effet de levier afin de spéculer sur différents marchés.

Ce chapitre nous a permis de comprendre le fonctionnement des hedge funds à travers les stratégies qu'ils mettent en œuvre sur les différents marchés financiers. Ils mettent parfois des stratégies agressives pour spéculer sur certains produits tout en couvrant leurs positions via des ventes à découvert (exemple de George Soros sur la livre sterling), et génèrent ainsi des risques sur la stabilité financière (risque systémique).

CHAPITRE 3

L'IMPACT DES HEDGE

FUNDS SUR LA

DYNAMIQUE FINANCIERE

Introduction :

La crise financière qui s'est déclenchée au cours de l'été 2007 constitue de toute évidence une crise systémique. Au-delà du très fort ralentissement de la croissance mondiale qu'elle a probablement, déjà, provoqué, cette crise a suscité une contagion systémique vers tout un ensemble de marchés, mais aussi des dévalorisations d'actifs pour des montants considérables au sein des bilans des principaux intermédiaires financiers : les chiffres annoncés n'ont cessé d'augmenter depuis plusieurs mois et les 1.000 milliards de dollars de pertes seront très certainement dépassés¹.

Dans ce chapitre, nous analyserons le rôle des hedge funds dans les principales crises financières de ces dernières années, à savoir : la crise du mécanisme de change de 1992, cette crise est généralement la première à laquelle on a associé les hedge funds ; la crise asiatique de 1997 – 1998, où on a accusé les hedge funds d'être les seuls responsables ; à cette crise s'ajoute la crise russe et la faillite du fonds LTCM ; et enfin, en dernier lieu, nous traitons la crise des subprimes et le rôle joué par ces fonds.

¹ Rapport du Fonds Monétaire International, année 2008.

Section 1 : Les hedge funds et les crises récentes

1. La crise du mécanisme des taux de change de 1992

C'est suite à l'intervention de George Soros sur le marché des changes européen en 1992 que les *hedge funds* vont être perçus pour la première fois comme des fonds d'investissement potentiellement capables de manipuler les marchés et de déclencher des crises financières à des fins purement spéculatives.

C'est généralement la première crise à laquelle on associe les hedge funds. Avant d'analyser les événements et le rôle joué par les hedge funds dans cette crise, il est impératif de revenir un peu en arrière, dans les années 1980, pour comprendre les positions prises par ces fonds.

1.1. La situation économique en Europe entre 1987 – 1992 :

La période 1987 – 1991, d'importants mouvements de capitaux ont eu lieu entre les pays à faible taux d'intérêts et les monnaies membres de l'union monétaire européenne qui offraient alors des rendements plus intéressants.

De nombreux hedge funds présents sur les marchés internationaux participèrent à cette tendance. La stratégie était simple, elle consistait à jouer sur les différentiels d'intérêts qui existaient entre divers pays membres de l'union. Les gérants se finançaient dans des pays où il était possible de le faire à faible coût, et ils investissaient dans d'autres pays offrant des rendements élevés. Les pertes éventuelles dues à des variations de change étaient limitées, car les monnaies étaient liées. Elles ne pouvaient varier de plus de 20% à la hausse ou à la baisse.

Entre 1987 et 1990 le système monétaire européen (SME) a changé de régime à cause de profonds changements structurels. La libéralisation financière s'est accompagnée d'instruments nouveaux (marché à terme, d'options et de swaps) qui ont amplifié les forces de la spéculation. De nouveaux acteurs, parmi eux les hedge funds, à plus grande surface financière que par le passé car capables de mettre le levier d'endettement obtenu des banques au service de la spéculation, se sont imposés.

Dans la perspective de la future union économique et monétaire (UEM), les gouvernements des pays participants au SME étaient de moins en moins enclins à réaligner

leurs taux de change. De nouveaux pays (Espagne et Portugal) sont entrés dans le système. C'est dans ce contexte que Margaret Thatcher décida de faire entrer la livre sterling dans le SME en octobre 1990. L'avancée politique vers, l'UEM, par la négociation, puis la signature du traité de Maastricht en décembre 1991, a favorisé les attaques spéculatives. Car les critères de convergence pour adhérer à la future UEM impliquaient des politiques d'austérité particulièrement difficiles à supporter pour les pays à inflation forte, à niveau de développement inférieurs ou à dette publique élevée.

Des événements qui paraissaient insignifiants dans un contexte de robustesse du système des changes peuvent devenir des catalyseurs de scénarios alternatifs à celui de la convergence. L'unification allemande en 1990 a fait peser un risque de système sur le SME. La politique coopérative optimale, qui était une réévaluation du mark contre l'ensemble des autres monnaies du SME fut rejetée par le gouvernement allemand. Les besoins de capitaux de l'Allemagne pour financer la réunification furent obtenus par une hausse des taux d'intérêts. L'Allemagne était en phase d'accumulation de dettes avec refus à la fois de l'inflation et de la réévaluation, d'où une hausse des taux d'intérêt réels destructrice pour ses partenaires. Au contraire, le Royaume-Uni et l'Italie recherchaient une consolidation de leur endettement, privé pour le premier, public pour le second. Il leur aurait donc fallu une baisse des taux d'intérêt réels et une croissance plus forte.

La divergente des politiques économiques entre les Etats-Unis et l'Allemagne diffusa des tensions très fortes au sein du SME. En effet, au cours de l'année 1991 et au début de 1992, Alan Greenspan menait une politique monétaire expansive pour lutter contre la crise immobilière et bancaire aux Etats-Unis. Le dollar baissait fortement : 1,67 mark pour 1 dollar à la mi-mars, 1,39 début septembre. Cela n'est pas sans incidence pour les autres pays, notamment, le Royaume-Uni et l'Italie, les secteurs exportateurs de ces pays étaient très sensibles à la compétitivité des prix en dollar, ce qui rendit ces monnaies de plus en plus fragiles. Les spéculateurs dans les marchés de change commencèrent à former l'opinion selon laquelle la stabilité financière allait devenir prépondérante par rapport à la stabilité des prix dans les pays endettés. Il leur fallait une baisse de leurs taux d'intérêt et une dépréciation de leur taux de change comme aux Etats-Unis.

Les événements se précipitèrent à partir de mai. Le Danemark rejeta le traité de Maastricht par référendum. La conviction que les politiques de convergence n'étaient plus dans l'intérêt des pays les plus fragiles financièrement gagna du terrain et se refléta sur les

marchés de change à terme par des anticipations de dépréciations. Cela se répercuta sur le marché au comptant. Au Royaume-Unis, l'entrée dans le SME avait été critiquée, d'autant que le taux de change d'entrée avait été surévalué par le groupement des entreprises industrielles (2,7 marks = 1 livre). Le secteur privé étant fort endetté, la hausse des taux d'intérêt nécessaire pour défendre la parité contre le mark avait des conséquences néfastes : alourdissement des charges financières dans le secteur privé, réduction de la demande, baisse des revenus et montée du chômage. Pour maintenir le régime de change, il fallait à court terme que le Bundesbank accepte de soutenir la livre sterling en intervenant pour acheter des livres contre le mark.

1.2. Le rôle joué par les hedge funds dans cette crise :

Les gérants *macro* furent les premiers à déceler l'opportunité de tirer avantage de ce retournement de tendance et à prendre position. Alors que bon nombre d'entre eux avaient dans un premier temps joué le jeu de convergence, la plupart prirent des positions courtes sur les monnaies européennes lorsqu'ils pressentaient que la situation se dégradait et que les monnaies allaient s'affaiblir. Pour se faire, ils entrèrent dans des contrats de vente à terme de monnaies européennes. Ils s'engagèrent à vendre les monnaies à une date future déterminée (ce cours est proche du cours au moment de la conclusion du contrat), en espérant une chute des cours. Ils rachèteraient ensuite ces monnaies lorsqu'elles auraient baissé.

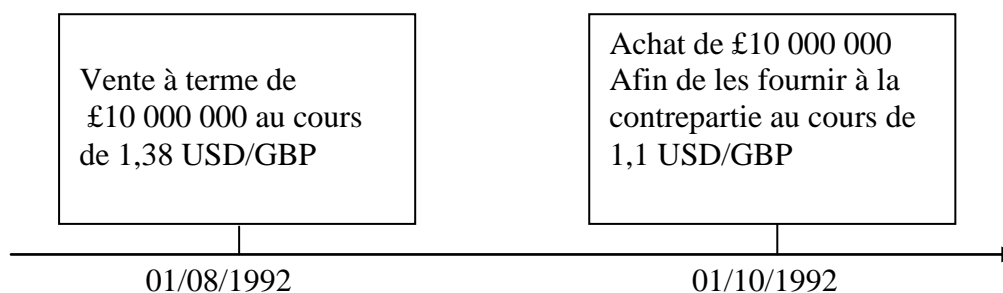
Tel est l'exemple de George Soros, lorsque sa conviction fut faite de l'inévitabilité de la crise, il commença en secret à établir des lignes de crédit avec les banques d'investissement jusqu'à emprunter la valeur de 15 milliards de dollars de livres sterling de manière à pouvoir acheter des marks à discrétion, c'est-à-dire de vendre les livres à découvert.

Illustrons la stratégie par un exemple de transaction qui a pu être mise en place par un ou plusieurs gérants de fonds.

Première phase : lors de conclusion du contrat

Considérons un gérant qui cherche à entrer dans un contrat à terme sur la livre sterling le 1^{er} août 1992, alors que le cours de change est à 1,40 USD/GBP. Il s'attend à une chute du taux de change et il s'engage à vendre £10 millions au cours de 1,38 le 1^{er} octobre 1992. Etant donné qu'il désire un contrat précis qui n'existe pas sur les bourses de contrats à terme, il doit s'adresser directement à une banque pour qu'elle lui crée un produit sur mesure.

Schéma 1.- Illustration d'une position théorique d'un hedge funds dans la livre sterling



Source : Daniel Capocci, introduction aux hedge funds

Deuxième phase : lors du dénouement du contrat

Le 1^{er} octobre, il doit vendre £10 millions au cours de 1,38 USD/GBP. Vu qu'il ne possède pas ces livres, il va les acheter sur le marché au comptant au cours actuel qui est de 1,10 USD/GBP. Notons que le gérant aurait très bien pu acheter les livres sterling à n'importe quel moment entre la date de conclusion du contrat et la date de dénouement, et qu'il aurait intérêt à le faire lorsqu'il pense que le cours est à son minimum. Ainsi, le gérant achète les GBP à 1,1 USD/GBP et les vend à 1,38 USD/GBP ce qui lui permet de réaliser un gain de $(1,38 - 1,10) \times 10\,000\,000 = \$2\,800\,000$.

Selon certains auteurs¹, ces fonds *macro* ont joué un rôle prédominant dans la crise de 1992. Ces fonds ont joué un rôle de meneur de marché et ils ont été suivis par d'autres investisseurs. Leur action a été perçue comme un signal qui a incité d'autres intervenants à revoir leurs positions. L'industrie des hedge funds était encore petite comparativement aux autres investisseurs institutionnels, même si leurs positions étaient amplifiées par l'effet de levier.

2. La crise asiatique de 1997 – 1998

La crise asiatique est considérée comme la plus importante crise de la décennie car elle frappa de plein fouet tout un continent.

¹ Daniel capocci, op.cit, page : 298

2.1. Les conséquences de la crise :

La crise monétaire en Asie fut essentiellement une conséquence de la situation financière des économies locales et de la bulle spéculative qui s'y était développée. La bulle spéculative asiatique était due pour l'essentiel à une masse trop importante d'épargne poursuivant un échantillon trop petit d'opportunités d'investissement. Une politique irresponsable d'octroi de crédit par les banques avait contribué inconsciemment à entretenir le phénomène, et la concurrence sans merci entre ces mêmes banques fut suffisante pour maintenir trop longtemps des niveaux de taux d'intérêts trop bas par rapport aux risques de crédit réellement encourus. Enfin une stratégie de croissance de type mercantiliste, où l'Etat allouait autoritairement tous les financements disponibles aux entreprises les plus dynamiques à l'exportation, avait entraîné la concentration du pouvoir économique et financiers entre les mains d'un petit nombre de famille ou de grandes entreprises¹.

En janvier 1997, les premiers signes de la crise se sont faits ressentir. De multiples entreprises asiatiques ont fait défaut sur leur dette, alors que d'autres ont fait faillite. La première grande entreprise mise en faillite fut le groupe coréen *Hanbo*². L'appréciation du dollar avait provoqué un ralentissement des exportations et de la croissance, et rendu l'ancrage des monnaies asiatique au dollar insoutenable compte tenu de ses conséquences néfastes sur l'économie réelle.

La crise a surpris de nombreux économistes, tant par son ampleur que par sa dimension systémique. Les cours des actions s'écroulèrent, les débiteurs firent défaut, les primes de risques de crédit s'élargirent, et le crédit lui-même se fit rare. Enfin, des attaques spéculatives contre le bath Thaïlandais forcèrent le pays à abandonné son ancrage au dollar et à dévaluer en juillet 1997, entraînant dans son sillage le ringgit malais ainsi que d'autres monnaies de la région.

2.2. Le rôle des hedge funds dans cette crise

Durant le mois de juillet comme nous l'avons cité ci-dessus, le Bath thaïlandais est dévalué de 7%, suivi du Ringgit malaisien, de la Roupie indonésienne et du Won coréen. En fin d'année, les cours de ces devises enregistrent des chutes de -44% à -56%. L'ampleur et la force inhabituelle avec lesquelles se produit cet évènement mènent très rapidement les

¹ François-Serge LHABITANT, op.cit, page : 17.

² Daniel Cpocci, op.cit, page : 301.

autorités à s'interroger sur les causes du déclenchement de cette crise. Une des hypothèses mises en avant est que des positions spéculatives à la baisse ont été massivement initiées par des investisseurs institutionnels. Le premier ministre de la Malaisie, Mahatir Mohamad, met alors l'accent sur la forte responsabilité incombant aux *hedge funds* (désignant directement G. Soros), qui auraient manipulé les marchés à des fins purement spéculatives¹.

Des études montrent qu'il est théoriquement possible que la présence d'une institution à haut effet de levier sur un marché puisse déboucher sur une crise de change. Cependant, de nombreux travaux quantitatifs, qui ont eu pour objectif de tester cette hypothèse au niveau des *hedge funds* pour la crise de 1997, n'ont pas abouti à des conclusions similaires.

Nous pouvons citer les travaux qui ont testé l'hypothèse suivante : les fonds de type *global macro* ont-ils pu déclencher les dévaluations des devises asiatiques ? En considérant les rendements de dix *hedge funds*, ils ne trouvent aucune évidence de prises de position majeures à la baisse lors du déclenchement de la crise. D'autres analystes arrivent à des conclusions similaires : ils trouvent bien que certains fonds ont tenu des positions courtes contre le bath autour de la crise, mais il semble clair que celles-ci n'ont pas été suffisamment volumineuses pour déstabiliser les marchés asiatiques. De plus, ils mentionnent qu'il est probable que les *hedge funds* aient pu fournir des liquidités au marché durant les dévaluations, en suivant des stratégies de type *negative feedback trading*². Ils supposent que des investisseurs comme les *hedge funds*, peuvent déclencher ou contribuer au développement d'une crise de trois manières différentes :

- s'ils prennent d'importantes positions courtes (relativement à la taille du marché) ;
- s'ils suivent des stratégies de type *positive feedback trading*³ ;
- s'ils adoptent des comportements mimétiques.

Les résultats qu'ils ont obtenus montrent que les *hedge funds* n'ont pas adopté de comportement mimétique durant cette période et n'ont pas contribué outre mesure à la chute des cours après le déclenchement de la crise, ce qui est cohérent avec les résultats exposés précédemment.

Dans une étude antérieure, (en 2006), des résultats viennent compléter les analyses précédentes en examinant les expositions de 33 *emerging markets hedge funds* (dont dix sont

¹ François-Serge LHABITANT, op.cit, page : 16.

² Le *negative feedback trading* vise à prendre des positions courtes lorsque les marchés sont à la hausse et inversement.

³ Contrairement au *negative feedback trading*, le *positive feedback trading* vise à anticiper qu'un marché poursuivra son évolution sur le trend précédent. Ainsi, un *positive feedback trader* anticipera une évolution des cours à la hausse lorsque l'évolution récente a été à la hausse.

significativement exposés aux marchés asiatiques). Ce type de fonds est supposé investir de manière récurrente sur les marchés émergents et non de manière opportuniste, comme les fonds de type *global macro* considérés dans les travaux exposés précédemment. Les résultats obtenus vont pourtant dans le même sens : les *hedge funds* n'ont pas anticipé la crise, que ce soit sur le marché des changes, le marché des actions ou le marché de la dette.

Concernant le développement de la crise, les conclusions sont quelques peu divergentes. Bien que l'ensemble des *hedge funds* semble ne pas avoir anticipé la crise, ceux-ci ont réagi différemment suite aux premières dévaluations. Ces réactions sont caractérisées par des changements dans les expositions aux différents marchés asiatiques¹. Trois comportements ont été identifiés. D'une part, la majorité des fonds a vu son exposition au marché d'actions et au marché de la dette diminuer dès le mois de juillet 1997, ce qui met en avant des stratégies de type *positive feedback trading*. Le second comportement pourrait être qualifié de neutre : quelques *hedge funds* n'ont pas modifié leurs expositions à ces marchés, que ce soit à court ou moyen terme après le déclenchement de la crise. Enfin, environ un tiers des fonds a adopté une stratégie de type *Saint-Petersbourg investing*², pouvant être assimilée au *negative feedback trading*. Cette dispersion dans les réactions post-crise montre deux choses :

- il est peu probable que les *emerging markets hedge funds* aient anticipé la crise asiatique ;
- les gérants n'ont pas forcément tendance à adopter des comportements mimétiques dans des conditions de marché extrêmes.

3. La crise russe et la faillite du fonds LTCM³

Quelques mois après la crise asiatique, durant l'été 1998, la Russie annonce le défaut du paiement de sa dette. Cela va entraîner un réajustement à la hausse du niveau de risque sur l'ensemble des marchés. Ce mouvement brutal du marché du crédit a eu un impact considérable sur le *hedge fund Long Term Capital Management (LTCM)*, dont la stratégie

¹ Expositions identifiées comme étant positives et non élevées durant la période d'avant crise (d'octobre 1996 à mai 1997).

² Stratégie d'investissement basée sur le « paradoxe de Saint-Petersbourg », visant simultanément à maintenir une position (rester long sur les marchés de la dette et des actions asiatiques dans ce cas) et à accroître l'effet de levier lorsque le capital diminue, de manière à compenser rapidement les pertes durant la période de récupération. L'efficacité d'une telle option stratégique repose sur deux éléments essentiels : la durée de la période de baissière et la capacité du gérant à lever des fonds (à augmenter l'effet de levier).

³ Se référer à François-Serge LHABITANT, HEDGE FUNDS origine, stratégies, performance, pour plus de détails sur les circonstances de la crise russe et de la faillite du fonds LTCM

reposait sur l'arbitrage de convergence de taux, visant à tirer avantage de petites différences de prix entre actifs obligataires similaires. LTCM prenait donc des paris sur des écarts de rendement. Or, durant la période qui précéda le défaut de la Russie, les *spreads* sur les marchés de crédit étaient relativement étroits et stables. Afin de générer des performances conséquentes¹, les gérants du fonds eurent recours à un effet de levier d'autant plus important que les *spreads* étaient faibles (estimé à 25). Cette stratégie non-directionnelle, même si elle était mise en œuvre avec un effet de levier important, était relativement peu risquée dans des conditions de marché normales, les risques du fonds étant systématiquement contrôlés par l'utilisation intensive de la *Value-at-Risk* (VaR)².

Cette méthode d'évaluation des risques est (aujourd'hui) bien connue pour sa validité très limitée lorsque les rendements des marchés se comportent de manière anormale. Or, la révision du niveau de risque à la hausse ayant suivi le défaut de l'Etat Russe a engendré un accroissement très net des *spreads* de crédit et une contraction sans précédent de la liquidité. Ce mouvement extrême des marchés a causé des pertes importantes pour le fonds qui, entre le début de l'année 1998 et la fin du mois d'août, a subi des pertes à hauteur de -52%. Afin de compenser cette fonte du capital et de maintenir leurs positions, les gérants du fonds ont doublé l'effet de levier (à 55). Parallèlement à cela, la volatilité croissante de l'ensemble des marchés s'est accompagnée d'une augmentation des appels de marges. Afin de s'acquitter des différents dépôts de garantie, les gérants du fonds ont été contraints de liquider les actifs les plus liquides, ce qui a engendré l'accroissement du niveau de risque du fonds. La situation étant insoutenable, le fonds est déclaré en faillite le 23 septembre 1998. Le problème s'est posé alors pour Alan Greenspan fut d'organiser cette faillite afin de dénouer les quelques 1250 milliards de dollars de positions à terme³ qui constituent le notionnel hors bilan du fonds.

Le débat que soulèvent les régulateurs, suite à la faillite de LTCM, vise à déterminer si la faillite d'un *hedge fund* (ou plus généralement d'une institution à haut effet de levier) peut être une source potentielle de risque systémique. C'est en tout cas ce qu'Alan Greenspan voulut éviter en sollicitant l'intervention de quatorze grandes banques à hauteur de 3.6 milliards de dollars pour encadrer la faillite de LTCM. Suite à cet évènement, les *hedge funds* sont soupçonnés de suivre des stratégies d'investissement basées systématiquement sur l'utilisation d'un fort effet de levier, source potentielle de risque systémique. Or, une

¹ Les gérants du fonds visaient un rendement annuel moyen de 40% environ

² Voir annexe

³ Le notionnel hors bilan du fonds était composé de 697Mds\$ de swaps, 471Mds\$ de contrats à terme, le reste étant essentiellement composé d'option et de produits dérivés négociés sur les marchés de gré-à-gré.

transmission de pertes importantes par des canaux de crédit est avant tout le résultat d'une politique de gestion des risques relativement fragile de la part des contreparties.

Un ensemble de réflexions, notamment menées par la Banque des Règlements Internationaux – via le Comité de Bâle (1999a, 1999b, 2000) – et le Forum de Stabilité Financière, visant à créer un cadre prudentiel ayant pour objectif « d'assainir » les pratiques des *hedge funds* et de leurs contreparties en matière de gestion des risques. Les conclusions issues de ces travaux sont toujours d'actualité. Plusieurs études et recueils de travaux récents, menés notamment par la Commission Européenne, la FSA, la SEC ou encore la Banque de France en 2007 confirment les points essentiels, à savoir :

- la régulation directe (légiférée) des *hedge funds* aurait un effet contre-productif pour le bon fonctionnement des marchés, ceux-ci fournissant la liquidité nécessaire au transfert des risques sur certains segments ;
- la régulation des risques des *hedge funds* est intimement liée aux exigences des contreparties et des investisseurs et doit ainsi être de nature incitative, indirecte (code de bonne conduite).

Section 2 : Retour sur la crise des subprimes :

1. Qu'est-ce que le « subprime » et un « CDO » :

1.1. Qu'est-ce que le « subprime » ? :

Le « subprime » est un crédit hypothécaire à taux variable dont le recours est extrêmement fréquent aux USA. Il s'adresse aux ménages les plus démunis et leur permet l'accession à la propriété. L'établissement de crédit étant peu regardant sur la solvabilité de leurs emprunteurs. Ce type de crédit s'adresse aux ménages dont la notation-crédit est inférieure à 620¹ lorsque la moyenne US est de 650. Dans 35% des cas, le subprime est utilisé pour un achat de bien immobilier mais sert de refinancement dans 45% des cas : l'emprunteur diffère le montant de ses remboursements en ne payant plus que les intérêts dans un premier temps. Ce genre de crédit est donc très rentable pour les banques : en moyenne 50% de rendement supplémentaire.

¹ Notation FICO aux USA/ FICO est une notation qui fournit des analyses et la prise de décision, y compris des services de notation de crédit, destiné à aider les services financiers des entreprises à prendre des décisions à haut volume complexes.

1.2. Qu'est-ce que le Collatéral Debt Obligation (CDO) ? :

Dans le processus de financiarisation actuel, le volume global de la dette des subprimes est « titrisé » sur les marchés financiers. Autrement dit, la dette est placée sur le marché et devient négociable à l'image des états et du marché obligataire. La titrisation devient alors le CDO et est compartimentée en 4 tranches de risque distinctes, de la plus risquée, « equity », n'est pas notée par les agences de notation jusqu'à la plus sûre, « super seniors », notées AAA.

2. Synthèse de la crise :

La crise des subprimes s'est déclenchée au deuxième semestre 2006 avec le krach des prêts immobiliers (hypothécaires) à risque aux États-Unis (les *subprimes*)¹, que les emprunteurs, souvent de conditions modestes, n'étaient plus capables de rembourser. Révélée en février 2007 par l'annonce d'importantes provisions passées par la banque HSBC, elle s'est transformée en crise ouverte lorsque les adjudications périodiques n'ont pas trouvé preneurs en juillet 2007. Compte tenu des règles comptables en cours, il est devenu impossible de donner une valeur à ces titres qui ont dû être provisionnés à une valeur proche de zéro. En même temps, les détenteurs ne pouvaient plus liquider leur créance. La défiance s'est installée envers les créances titrisées (ABS, RMBS, CMBS, CDO) qui comprennent une part plus ou moins grande de crédits subprime, puis envers les fonds d'investissement, les OPCVM (dont les SICAV monétaires) et le système bancaire susceptibles de détenir ces dérivés de crédit².

Cette crise de confiance générale dans le système financier a causé une première chute des marchés boursiers à l'été 2007 provoquée par un arrêt temporaire de la spéculation. Le trouble était désormais localisé dans le marché interbancaire qui permet le refinancement des banques. La méfiance dans la liquidité des "collatéraux" et l'incertitude sur la localisation des titres contaminés ont progressivement bloqué les relations interbancaires et commencé à mettre en difficulté nombre de banques à travers le monde. Les autorités ont d'abord cru à une crise de liquidité bancaire et les banques centrales n'ont cessé d'injecter massivement des liquidités dans le marché interbancaire. Le feu va ainsi couvrir jusqu'à ce que les premières faillites apparaissent, puis gagnent les premiers rôles de la finance internationale en septembre 2008.

¹ Michel Aglietta, la crise, pourquoi en est-on arrivé là ? comment en sortir ? Edition Michalon, 2008, page : 36.

² Idem. Page : 42.

3. Comment en est-on arrivé à la crise des subprimes :

3.1. La politique monétaire expansionniste de la FED :

Après l'éclatement de la bulle Internet aux USA en 2000 et les événements du 11 septembre 2001, les banques centrales ont massivement injecté des liquidités sur les marchés afin de diminuer l'ampleur de la crise. Parallèlement, celles-ci ont baissé drastiquement leur taux d'intérêt directeur afin de stimuler la croissance¹. Ce surcroît de liquidités et la baisse des taux d'intérêt ont eu pour conséquence de faciliter l'accès au crédit, de stimuler fortement l'emprunt pour investir dans l'immobilier. Phénomène auto-entretenu par l'effet de richesse anticipé par les banques et les ménages US avec la hausse continue des actifs immobiliers.

3.2. Resserrements monétaires : la crise des subprimes :

Les resserrements monétaires successifs opérés par la FED ont asphyxié ces derniers mois les ménages à faibles revenus ayant acquis leur bien immobilier par le biais des subprime. Il faut rappeler que ces derniers sont des emprunts à taux variables. Des centaines de milliers de ménages, déjà endettés, se sont retrouvés en rupture de liquidités, incapables de rembourser leurs échéances dans un contexte où les prix de l'immobilier ont ralenti, sinon baissé. Cette faillite d'emprunteur a favorisé la vente de centaines de milliers de biens immobiliers ayant pour conséquence de créer une spirale à la baisse des prix de l'immobilier : l'effet richesse, tel un mirage, se dissipe.

3.3. Extension de la crise : du marché immobilier US à la finance mondiale :

« Cette crise immobilière a impacté la finance mondiale par le biais de la titrisation : les banques ont transformé ces crédits en titre négociables sur les marchés financiers achetés par des investisseurs attirés par de forts rendements, aux premiers rangs desquels les hedge funds. Avec la crise, de nombreux investisseurs ont vu leurs titres devenir invendables. A l'instar de la BNP le 9 août, certains établissements ont dû geler leurs fonds entamant la confiance sur les marchés financiers. Parallèlement, les banques centrales sont intervenues massivement pour ramener le calme et la confiance en injectant dans le circuit économique des sommes supérieures à l'après 11 septembre 2001.

¹ Michel Aglietta, op.cit. page : 36

Or, en relevant successivement ses taux directeurs, la FED a étranglé financière les 3 millions de ménages, peu aisés, ayant acquis leur bien immobilier par le biais des subprime mortgages, ces prêts à taux variable proposés aux ménages déjà endettés la plupart du temps. La mécanique huilée de l'effet de richesse sur lequel repose le dynamisme de la croissance américaine s'est grippée : la spirale favorable de l'anticipation de l'appréciation des actifs immobiliers et boursiers s'est donc enclenchée dans l'autre sens. La question à laquelle il serait imprudent de répondre pour l'heure est de savoir si cet effet de richesse est durablement affecté »¹.

Section 3 : Les Hedge Funds sont-ils des aggravateurs ou non de cette crise :

1. les hedge funds sont efficiency-enhancing :

Pour soutenir l'affirmation que les hedge funds sont « efficiency-enhancing », il faut démontrer que les managers ont toujours l'incitation à agir en tant que contrarians ; ce qui veut dire que les hedge funds seraient capables de déclencher trois mécanismes de marché :

Dans leurs biais directionnels sur les évolutions futures, les hedge funds exploiteraient les forces de retour vers la moyenne (mean-reverting processes). Ce faisant ils favoriseraient les ajustements des prix des actifs vers leurs valeurs fondamentales. Remarquons que cette proposition n'a de sens que si les hedge funds sont considérés comme des investisseurs à long terme, parce que les processus invoqués supposent des horizons longs pour être exploités. Certes les hedge funds ne sont pas sous la dictature des benchmarks, comme le sont les mutual funds. Mais c'est par le market timing, impliquant des changements fréquents de positions, qu'ils espèrent faire leurs plus-values. Il existe certes des situations où le « misalignment » d'un prix est si grand que la prise de position dans le sens du retour vers l'équilibre peut donner un très gros profit immédiat. Telle fut la spéculation contre la livre sterling en septembre 1992, pari directionnel qui a produit de fabuleux profits. Mais la plupart des forces de retour vers la moyenne sur les marchés boursiers ou obligataires ne sont pas de ce type. Elles requièrent des investisseurs patients pour être exploitées ; ce que ne sont pas les hedge funds.

¹ ANDRÉ CARTAPANIS et JÉRÔME TEÏLETICHE, les *hedge funds* et la crise financière internationale, page : 2

Dans leurs arbitrages les hedge funds contribueraient à réduire les spreads entre des segments de marché qui seraient trop étroits, trop peu liquides, voire qui n'existeraient pas sans eux. C'est l'argument de complétude. Cet argument a certainement une part de vérité dans un climat de marché tranquille. Mais la charge de la démonstration est ailleurs. Pourquoi les hedge funds continueraient-ils à jouer ce rôle de contrarian en situation de stress et à être les contreparties d'un mouvement de marché qui fait écarter les spreads à cause du phénomène de « flight to quality » ? Ainsi dans la crise de l'été 2007, où le flight to quality a frappé le marché interbancaire, on n'a pas observé que les hedge funds étaient allés au secours des banques centrales pour le combattre !

- Certains zéloteurs vont plus loin. Le troisième type de stratégie, c'est-à-dire l'exploitation de situations spécifiques, est censé apporter de la liquidité dans les manoeuvres capitalistiques des entreprises. A cet égard les hedge funds interviennent d'une manière peu différente du private equity avec lequel ils s'associent. Il est supposé que ces opérations sont automatiquement bénéfiques à l'économie dans son ensemble. On monte alors d'un cran dans les louanges. Les hedge funds ne travailleraient pas seulement pour le bien de l'efficacité des marchés, mais pour celui de l'efficacité économique. Pourtant le bilan économique de ces opérations reste à faire. Au plan financier, en tous cas, la première caractéristique des LBO est d'extraire de la valeur par les super dividendes financés par une forte augmentation de l'endettement qui fragilise les entreprises acquises. On peut donc douter que ce soit une forme viable de capitalisme en dehors de conditions de crédit extrêmement laxistes, comme il s'en est produit entre 2003 et 2006.

L'argument selon lequel les hedge funds oeuvrent à l'efficacité dans tous les sens du terme est donc pour le moins ambigu

« Nils Tuchschnid, professeur à la Haute Ecole de gestion de Genève, auteur d'un article de recherche sur le domaine et ancien gérant de fonds de hedge funds, observe même que six produits de réplique de fonds alternatifs sur dix ont moins baissé que la gestion alternative durant le krach de fin 2007 à début 2009.

Cela vient du fait que ces instruments ne répliquent que la capacité des gérants à jouer sur les dynamiques de marché, appelée dans la branche « bêta alternatif ». Bâties sur des dérivés liquides, assemblées selon des modèles statistiques et mathématiques, ils n'ont pas accès aux marchés illiquides. Ils ont donc échappé à l'effondrement de ces derniers durant la crise

financière. Et s'ils participent au rebond de la gestion alternative depuis 2009, ils ne profitent pas non plus de l'entier de la remontée, qui est en partie alimentée par le rétablissement des marchés illiquides.

Un indice suivant la performance de clones de hedge funds, Hedge Fund Replication Index, a cédé 17% de l'automne 2007 au printemps 2009, puis repris 11%. A titre de comparaison, l'indice global de la gestion alternative HFRI, contenant des hedge funds fermés et inaccessibles à de nouveaux investisseurs, a reculé de 21% de fin 2007 à début 2009, avant de remonter de 25% depuis. Son pendant ne contenant que des fonds ouverts, HFRX, a cédé 25% puis regagné 15%.

1.1. Scepticisme réduit :

Willem van Dommelen estime que le concept a prouvé qu'il fonctionne, cogérant du fonds ING Alternative Beta. Pour Jérôme Teiletche, responsable des portefeuilles systématiques et alternatifs chez Lombard Odier et cogérant du fonds LODH Alternative Beta, ces résultats ont réduit le scepticisme auquel ces instruments étaient confrontés. Ceux-ci ont trouvé leur place, même s'il s'agit encore d'une niche, dans la construction de portefeuilles¹.

Evidemment, tous les produits ne s'en sont pas sortis aussi bien. Ainsi, la stratégie Absolute Return Beta de Deutsche Bank a perdu 40% entre octobre 2007 et février 2009, pour ne remonter que de 14% ensuite. Par contre, la stratégie Alternative Beta de Partners Group n'a cédé du plus haut au plus bas que 19%, avant de regagner 19%².

Les clones de hedge funds³ visent à reproduire la performance de la gestion alternative sans investir directement dans des fonds. Le domaine est encore jeune et étroit. On dénombre aujourd'hui sur le marché une vingtaine de produits. Proposé depuis 2004, celui de Partners Group fait partie des plus anciens. La plupart des lancements remontent aux années 2007 et 2008.

¹ ANDRÉ CARTAPANIS et JÉRÔME TEÏLETCHE, op.cit. page : 5

² Idem.

³ <http://www.letemps.ch/Facet/print/Uuid/ac71f036-4b2a-11df-9497-62>.

Aujourd'hui, les actifs des clones sont estimés à quelques milliards de dollars, entre 2 et 10 selon les sources, une paille par rapport aux 1490 milliards de la gestion alternative. Goldman Sachs se taille la part du lion avec 1,5 milliard dans plusieurs fonds. LODH s'en sort bien: doté de 173 millions, son fonds de répliation est probablement le plus important à Genève. La stratégie ING pèse pour sa part 90 millions.

1.2. Avantage de la liquidité :

Jérôme Teiletche souligne toutefois que les actifs des fonds sous-estiment la fortune placée en produits de répliation. Une part importante est investie dans des dérivés adossés à des stratégies de répliation publiées sous forme d'indice par des banques d'affaires, Goldman Sachs, Bank of America Merrill Lynch, JPMorgan, Barclays Capital, Credit Suisse ou Deutsche Bank.

Le premier avantage des clones de hedge funds est la liquidité. Jérôme Teiletche explique que le fonds qu'il cogère peut être liquidé en quelques minutes. D'ailleurs, si les produits de répliation ont payé un lourd tribut aux retraits d'argent ayant frappé la gestion alternative – Nils Tuchschnid mentionne le chiffre de 80%¹ des actifs dans son étude –, c'est en raison de cette qualité.

Les autres avantages avancés par les promoteurs, transparence et coûts bas, sont plus discutables. Au chapitre de la transparence, une stratégie de répliation peut aussi intégrer des recettes de fabrication gardées secrètes. «Cela dit, une transparence totale n'apporterait que peu d'avantages à l'investisseur», estime Nils Tuchschnid². Et si les commissions de gestions sont basses, les mesures de performances répliquées sont souvent nettes de frais. Ces frais ne sont donc pas payés, mais tout de même inclus dans l'indice répliqué.

¹ <http://www.letemps.ch/Facet/print/Uuid/ac71f036-4b2a-11df-9497-62>.

² Idem.

1.3. Usages multiples :

Quant aux usages des clones de hedge funds, ils sont multiples. «On les trouve par exemple dans des fonds de hedge funds, en tant que partie liquide», relève Jérôme Teiletche. Une autre possibilité est de les utiliser pour l'exposition générale à la gestion alternative, qui sera ensuite complétée par une sélection de gérants talentueux. Chez ING, on mentionne aussi l'utilisation des clones par des fonds d'allocation d'actifs, en tant que poche de gestion alternative.

Dans tous les cas, il s'agit de produits complémentaires, ajoute Jérôme Teiletche. «Mais je n'hésiterais pas à y investir, ou en tout cas à mettre ces produits en concurrence avec les fonds de fonds traditionnels, et demander en quoi les seconds ajouteraient de la valeur par rapport aux premiers», conclut Nils Tuchschnid ». ¹

2. les hedge funds comme aggravateurs :

Etant des acteurs prépondérants de la finance de marché, très liés aux banques d'investissement, les *hedge funds* sont devenus des acteurs critiques dans la dynamique des risques pouvant conduire au risque systémique. La crise financière en train de se développer depuis l'été 2007 illustre l'actualité de cette question puisque les *hedge funds* ont été les principaux acheteurs des crédits structurés et surtout des tranches subordonnées les plus spéculatives. La place qu'ils ont acquise contraste avec l'obscurité de leur activité puisqu'ils disposent d'une latitude très large pour décider ce qu'ils veulent divulguer, à qui et selon quelle périodicité. Leur influence et le manque de transparence (s'agissant des divulgations d'informations) sont devenus des sources de défiance pour les investisseurs institutionnels.

Le risque des hedge funds importe par ses conséquences sur le reste de la finance et au delà sur l'économie. Les premiers concernés sont leurs clients qui sont de plus en plus des investisseurs institutionnels, lesquels ont fait de la gestion alternative une composante de l'allocation stratégique de leur portefeuille d'actifs. La question qui se pose à cet égard est celle de la discipline de marché. Les investisseurs partenaires des hedge funds sont-ils capables de comprendre les risques pris par l'intermédiaire de ces derniers, de les surveiller et de contribuer à les contenir ? Les autres acteurs concernés directement sont les *prime brokers* qui sont presque toujours des départements de grandes banques d'investissement. C'est le

¹ <http://www.letemps.ch/Facet/print/Uuid/ac71f036-4b2a-11df-9497-62>.

risque de contrepartie qui se noue dans ces interdépendances d'autant plus denses que les hedge funds sont devenus des acteurs majeurs dans le trading des produits de titrisation. Le problème vient de l'interdépendance entre les *prime brokers* et les hedge funds en particulier concernant les emprunts à court terme (reverse repos, prêts contre des dépôts de titres, dérivés et margin loans...). Enfin les autorités prudentielles, qu'elles soient de marchés, bancaires ou intégrées comme la FSA britannique, sont concernées par le bon fonctionnement des marchés et au delà par le risque systémique qui peut s'y nouer.

Lorsque la crise s'est déclenchée, sous la forme, dans un premier temps, de l'illiquidité de la plupart des marchés de dérivés de subprime, les yeux se sont naturellement tournés vers les hedge funds. En effet, ceux-ci sont réputés être des acteurs majeurs sur ce type de marché. A. Blundell-Wignall [2007] fournit l'une des rares estimations de la répartition des acheteurs des différentes tranches de CDO (Tableau 1). Au moment de la crise, les hedge funds détenaient plus de 46 % du total, mais surtout plus de 80 % des tranches les plus risquées (Equity). Avec près de 1.400 milliards de dollars de détention de tranches de CDO, à comparer aux 2.000 milliards d'actifs sous gestion, les hedge funds se sont donc trouvés au cœur de la crise des subprimes.

Tableau 11 : La place des *hedge funds* dans la détention de CDO avant la crise

| | <i>Assurances</i> (%) | <i>Hedge funds</i> (%) | <i>Banques</i> (%) | <i>Asset Managers</i> (%) |
|-------------------------|--------------------------|---------------------------|-----------------------|------------------------------|
| AAA | 6,9 | 12,1 | 14,5 | 5,8 |
| AA | 1,2 | 4 | 3,5 | 4 |
| A | 0,3 | 4,6 | 1,4 | 2,9 |
| BBB | 0,6 | 4,3 | 0,3 | 4 |
| BB | 0 | 2,3 | 0,3 | 0,3 |
| Equity | 0,9 | 19,1 | 4,9 | 1,7 |
| Total en % | 9,8 | 46,5 | 24,9 | 18,8 |
| Total en Mds USD | 295 | 1 396 | 746 | 564 |

Source : A. Blundell-Wignall (2007), à partir de données privées de banques, p. 45.

Les hedges funds sont aujourd'hui considérés comme des accélérateurs de crise. La chute des hedge funds pollue tous les marchés : les Bourses, mais aussi les marchés pétroliers et alimentaires, sur lesquels ils avaient beaucoup investi au cours des derniers mois. Certains dénoncent également le recours massif des hedge funds au short selling, consistant à emprunter une action avec l'espoir de la revendre lorsque son cours aura baissé (et à empêcher

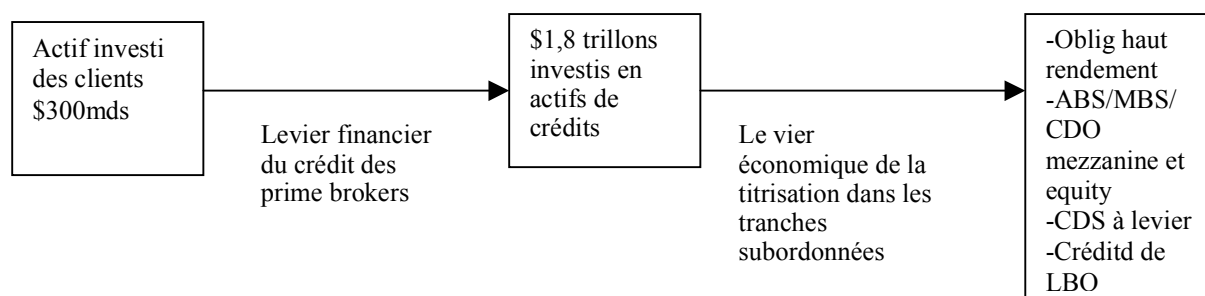
au passage la différence). Furieux de voir sa banque prise dans la tourmente dans le sillage de Lehman, John Mack, le patron de Morgan Stanley, avait dénoncé l'impact de la vente à découvert sur le cours de son entreprise : « Il est très clair pour moi que nous sommes au milieu d'un marché contrôlé par la peur et les rumeurs, et que ceux qui vendent à découvert font couler notre action. » Il est en effet de leur intérêt, une fois les actions ramassées, de tout faire pour précipiter la chute de leur cible, un sauvetage ou une remontée brutale du cours ayant pour effet de rendre leur pari perdant et pouvant leur coûter très cher, comme on l'a vu dans l'incroyable affaire Volkswagen. Sûrs que l'action du groupe automobile, valorisée bien au-dessus de la moyenne d'un secteur sinistré, ne pouvait à terme que perdre de la valeur, les *hedge funds* avaient tous misé sur la baisse du cours.

3. les hedge funds générateurs de risque systémique :

« La recherche systématique de rendements absolus au dessus de 20% dans des économies à croissance faible, où les taux d'intérêt obligataires sont autour de 5%, la prime de risque action de 6% et le rendement des actions de 8 à 10%, n'est possible qu'en prenant des risques très importants. Une partie de ces risques vient de l'acquisition d'actifs illiquides, profils de risque très non linéaires et valorisation illusoire, une autre partie vient de leviers d'endettement énorme. C'est ce qu'a permis l'irruption des hedge funds dans le crédit titrisé (schéma 2).

Le levier moyen des hedge funds serait d'environ 3 (6tr\$ d'actifs détenus avec un apport des investisseurs de 2trillions). Sur les positions dans la titrisation des crédits le levier financier est de 6 (1,8tr avec un apport de 300mds). Ce levier est multiplié parce que les hedge funds investissent de préférence dans des instruments qui sont eux-mêmes à levier (tranches subordonnées) pour doper le rendement. Cette dérive systématique vers des actifs illiquides témoigne d'une attitude agressive à l'égard du risque dans les années 2005 à 2007.

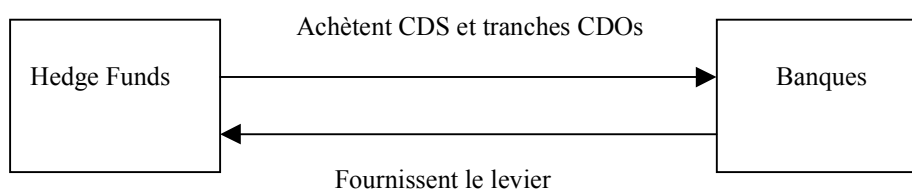
Schéma 2. Le cumul des leviers dans le crédit titrisé



Source : Michel Aglietta et Sandra Rigot

Le levier entraîne d'importants risques de contrepartie entre les hedge funds et les *prime brokers* (schéma 3).

Schéma 3. Le risque de contrepartie



Source : Michel Aglietta et Sandra Rigot

Dans la phase d'expansion spéculative du crédit les prime brokers se sont fait une concurrence féroce pour fournir aux hedge funds des financements attractifs à des conditions de crédit de plus en plus relâchées : spreads de crédit resserrés et exigences de marges initiales abaissées. Ces crédits ont financé des actifs de plus en plus risqués. La pression des hedge funds pour des crédits plus avantageux s'est accrue avec l'usage de multiples *prime brokers*.

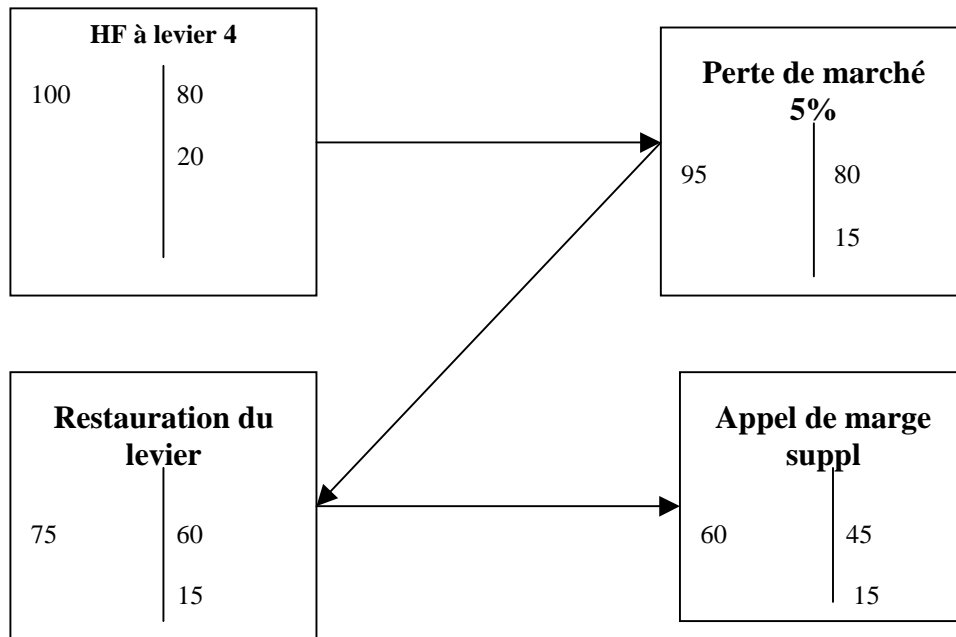
L'influence grandissante des hedge funds en tant qu'investisseurs instables a été amplifiée par leur concentration croissante sur les mêmes stratégies. Dans une étude faite en 2005 la BCE constate : « ...les corrélations entre les stratégies des hedge funds ont augmenté plus ou moins continuellement depuis la mi-2003, atteignant en 2005 un pic sans égal auparavant »¹.

¹ ANDRÉ CARTAPANIS et JÉRÔME TEÏLETICHE, op.cit. page : 7

La combinaison d'une forte corrélation des positions sur les mêmes instruments et de leviers élevés crée une vulnérabilité du risque de contrepartie à un renversement des prix des actifs sous-jacents. Parce qu'ils sont financés à court terme par levier d'endettement pour acquérir des actifs risqués peu liquides, les hedge funds ont la structure financière d'une banque de marché non régulée. L'ensemble constitué par les hedge funds et les banques d'investissement forme un système bancaire parallèle qui opère selon le principe « originate and distribute » le risque de crédit par opposition au modèle standard du système bancaire « originate and hold ». Ce nouveau modèle est non régulé et manque de transparence. Il consiste à vendre le risque, le « repackager » et le disséminer vers de nombreux investisseurs. Dans ce modèle, les hedge funds sont des acteurs actifs avec peu de capital désireux de faire des opérations d'arbitrage entre les tranches de titres de crédit structuré. Dès lors, les hedge funds sont très sensibles au manque de liquidité résultant de la perte de valeur des positions d'actifs qu'ils ont acquises dans l'anticipation de leur hausse. Plus le levier est élevé, plus sa diminution forcée entraîne des ventes en détresse d'actifs liquides sur d'autres positions des hedge funds. Ces ventes propagent le stress de marché en marché.

Sur le schéma 3, on considère un hedge fund dont le levier est de 4 sur le capital (parts investies par les investisseurs institutionnels). Supposons que ce levier soit le maximum que les *prime brokers* acceptent de financer. Si la valeur des positions d'actifs du hedge fund baissent de 5%, le fonds doit liquider 25% de ses avoirs pour maintenir le même niveau de levier. Si la dégradation dans le marché du crédit structuré, par exemple, force le *prime broker* qui est aussi « *underwriter* » des ABS et des CDO, à élever ses appels de marge, c'est 40% des actifs qu'il faut liquider (schéma 4).

Schéma 4. Ventes de détresse dans un marché en baisse et contraction du bilan



Source : Michel Aglietta et Sandra Rigot

Il s'ensuit que les hedge funds sont des apporteurs de liquidité via le levier d'endettement lorsque tout va bien et qu'ils propagent le risque systémique lorsque la baisse des marchés entraînent un assèchement de la liquidité eu égard aux risques pris sur les actifs illiquides. »¹

Section 4 : sont-ils perdant ou au contraire ont-ils bénéficiés de cette crise :

1. La faible implication des hedge funds dans la crise :

Depuis la quasi-faillite de LTCM, en 1998, à l'origine d'une crise majeure de liquidité bancaire aux Etats-Unis, les hedge funds sont souvent associés aux excès de la spéculation financière et à l'instabilité des marchés. Pourtant, les pertes abyssales, en septembre 2006, du fonds Amaranth, de l'ordre de 6 milliards de dollars pour une Net Asset Value de 9 milliards, n'ont induit aucun effet de contagion massif, ni parmi les autres fonds, ni du côté des contreparties. Les défaillances de fonds spéculatifs sont d'ailleurs restées très

¹ Michel Aglietta et Sandra Rigot, op.cit. page : 96

peu nombreuses, de l'ordre de 3 pour 1000 par an, depuis une dizaine d'années, alors que le nombre de fonds a été multiplié par 7.¹

Pourtant, comparés aux Fonds communs de placement ou aux Mutual Funds américains, les fonds spéculatifs ne sont pas des investisseurs comme les autres. Ils sont peu réglementés, souvent implantés offshore, très peu transparents. Ils mènent des stratégies dites alternatives en couvrant des positions longues par des ventes à découvert ou en utilisant massivement les produits dérivés. Leurs gérants y investissent une part de leur patrimoine et prélèvent des commissions très élevées en fonction des performances du fonds (2 % des actifs gérés, auxquels s'ajoutent 20 % des gains). Quant à l'appellation hedge fund, elle recouvre une palette hétérogène de stratégies ou de styles de gestion de portefeuille, en fonction de deux critères clés : d'abord, le type de stratégie d'investissement (directionnelle, et donc fondée sur la tendance des marchés ; non directionnelle, ou événementielle ; et d'arbitrage) ; ensuite, les types d'actifs et, donc, les marchés, privilégiés par chaque gérant. On en déduit des typologies très étendues qui distinguent de dix à vingt styles, selon les classifications.

Mais c'est le recours aux effets de levier qui donne aux fonds d'investissement à risque une place particulière au sein de l'industrie financière, d'où le vocable de Highly Leveraged Institutions, HLIs, qu'emploie le Forum de Stabilité Financière. Cet effet de levier peut avoir plusieurs sources : la vente à découvert d'actions ou d'obligations ; des prises de positions sur les dérivés, avec évidemment des dépôts de marges minimales ; et, surtout, l'accès à des crédits bancaires ou la négociation de lignes de crédit avec les grandes banques internationales. La combinaison de ces formules peut conduire à des niveaux de levier tout à fait considérables, de l'ordre de 4 à 5 dans certains cas exceptionnels. Seulement 30 % des fonds spéculatifs n'utilisent aucun effet de levier, certains styles de fonds y recourant à des niveaux élevés, supérieurs à 2 : c'est le cas de 60 % des fonds de type Macro Neutral Arbitrage et de 55 % des fonds de type Macro, selon Van Hedge Fund Advisors International. La Financial Services Authority britannique évalue de son côté à 2,4 le recours moyen de ces fonds à l'effet de levier². C'est principalement grâce aux banques d'investissement exerçant des activités de prime brokers, notamment sur les dérivés de gré à gré, que les hedge funds accèdent à de tels leviers. Les prime brokers assurent en effet le financement garanti des expositions que prennent les fonds, mais aussi l'exécution des

¹ ANDRÉ CARTAPANIS et JÉRÔME TEÏLETICHE, op.cit. page : 8

² Idem.

transactions sur dérivés. Ce faisant, ils relient directement la situation des fonds spéculatifs à celle des systèmes bancaires.¹

Ce leverage crée un changement d'échelle dans la taille des positions que prennent les fonds spéculatifs, ce qui pourrait leur accorder un rôle tout particulier dans les dynamiques de crises. Près de 10.000 fonds gèrent aujourd'hui entre 1.400 et 2.000 milliards de dollars d'actifs, soit une croissance annuelle de l'ordre de 20 % depuis le début des années 2000². Ils représentent près de 30 % du volume de transactions sur les actions aux Etats-Unis. Quant aux plus gros gérants de hedge funds, ils traitaient des portefeuilles de l'ordre de 20 milliards de dollars chacun, fin 2007. Les fonds spéculatifs peuvent ainsi contribuer à l'aggravation d'une crise financière, par exemple s'ils prennent de très importantes positions courtes sur un actif déjà orienté à la baisse, et donc en menant des stratégies de type positive feedback trading.

Au final, toutefois, avec une grosse dizaine de fonds en difficultés et moins d'une vingtaine de milliards de dollars de pertes en 2007, on est très en deçà des chiffres annoncés pour les banques. Les hedge funds semblent donc avoir été nettement moins exposés à la crise des dérivés de crédits hypothécaires américains que ces dernières, contredisant les a priori à ce sujet. Dans une estimation récente, le FMI [2008] considère d'ailleurs que les hedge funds n'ont subi que 22,8% des pertes liées aux subprime en 2006, contre 53,3% pour les banques. Il en est de même en 2007 : jusqu'en novembre, les hedge funds auraient perdu 20,4 milliards de dollars (29,2% du total), contre 28,8 milliards de dollars pour les banques (41,3% du total).

2. les hedge funds qui ont succombés a cette crise :

On peut marquer le début de la crise, entre mai et juillet 2007, avec la faillite de plusieurs hedge funds spécialistes des dérivés de crédit : UBS Dillon Reed Capital Management, Bear Stearns High-Grade Structured Credit Fund, et Bear Stearns High-Grade Structured Credit Enhanced Leveraged Fund³. Durant le second semestre 2007 et au début 2008, d'autres fonds, pour la plupart investis dans des ABS subprime, ont connu des difficultés les conduisant à suspendre les remboursements aux investisseurs ou à faire faillite.

¹ ANDRÉ CARTAPANIS et JÉRÔME TEÏLETICHE, op.cit. page : 8

² Idem

³ Michel Aglietta, Sandra Khanniche, Sandra Rigot, op.cit. page : 180

« Après Ospraie Management, un *hedge fund* installé sur Park Avenue à New York, et Drake Capital, qui employait 80 personnes dans ses bureaux de Madison Avenue, c'est au tour de MKM Longboat, considéré comme l'un des poids lourds du secteur, de se trouver pris à la gorge. Ce hedge fund londonien a été forcé de liquider son fonds principal, estimé à 216 millions de livres¹. Un peu plus tôt dans l'année, Peloton Partners, le fonds du flamboyant Ron Beller, un ancien banquier de Goldman Sachs aussi célèbre pour son flair des marchés que pour ses démêlés judiciaires avec une secrétaire indélicate (qui avait siphonné plus de 1 million de livres de son compte personnel avant qu'il ne s'en aperçoive), a dû lui aussi mettre la clé sous la porte. L'an passé, cet Américain de 45 ans avait pourtant reçu le prix du « meilleur nouveau fonds » et un bonus de près de 100 millions d'euros pour avoir judicieusement parié sur la chute des subprimes. Même la France, pourtant très peu présente dans l'industrie des hedge funds en raison d'une législation qui a longtemps été très restrictive, n'échappe pas à la tourmente. ADI, la filiale de gestion alternative de la Matmut, a récemment dû fermer 5 fonds sur les 47 qu'elle gère, une opération qui devrait coûter à « *l'assureur qui assure* » quelque 20 millions d'euros.

Fidèles à leur méthode, ils ont emprunté des titres qu'ils ont vendus à terme à un prix plus bas. Manque de chance : le groupe Porsche, qui tournait depuis longtemps autour de VW mais semblait avoir renoncé à prendre le contrôle de son concurrent, a surpris tout le monde en annonçant dans la nuit du 26 au 27 octobre détenir 74,1 % du capital de son concurrent. Il n'a pas fallu de grands calculs aux jeunes matheux des fonds pour se rendre compte que, en faisant la somme de la participation de Porsche et celle du Land de Basse-Saxe (6 %), il ne restait plus que 20 % de titres disponibles sur le marché. Bien trop peu pour leur permettre d'acheter massivement des actions afin de couvrir en catastrophe leurs positions perdantes... En se jetant sur les rares actions Volkswagen en vente, les hedge funds ont provoqué la flambée du cours, ce qui a encore creusé leurs pertes. « Au total, la facture de cette partie de poker menteur va coûter aux fonds entre 15 et 20 milliards² », estime un gérant

Les fonds arbitragistes ne sont pas les seuls à avoir vu la chance tourner. Après des années de jackpot ininterrompu, les fonds activistes, ces maîtres chanteurs qui faisaient trembler les patrons des grandes entreprises européennes, de Deutsche Börse à Generali en passant par Suez ou Shell, boivent eux aussi la tasse. Atticus, actuellement des plus actifs avec son homologue TCI sur le dossier Deutsche Börse, a ainsi vu son principal fonds

¹ Michel Aglietta, Sandra Khanniche, Sandra Rigot, op.cit. page : 181

² Idem.

européen perdre 43,5 % en 2008. Situation guère plus enviable pour Wendel, le holding des Seillière, qui, pour avoir voulu jouer ce rôle chez Saint-Gobain, voit ses obligations rétrograder en catégorie *junk* (pourrie) par l'agence de notation Standard & Poors¹...

A partir de mars 2008 les choses ont empiré sensiblement. De grands hedge funds se sont trouvés engrosses difficultés ou se sont complètement écroulés. Le plus spectaculaire a été Carlyle Capital Corporation (CCC) appartenant au Carlyle Group. Ce fonds, en fait un SIV à énorme levier de 31, a fait défaut sur \$22mds² de MBS huit mois après sa création sur Euronext. Il a entraîné dans sa chute son prime broker Bear Stearns, la banque d'affaire qui était déjà gangrenée par de multiples pertes sur les crédits titrisés dues à des hedge funds qu'elle avait elle-même créés. Ce fonds a été incapable de trouver le financement de \$400mil d'appel de marge. Cet épisode de la crise a provoqué une réponse dramatique de la Réserve Fédérale pour éviter une faillite sauvage de Bear Stearns, une pure banque d'investissement qui n'était pas sous la juridiction de la banque centrale. Il illustre l'importance du risque de contrepartie pour propager le risque systémique.

Hormis Carlyle Capital Corporation, trois gros hedge funds ont été forcés de fermer ou de suspendre le rachat des parts de leurs investisseurs. C'est le cas de Drake Management (\$12mds d'actifs répartis dans trois hedge funds) qui a fait 34 % de pertes sur des paris directionnels de taux d'intérêt et de change, de Global Opportunities Capital qui a proposé à ses investisseurs de bloquer les retraits jusqu'à la fin de 2008, de Blue River Asset Management qui a dû fermer après avoir essuyé 80 % de pertes sur ses obligations municipales.

Les stratégies les plus diverses sont donc atteintes par des pertes abyssales. Tout hedge fund qui a recours à des leviers considérables pour afficher des rendements à deux chiffres est menacé de mort. Toute tentative d'échapper à ce destin propage le risque systémique. Le laxisme des régulateurs vis à vis des hedge funds est donc une cause de la fragilité de la finance contemporaine. C'est pourquoi il est grand temps de pencher sur les apories de la réglementation et de la supervision dans le domaine de la finance de marché en général et des hedge funds en particulier. »³

¹ Michel Aglietta et Sandra Rigot, op.cit. page : 103.

² Idem.

³ Idem.

Conclusion :

Les hedge funds ne sont pas les principaux responsables de la crise des subprimes et de ses conséquences systémiques. Tel est le principal enseignement qui se dégage de cette analyse. Cela ne signifie pas que l'on doit les exonérer de toute influence, dans le scénario d'ensemble de la crise systémique, à côté des banques, des agences de notation, des courtiers ayant initié les crédits hypothécaires américains à risque...

Une crise systémique répond à des risques systémiques qu'alimentent les innombrables externalités des systèmes financiers. De ce point de vue, les hedge funds ont été les propagateurs de la crise des crédits structurés. Car le marché des CDO est devenu illiquide à partir du moment où certains de ces fonds, très endettés, devaient ajuster leurs positions, fussent-elles perdantes, face aux appels de marge de leurs prime brokers, eux-mêmes soumis à des tensions comparables. D'où la suspension des transactions, la disparition de tout prix de marché pour certains CDO, surtout pour les tranches les plus risquées (Equity et Mezzanine).

CHAPITRE 4
LA REGLEMENTATION DES
HEDGE FUNDS FACE A LA
CRISE FINANCIERE

Introduction :

En dépit de la crise financière qui va sans doute conduire à une remise en ordre de la titrisation des crédits, l'essor des fonds d'investissement profite d'une mutation structurelle et d'une complexification du système financier. Autrement dit, les hedge funds vont faire partie du paysage financier pour un certain temps. D'où le débat réglementaire des hedge funds relancé. La réglementation actuelle n'intègre pas ces changements structurels et encore moins les risques de nature nouvelle qui leur sont liés.

La mise en perspective qui va suivre permet de distinguer quels sont les besoins de régulation directe des hedge funds et quelles sont les améliorations qui résulteraient indirectement d'une réforme de la régulation des autres acteurs qui interviennent dans la titrisation du crédit. Elle devrait se situer à la fois aux niveaux microéconomique et macroéconomique, concerner les facteurs de demande et d'offre, renforcer les prérogatives du régulateur public et enfin définir précisément les conditions d'une discipline de marché efficace dont les acteurs seraient les investisseurs institutionnels de long terme.

Section 1 : La discipline de marché et la réglementation indirecte :

1. La discipline de marché et la réglementation indirecte :

Jusqu'à présent, les régulateurs étaient plus ou moins unanimes pour reconnaître les apports des hedge funds aux marchés financiers et à l'économie au sens large, en améliorant l'efficacité des marchés financiers et en fournissant de la liquidité en période de crise financière mais aussi en termes d'innovations financières¹. « Grâce à leurs approches d'investissement souples et à leur utilisation intensive d'instruments financiers innovants, ils ont contribué à améliorer le processus de formation des cours sur les marchés financiers. Un mécanisme plus efficace de formation des cours améliore l'efficacité de l'allocation du capital, ce qui est particulièrement bienvenu sur les segments de marché dominés par quelques grandes banques commerciales et banques d'investissement, à l'image du marché des dérivés de crédit. Le risque peut être beaucoup plus largement transféré qu'auparavant.

Toutes les catégories de risques sont aujourd'hui couramment déconstruites, reconstituées puis transférées vers les intervenants disposés à les supporter au moindre coût possible. Les investisseurs trouvent ainsi de nouvelles opportunités de diversification »². Les hedge funds participeraient ainsi à l'innovation financière dans la mesure où ils utilisent les nouveaux produits financiers complexes qui permettent de disperser les risques à travers les participants du marché.

En conséquence, les régulateurs considéraient qu'une réglementation directe n'était pas adaptée à ce type de fonds, voire contre-productive. Le consensus s'est donc porté d'une part sur une réglementation indirecte (via leurs contreparties que sont les primes brokers et les opérations sur les marchés réglementés des actions/obligations) et d'autre part sur la discipline de marché sous l'angle de la divulgation d'information. Sa justification repose sur deux hypothèses : la première est que les principales contreparties des hedge funds sont régulées et supervisées ; la deuxième est que les contreparties ont des incitations suffisantes à respecter la réglementation (vis à vis des régulateurs).

¹ Michel Aglietta, Sandra Khanniche, Sandra Rigot, op.cit. page : 226

² Idem.

Quant à la discipline de marché, qui s'appuie sur les mécanismes d'incitations des parties prenantes, elle est généralement acceptée pour toutes les parties prenantes, particulièrement par l'industrie elle-même mais aussi par les superviseurs. Mais attention, il y a des conditions au bon fonctionnement de cette discipline de marché en termes de divulgation. Le renforcement des contraintes en matière de divulgation de l'information financière est une condition nécessaire à l'exercice de la discipline de marché mais n'est pas une condition suffisante. Pour que la discipline de marché puisse prétendre véritablement épauler le régulateur, il faut renforcer les incitations sur les parties prenantes à cette discipline de marché pour qu'elles l'exercent effectivement.

Une autre justification de cette réglementation allégée vient du fait que les principaux investisseurs de hedge funds étaient des particuliers fortunés et relativement peu nombreux. Ils investissaient en connaissance de cause dans des véhicules jugés risqués et en acceptaient les conséquences en termes de pertes. L'évolution de la structure de la clientèle des hedge funds tend à affaiblir cet argument avec l'institutionnalisation croissante de l'industrie des hedge funds. La protection des consommateurs devrait se poser avec plus d'acuité.

Toute la difficulté du régulateur concernant les hedge funds réside dans le difficile équilibre à trouver entre un cadre réglementaire adéquat permettant de prévenir le risque systémique, de protéger les investisseurs et d'assurer l'intégrité des marchés et un cadre suffisamment flexible pour faire jouer l'efficience et la liquidité des stratégies des hedge funds. La définition de cet équilibre ne fait toujours pas l'unanimité entre les principaux régulateurs. A l'extérieur des Etats-Unis et de la Grande-Bretagne, des pressions s'exercent de plus en plus pour réclamer une réglementation plus stricte des hedge funds. Les arguments mis en avant par les détracteurs des hedge funds semblent avoir plus de poids.

2. Récapitulatif des caractéristiques des hedge funds et des arguments en faveur et contre ces derniers :

Tableau 12 : Tableau récapitulatif des caractéristiques des hedge funds et des arguments en faveur et contre les hedge funds

| <i>Caractéristiques</i> | <i>Arguments mis en avant par les partisans des hedge funds</i> | <i>Arguments mis en avant par les détracteurs de hedge funds</i> |
|---|--|--|
| <ul style="list-style-type: none"> • pool de capital privé • Domiciliation offshore • Opacité due au manque de réglementation et aux biais des bases de données • Fiscalité favorable • Transactions actives sur actifs cotés, négociables et liquides • Commissions double (gestion et performance) prohibitives payées aux managers par les investisseurs • Recherche de rendement absolu sur horizon court • Éventail large de stratégies d'investissement dans les marchés de capitaux à la poursuite de rendement élevé (□) et de volatilité faible (□ faible) • Levier financier par vente à découvert, collatéral et usage intensif des dérivés de crédit | <ul style="list-style-type: none"> • Découvertes des prix et main invisible (efficience des marchés) • Diversification • Rendements non corrélés et plus élevés et moins volatiles • Dispersion des risques • Liquidité | <ul style="list-style-type: none"> • Déstabilisation • Endettement • Risque de contrepartie • (caractère endogène et procyclique des garanties) • Comportement mimétique • Risque d'illiquidité • Risques opérationnels (fraudes) • Manque de transparence • Faible régulation • Risque systémique |

Sources : Rapport du Parti Socialiste Européen (2007), Jon Danielsson (2007)

Section 2 : Analyse des recommandations au regard des risques des Hedge Funds :

Un certain nombre d'associations professionnelles, d'institutions nationales et internationales ainsi que des autorités de régulation ont émis des recommandations en matière de régulation des hedge funds, parmi lesquelles le FSA, la SEC, l'AIMA¹, HFWG², le PWG¹,

¹AIMA constitue avec ses 1100 membres (dont 250 au Royaume-Uni) répartis dans 46 pays la plus grande association professionnelle de *hedge funds* et de FOF. Son objectif est de promouvoir les meilleures pratiques et la transparence en matière d'investissements alternatifs.

² Working group crée en 2007 qui constitue l'initiative de 13 gérants de *hedge funds* (dont 11 installés à Londres). Il est présidé par Sir Andrew Lang, lui-même président d'un *hedge fund* coté en bourse. L'objectif de

le FSF², le FMI... On va d'abord classer les différentes propositions au regard des risques analysés précédemment à l'aide d'un tableau récapitulatif croisant les organismes ayant émis ces propositions, les risques qu'ils considèrent et ceux qu'ils ignorent et le contenu des propositions formulées. Ensuite on va soumettre les différentes propositions disponibles à une analyse critique pour dégager enfin les axes de réformes qui nous paraissent cruciaux (Voir tableau récapitulatif des recommandations et des risques des hedge funds).

1. La teneur générale des propositions :

La plupart des recommandations des organisations professionnelles concernent les risques cachés dus aux hypothèses de normalité et aux biais de représentation des rendements des hedge funds. Elles traduisent leur préoccupation concernant la question plus générale de l'amélioration de la transparence des hedge funds. Les propositions relatives au risque systémique sont rares, sauf celle de l'utilisation des stress tests, voire inexistantes concernant les risques liés aux hedge funds en tant qu'agents récepteurs de risques via les marchés dérivés et les crédits structurés. Ces recommandations sont toutes non contraignantes et mettent particulièrement l'accent sur la relation contractuelle entre les investisseurs et les hedge funds qui, *in fine*, doivent toujours conserver une liberté totale d'action. Elles correspondent plus ou moins à une volonté de statu quo en matière de divulgation d'informations volontaires, que ce soit aux investisseurs, aux régulateurs et aux primes brokers. Quant aux procédures de gestion des risques, on affirme qu'elles se sont considérablement améliorées et que cette tendance devrait se poursuivre. Ainsi, ces recommandations sont loin de répondre au besoin de réglementation imposé par les événements de crise récents.

De leur côté, les autorités de supervision reconnaissent les trois grandes catégories de risques relatifs aux hedge funds. Leurs propositions en revanche se concentrent presque toutes sur les risques cachés et le risque systémique engendré par les hedge funds. Elles restent muettes sur le dernier type de risque qui font des hedge funds des agents de propagation du risque systémique constitué dans la titrisation du crédit. Ces autorités dans l'ensemble font confiance à la discipline de marché et à la régulation indirecte, mais sans vraiment augmenter

ce HFWG est de développer des *guidelines* dans les domaines de l'évaluation, de la divulgation et de la gestion des risques.

¹ Le PWG a été créé en mars 1988 par le président Reagan en réponse aux événements du 19 octobre 1987 pour élaborer des recommandations qui visent à l'amélioration de l'intégrité, l'efficacité et la compétitivité des marchés financiers américains. Présidé actuellement par le secrétaire au Trésor, Henri Paulson, un ancien de Goldman Sachs, il est composé des présidents de la Fed, de la SEC et de la CFTC commission.

² *Financial stability Forum*

le niveau des contraintes ni renforcer les mécanismes d'incitation. Plus précisément, elles mettent l'accent sur l'enregistrement des gérants de hedge funds à leurs autorités de régulation, sur les Due Diligence¹ et le renforcement de la coopération entre superviseurs et entre régulateurs et hedge funds /*prime brokers* et l'utilisation plus grande des tests de stress. De même, elles sont unanimes pour limiter l'accès des hedge funds aux épargnants individuels.

Les organismes nationaux et internationaux ont émis des recommandations majoritairement contraignantes contrairement aux organisations professionnelles qui mettent un point d'honneur à n'imposer aucune obligation aux hedge funds. Elles se situent aux niveaux micro et macro et elles tendent à favoriser une répartition plus égalitaire des responsabilités entre les différents protagonistes de la chaîne d'investissement des hedge funds et pas seulement aux investisseurs. Leur principal intérêt vient de leur prise en compte de toutes les sources de risques propres aux hedge funds. Toutes ces recommandations visent à rendre obligatoires les divulgations d'informations publiques et privées de la part des hedge funds et des prime brokers qui auraient pour conséquence de rendre plus fiables les bases de données et de baisser les biais de *reporting*. Ces révélations d'informations permettraient à chacun de jouer son rôle en matière de gestion des risques en facilitant le monitoring des hedge funds individuels.

Si les propositions des organisations professionnelles sont facilement prévisibles dans le sens où ces dernières ont pour objet de défendre les intérêts des hedge funds, il n'en va pas de même de celles des régulateurs. Le paradoxe de leurs recommandations vient du fait que d'un côté les régulateurs mettent en garde contre les dangers que les hedge funds font courir à la stabilité financière mais, d'un autre côté, ils louent les hedge funds qui fournissent des services essentiels aux marchés. A cause de cette posture dogmatique les régulateurs sont réticents à toute recommandation qui va au delà d'un appel pour la *Due Diligence* par les contreparties. Cette attitude peut aussi provenir des différentes responsabilités prudentielles qui sont éclatées entre les superviseurs, comme la protection des investisseurs, la stabilité financière et l'intégrité des marchés. Ce qui pousse certains économistes à recommander une modification institutionnelle consistant à rapprocher la *Bank of England* et le FSA au Royaume Uni². Une autre explication se situe dans la recherche de la compétitivité des places

¹Analyse quantitative et qualitative d'un *hedge fund* réalisé en général par l'investisseur institutionnel avant tout investissement

² Michel Aglietta, Sandra Khanniche, Sandra Rigot, op.cit. page : 227

boursières et dans la volonté de certains régulateurs d'augmenter l'attractivité de leur place financière au prix d'une plus grande vulnérabilité au risque. Sans oublier les lobbies de hedge funds très influents auprès des décideurs politiques.

Tableau 13 : Récapitulatif des recommandations et des risques des hedge funds: une analyse structurelle

| Propositions/ risques liés aux HF | FSA | SEC | Fed | AIMA HFWG | FSF | G8 | IOSCO | FMI | PSE | PWG | FMG | interview |
|---|----------|----------|-----|-----------|-------|------|-------|------|---|-----|------|---------------------|
| Risques liés à l'opacité des stratégies et absence de divulgation de reporting =risques cachés et rendement ajustées des biais plus faibles | RR ++ | RR ++ | RR | RR ++ | RR ++ | RR++ | RR++ | RR++ | RR++ | RR | RR++ | RR+ |
| Obligation d'enregistrement des managers de HF auprès des régulateurs (C) | +++ | +++ | - | + | | +++ | | | +++ | | + | gros HF- pts HF+ |
| Divulgation publique obligatoire d'informations régulières et fiables : (modèles de gestion , profil de risques, stratégies, positions, structures de fees, stress testing, liquidité, structure d'incitation de gestion... | - | - | - | - | + | + | | - | +++ +++ +++ +++ +++ +++ +++ | - | - | --- |
| Mise en place d'une base de données publiques sur les HF (fees, profil de risques ...)(C) | | ++ | | | | | | | | | | |
| Mise en place d'un ICR International Credit Registration | | | | | +++ | +++ | | | +++ | | | |
| Divulgation obligatoire privée d'informations des HF aux PB sur (valeur liquidative du HF, expositions au risque, liquidité...) -des HF vers les Régulateurs: | | | + | | | | | | + | | | + |
| | | | | | | ++ | | | | | - | ++ |

| Propositions/ risques liés aux HF | FSA | SEC | Fed | AIMA HFWG | FSF | G8 | IOSCO | FMI | PSE | PWG | FMG | interview |
|---|------------|------------|------------|------------------|------------|-----------|--------------|------------|------------|------------|------------|------------------|
| -des HF vers les investisseurs: | ++ | ++ | ++ | ++ | ++ | ++ | | ++ | ++ | ++ | ++ | ++ |
| Appliquer un barème de notation plus différencié pour les produits structurés | | | | | | | | +++ | | +++ (2008) | | |
| Due diligences initiales/de suivi par les investisseurs (NC) | +++ | +++ | +++ | +++ | +++ | +++ | +++ | +++ | +++ | +++ | +++ | +++ |
| Influence des investisseurs institutionnels dans la promotion de la transparence des HF | | | | | +++ (cole) | | | | +++ | +++ | ++ | - |
| Renforcement de la coopération industrielle (bonnes pratiques / guidelines professionnelles) (NC) | +++ | +++ | | +++ | +++ | | +++ | | | +++ | + | +/- |
| Renforcement de la coopération internationale formelle et informelle | +++ | +++ | | +++ | +++ (2008) | | +++ | +++ | | | +++ | + |
| -entre régulateurs (BC et AR) | +++ | | | | | | | | | | | |
| -entre régulateur et HF (NC) | +++ | | | | | | | | | | | |
| Risques liés à la nature des stratégies adoptées (sources de risques systémique) =profil de risque non gaussien, pertes extrêmes amplifiées par le levier élevé | RR ++ | RR ++ | RR == | RNR | RR ++ | RR ++ | RR | RR ++ | RR ++ | RR | RR++ | RR+- |
| Prise de risque agressive aiguillonnée par la concurrence et alléchée par des performance fees élevées | | | | | RR++ | | | RR++ | RR++ | | | |

| Propositions/ risques liés aux HF | FSA | SEC | Fed | AIMA HFWG | FSF | G8 | IOSCO | FMI | PSE | PWG | FMG | interview |
|--|------------|------------|------------|------------------|------------|-----------|--------------|------------|------------|------------|------------|------------------|
| =risque de contrepartie et de pertes extrêmes sur des marchés complexes | | | | | | | | | | | | |
| Enquêtes semestrielles sur les PB destinée à évaluer leurs expositions aux HF et les profils de risques du marché préalable à une surveillance accrue et un dialogue direct avec les gros HF | +++ | +++ | | | +++ | | | | | +++ | +++ | ++ |
| Des enquêtes ciblées sur les pratiques de gestion du risque de crédit des banques/PB | +++ | +++ | | | | | | ++ | | | +++ | |
| Augmentation des corrélations au sein d'une stratégie et entre stratégies dans des périodes de stress de marché* | | | | | | | RR++ | RR++ | | | | |
| Attractivité de stratégies passant par des transactions sur des marchés illiquides (concentration sur ces marchés) =Risque d'illiquidité * | | | | | | | RR++ | RR++ | | | | |
| Les stress tests (C) -au niveau de chaque contrepartie de HF -au niveau consolidé simulation des appels de marges sur l'ensemble des | +++ | +++ | +++ | +++ | +++ | +++ | +++ | +++ | +++ | +++ | +++ | +++ |

| Propositions/ risques liés aux HF | FSA | SEC | Fed | AIMA HFWG | FSF | G8 | IOSCO | FMI | PSE | PWG | FMG | interview |
|---|-----|-----|-----|-----------|------|------|-------|------|------|--------------|-----|-----------|
| expositions | | | | | | | | | | | | |
| Divulgation privée des positions agrégées des tous les HF sur des marchés clés de la part des PB aux régulateurs C | | | | | +++ | +++ | | | +++ | +++ (2008) | | |
| Divulgation obligatoire des PB aux régulateurs des expositions des HF Stress testing des <i>potential future credit exposure</i> | | | | | +++ | +++ | | | +++ | | | |
| Recours immodéré à l'effet de levier (superposition des opérations de levier) et concentration dans des produits dérivés complexes Risque de pertes extrêmes Risque de contrepartie* | RNR | RNR | RNR | RNR | RR++ | RR++ | | RR++ | RR++ | RR ++ (2008) | | |
| Divulgation des résultats des stress tests et des analyses des scénarios (C) | | | | | +++ | | | ++ | ++ | | | |
| Mise en place d'une infrastructure de compensation et règlement pour les produits dérivés négociés sur les marchés de gré à gré (C) | | | | | +++ | | | +++ | | | | |
| Détention d'un capital suffisant affecté au risque de crédit de contrepartie. (C) | | | | | +++ | | | ++ | | | | |
| Transmission de certaines | | | | | | | | | ++ | | +++ | ++ |

| Propositions/ risques liés aux HF | FSA | SEC | Fed | AIMA HFWG | FSF | G8 | IOSCO | FMI | PSE | PWG | FMG | interview |
|--|------------|------------|------------|------------------|------------|-----------|--------------|------------|------------|------------|------------|------------------|
| prérogatives à la Banque Centrale | | | | | | | | | | | | |

RR : risque reconnu RNR : risque non reconnu C : contraignant NC: non contraignant HF : *hedge funds*

* la concentration du risque de contrepartie et de liquidité dans des styles d'investissements utilisant la vente à découvert financée par le levier d'endettement élevés peut faire des HF les maillons faibles d'une propagation systémique

- : CONTRE

0 : INDIFFERENT

+ : PEU FAVORABLE

++ : FAVORABLE

+++ : TRES FAVORABLE

AIMA/ HFWG: Alternative Investment Management Association/ Hedge Fund Working Group

PWG: US President Working Group

IOSCO: International Organisation of Securities commission

FMG: Financial Market Group –London School of Economics

PSE: Rapport du parti socialiste au Parlement Européen

FSA/ SEC: Financial Services Authority/ Securities and Exchange Commission

L'analyse des risques des hedge funds a permis de distinguer trois principaux types de risques : les risques liés à l'opacité, le risque de contrepartie lié aux *prime brokers* (levier financier) et enfin les risques de liquidité liés au crédit structuré.

2. Le manque de transparence :

Les risques liés à l'opacité des stratégies et l'absence de divulgation de *reporting* représentent des risques cachés dus aux hypothèses de normalité et aux biais de représentation des hedge funds. Ces risques impliquent une régulation qui vise à améliorer la transparence et à imposer des divulgations d'informations à la fois aux investisseurs, aux *prime brokers* et aux superviseurs. Le caractère contraignant de ces divulgations est crucial dans la mesure où de telles divulgations permettraient de faire baisser les biais de *reporting*. Les bases de données seraient plus complètes et plus fiables. De même, il s'agit d'un argument de bien public qui permettrait d'augmenter le bien être social. Ces révélations d'informations permettraient à chacun de jouer son rôle en matière de gestion des risques en facilitant le monitoring des hedge funds individuels. Elles constituent une condition à une discipline de marché efficace. Dans cette optique, plusieurs recommandations ont été émises comme celle de rendre obligatoire l'enregistrement des managers auprès des régulateurs ou encore celle qui contraignent les parties prenantes (les gérants de hedge funds, les *prime brokers*...) à divulguer de l'information de façon privée ou/et publique¹.

L'enregistrement obligatoire auprès du régulateur est effectif au Royaume-Uni (FSA) mais ne l'est pas vraiment aux Etats-Unis. S'il constitue un premier contrôle de moralité du gérant et s'il autorise des enquêtes pendant la durée de l'activité, il reste une condition nécessaire mais pas suffisante. Très souvent, les investisseurs font appel à des services de détectives privés pour approfondir ce premier contrôle qui représente un coût supplémentaire directement affecté à l'investisseur. La preuve de l'honnêteté du gérant est déterminante quand on sait combien la confiance est à la base même du contrat liant l'investisseur à son hedge funds manager. Il y a donc une présomption de malhonnêteté systématique chez les gérants de hedge funds. Le système de la SEC, en obligeant les petits fonds à se faire enregistrer et non les plus gros, pénalise les petits. Or ce sont justement ceux avec qui les investisseurs ont intérêt à conclure des contrats de partage des profits liés à des stratégies de long terme comme on va dans la dernière partie de cet article. L'enregistrement leur impose

¹ Michel Aglietta, Sandra Khanniche, Sandra Rigot, op.cit. page : 230.

des exigences réglementaires qui s'avèrent plus coûteuses que pour un fonds ayant atteint une taille critique. Il serait plus logique de rendre obligatoire cet enregistrement pour les plus gros hedge funds plus susceptibles d'avoir un impact systémique.

En matière de divulgation privée, on distingue trois recommandations qui vont aussi dans ce sens : la divulgation d'informations des prime brokers aux régulateurs (expositions hedge funds par hedge funds puis de toute leur clientèle en fonction des différentes catégories de risques), la divulgation d'informations des hedge funds aux prime brokers (indicateurs quantitatifs/qualitatifs de la valeur liquidative d'un hedge fund, expositions au risque et sa liquidité...) ou encore la divulgation d'informations des hedge funds aux autorités de régulation (positions et informations produites par leurs systèmes de gestion de risques...).

Par ailleurs, toutes les recommandations qui consistent à mettre en place des standards minimum de divulgations par définition non volontaires ne seraient constituer des conditions d'une discipline de marché efficace permettant le monitoring effectif des hedge funds. En effet, on devine les limites d'une divulgation privée volontaire entre le gérant et les investisseurs (contractualisation de la transparence) qui sont souvent fixées de manière discrétionnaire par le gérant. Les gérants interrogés reconnaissent eux mêmes jouer le jeu de la transparence mais jusqu'à un certain point. Si l'investisseur demande trop d'information, le gérant s'arroge le droit de refuser toute nouvelle communication, en arguant que ce refus fait partie du contrat entre lui et l'investisseur. C'est bien pourquoi c'est la nature du contrat qui est à revoir si on arrête de se payer de mot concernant la discipline de marché et qu'on se décide enfin à la prendre au sérieux.

Enfin une dernière recommandation met en exergue le rôle des investisseurs institutionnels et leur capacité d'influence dans la promotion de la transparence des hedge funds (une nouvelle source de discipline de marché). La structure des hedge funds s'est institutionnalisée ces dix dernières années avec une part de plus en plus importante d'épargne publique. Cette évolution devrait logiquement impliquer un changement dans le sens d'une plus grande régulation des hedge funds. En effet, il existe une relation principal-agent¹ entre

¹La relation d'agence se définit traditionnellement comme une relation caractérisée par une asymétrie d'information entre deux protagonistes: le principal et l'agent. Selon que le principal en général ignore une caractéristique de l'agent ou son comportement, la relation d'agence est définie par une relation de sélection adverse (*adverse selection*) ou de risque moral (*moral hazard*). Toutes les relations contractuelles impliquent des situations de conflits d'intérêts potentiels.

les investisseurs institutionnels et les gérants de hedge funds dus aux asymétries d'informations qui minent la capacité des investisseurs même qualifiés à entreprendre les *due diligence*, étant donné les stratégies très complexes et les structures opaques des hedge funds. Toute erreur dans le monitoring des hedge funds individuels peut conduire à des erreurs d'allocation. A l'heure actuelle, le seul contrôle possible est celui effectué en amont au moment du choix du manager. Ce processus est cher et prend du temps. De plus, il faut compter sur les consultants avec une industrie de *consulting* qui est souvent en cheville avec les hedge funds industry.

Ce sont les investisseurs institutionnels qui ont le plus besoin de ces données, car s'ils sont considérés comme des investisseurs qualifiés qui n'ont théoriquement pas besoin de protection supplémentaire. On a trop vite tendance à oublier qu'ils ne sont pas les investisseurs ultimes. Il est donc dans leur intérêt de jouer un rôle important dans la discipline de marché. Jusqu'à présent, ils n'ont pas vraiment joué ce rôle. On peut présumer et souhaiter que cela change. C'est en tout cas ce que pense un certain nombre de ces organismes. Ils devraient être les principaux bénéficiaires de la régulation.

De même, il demeure une ambiguïté sur le statut d'investisseurs qualifiés. Les investisseurs institutionnels, par définition, sont considérés comme des investisseurs qualifiés. Mais certains fonds de pension nous ont confié en entretiens que malgré leurs expériences de gestion de portefeuilles, ils ne se considéraient pas comme tels. Bien au contraire, ils se jugeaient incapables d'évaluer et contrôler les risques des hedge funds. On peut se demander quels seraient alors les critères d'un tel statut pour un investisseur institutionnel? Ce sont les vrais investisseurs de long terme capables de déterminer une allocation stratégique flexible dans le temps. Ce n'est donc pas une catégorie statutaire, mais une méthode et des outils d'analyse stratégique en interne qui définissent des investisseurs qualifiés (Rapport « investisseurs à long terme et gouvernance des entreprises »).¹

En vérité, la question est dans la nature de la relation Principal Agent qui relie les managers de hedge funds et les investisseurs institutionnels qui leur confient leur capital. Le manager doit-il avoir une indépendance de moyen ou d'objectif? Il est clair que, s'il a une indépendance d'objectif dans un contrat de délégation très lâche avec une grande latitude de changer de stratégie, le pouvoir de contrôle de l'investisseur est très affaibli. Pour que la

¹ Michel Aglietta, Sandra Khanniche, Sandra Rigot, op.cit. page : 230

relation soit celle d'une indépendance de moyen du manager toutefois, la seule qui soit une vraie relation principal agent, l'investisseur doit avoir lui-même une stratégie précise sur ce qu'il attend de la gestion alternative dans son portefeuille et doit être capable de sélectionner les managers en fonction de ses objectifs et de conclure un contrat de délégation sur mesure.

L'idée est de rechercher un contrat qui permette aux investisseurs institutionnels de redevenir les principaux. Une fois l'obstacle du choix du partenaire dépassé, l'investisseur à long terme qui traite avec un hedge fund de petite taille a la possibilité de conclure un contrat de coinvestissement qui peut répondre au souci d'une discipline exercée par l'investisseur. De tels contrats peuvent réduire significativement les conflits d'intérêts en réduisant les asymétries d'information dans le jugement sur les opportunités d'investissement. C'est une voie pour réduire les montants de commission qui drainent le profit à l'encontre de l'investisseur en remplaçant les commissions par un partage du profit. Ces contrats sont loin de la pratique actuelle.

3. Le risque de contrepartie, comment peut-on le réduire :

Le deuxième type de risque mis en avant dans la cartographie des risques des hedge funds est celui lié au levier financier procuré par les prime brokers via les marchés dérivés. C'est le risque contrepartie. Les parties précédentes ont mis en exergue l'incohérence des incitations entre les prime brokers et les hedge funds d'abord en raison de la structure de revenus des prime brokers et de l'absence de capital de réserve pour les prêts par dérivés (levier financier des hedge funds). Il en est résulté une réduction des marges initiales qui ne semblait pas être justifiée par une baisse du risque. En conséquence, les prime brokers, contrairement à ce qu'on affirme les tenants de la régulation indirecte entre les hedge funds et les prime brokers, sont fortement incités à ne pas jouer leur rôle de régulateur des hedge funds. Le retour possible du risque sur la contrepartie (banque) révèle le caractère systémique des hedge funds¹.

La mise en place d'une infrastructure de compensation et règlement pour les produits dérivés négociés sur les marchés de gré à gré permettrait une réduction très importante des positions par la compensation multilatérale (*netting*) tout en conservant des marchés de gré à gré. Tout ce qui serait du ressort du *back office*, c'est-à-dire du traitement des transactions se

¹ Michel Aglietta et Sandra Rigot, op.cit. page : 148.

ferait via un mécanisme de règlement centralisé (chambre de compensation). Mais la négociation se ferait toujours de gré à gré –ce qui permettrait aux *prime brokers* d'engranger les *fees*. Une solution plus radicale consisterait à imposer des règles sur le capital en fonction des positions (dans l'esprit de Bâle II)¹.

De même, si en principe les activités de *prime brokers* sont sous la supervision de la SEC, dans les faits, lorsque ces activités se font à l'étranger, elles échappent au superviseur qui ne peut jouer son rôle de régulateur au niveau consolidé. Ces informations seraient pourtant essentielles pour l'accomplissement de leur mission de limiter le risque de liquidité. Enfin, l'argument des mécanismes d'incitation posent également problème lorsqu'il s'agit des régulateurs et des banques. La régulation indirecte par les banques n'est pas efficace car les incitations des banques ne sont pas les mêmes que celles des régulateurs. En effet, les banques ont elles mêmes des activités de hedge funds et elles fournissent des services très lucratifs qui sont essentiels aux hedge funds. Enfin, il faut rappeler que les banques d'investissement américaines ne sont pas concernées par Bâle II et qu'elles ne le seront probablement pas avant quatre ou cinq ans.

4. Le risque de liquidité et d'exigences de divulgation :

4.1. Le risque de liquidité :

Enfin, le dernier type de risque concerne le risque de liquidité lié aux marchés du crédit structuré. Les hedge funds en investissant dans les tranches *equity* (tranches les plus risquées de la titrisation) bénéficie d'un deuxième levier (via l'achat de ABS et CDO qui sont des actifs illiquides financés par une base de capital étroite et donc essentiellement par de la dette liquide). Les hedge funds ne jouent pas le rôle d'absorbeurs de risque. Ce sont des arbitragistes du risque dans les chaînes de crédit structuré. Selon les situations de marché, ils peuvent contribuer à disséminer le risque ou être des maillons fragiles d'une chaîne de contagions. C'est pourquoi les hedge funds sont des transmetteurs de risque systémique au même titre que des banques. Ils sont vulnérables à l'interaction du risque de crédit et du risque de liquidité du fait de leur levier. Ils sont donc vendeurs forcés d'actifs en temps de crise, comportement qui propage la détresse entre les marchés.

¹ Michel Aglietta et Sandra Rigot, op.cit. page : 148.

De tels risques impliquent une réforme complète du système de crédit titrisé qui concerne à la fois les banques d'investissement, les agences de notation et les hedge funds.

Cela passe par un changement de modèle des banques qui incite à la connaissance des emprunteurs à faire en sorte que la titrisation ait un intérêt économique comme la capitalisation des véhicules de titrisation et la fermeture de l'arbitrage réglementaire via une réforme de Bâle II qui devrait annuler cette incitation. De même, les agences de notations devraient revoir leur méthodologie pour les notations de façon à différencier les *corporate bonds* des produits structurés. La notation à travers le cycle n'a aucune signification pour les actifs tritisés car les risque de crédit et de liquidité sont intrinsèquement imbriqués. Prétendre que ces deux risques peuvent être séparés est une erreur majeure. Quant aux hedge funds, ils devaient davantage procéder à des divulgations d'informations comme les positions agrégées des hedge funds sur de marchés illiquides aux autorités de régulation ou utiliser des stress tests et divulguer leurs résultats afin que ces derniers puissent mieux gérer le risque de liquidité.

En effet, le risque de liquidité est un risque agrégé qui ne peut être perçu que par les superviseurs. Les autorités de régulation sont en charge de la stabilité financière. Leur action ne se situe pas au niveau du hedge fund individuel mais au niveau agrégé. L'intérêt des stress tests réside dans le fait qu'ils vont pouvoir faire apparaître l'interaction entre le risque de liquidité et le risque de contrepartie. Ils permettent de prendre en compte la variabilité de la liquidité ou encore la variation des corrélations qui est souvent difficile à modéliser. Ces tests de simulation se font généralement au niveau du hedge fund. En permettant de voir ce qui se passe dans les queues de distribution du risque, ils donnent une indication sur les pertes potentielles qui feront retour sur les banques. Or au niveau individuel, le hedge fund ne peut pas voir le risque systémique (quand il y a concentration et des événements défavorables). D'où l'importance de la transmission des résultats aux autorités de régulation qui vont pouvoir totaliser les résultats de stress tests et voir s'il y a des déséquilibres des contreparties et donc un risque de liquidité. L'utilisation de stress tests et la divulgation des résultats des stress tests et des analyses des scénarios est une des recommandations qui vont dans le sens d'une amélioration de la gestion du risque de liquidité.

4.2. La réglementation doit aller plus loin en matière d'exigence de divulgation ?

D'autres propositions vont également dans ce sens. La divulgation privée des positions agrégées de tous les hedge funds sur les marchés clés de la part des *prime brokers* aux régulateurs et la mise en place d'une base de données publique sur les hedge funds (commissions, profil de risques ...) sont des recommandations qui aideraient particulièrement les banques centrales dans leur prévention des risques de liquidité. De même, l'application d'un barème de notation plus différencié pour les produits structurés afin de permettre aux investisseurs de mieux appréhender les risques de liquidité et de marché inhérents à ces instruments.

Toutes les autres recommandations qui consistent à dire que les systèmes de gestion des risques se sont améliorés et que cette tendance devrait se poursuivre sans davantage de régulation (comme faire des stress tests uniquement...) sont insuffisantes. Elles apparaissent comiques au regard du naufrage du modèle « *originate and distribute* », tel qu'il a été développé jusqu'à l'absurde par les banques d'affaire internationales et qui implique tous les segments de la chaîne de transmission des risques dont les hedge funds. Cette crise a révélé la profonde inadaptation des modèles d'évaluation du risque de crédit à des produits de titrisation pour lesquels il n'existe de pas de base historique à la mesure des paramètres clés. Ces modèles se sont avérés totalement trompeurs en situation de stress lorsque les pertes fulgurantes, cachées dans les agencements très non linéaires des CDO, se sont réalisées

Ces analyses nous permettent de conclure qu'une amélioration de la réglementation des hedge funds devrait passer par une plus grande régulation des marchés du crédit et des hedge funds. Elle devrait se situer à la fois aux niveaux microéconomique et macroéconomique, concerner les facteurs de demande et d'offre, renforcer les prérogatives du régulateur public et enfin définir précisément les conditions d'une discipline de marché efficace comme la divulgation d'informations obligatoire et dont la principale composante serait les investisseurs institutionnels.

Section 3 : Les axes d'une régulation efficace du crédit structuré :

La titrisation n'est pas en cause dans son principe. Conçue avec soin et discernement elle réduit le coût du crédit, donne plus de flexibilité aux banques et ouvre un accès des

investisseurs institutionnels à des actifs construits sur les risques de crédit. Mais il faut être bien conscient que le modèle de la banque d'investissement « *initier le crédit et vendre le risque* » est une formidable machine à détruire de l'information. A l'origine il n'incite pas à investir dans la connaissance des emprunteurs, dès lors qu'il est possible de prêter sur la richesse anticipée, laquelle est à son tour fonction de l'expansion du crédit. Ensuite la chaîne de la titrisation est un processus de déperdition de l'information sur la capacité des emprunteurs ultimes à honorer leurs dettes. Lorsqu'on aboutit à des CDO vendus par des conduits hors bilan aux hedge funds et aux *asset managers*, les porteurs de risque en bout de chaîne n'ont aucun moyen pour faire une évaluation indépendante des notes des agences. *La titrisation a nourri une dégradation massive de responsabilité.*

Il n'existe de solution que partielle puisque rien ne peut empêcher la déperdition d'information qui est inhérente à l'éloignement du porteur de risque de l'emprunteur initial. Mais il est possible de faire en sorte que la titrisation ne soit acceptée par les régulateurs que si elle a un intérêt économique, c'est-à-dire que si l'avantage de transférer le risque l'emporte sur le coût de la dégradation de l'information sur la mesure du risque. Cela implique des réformes radicales par rapport aux errements actuels.

1. Les régulateurs de marché devraient n'accepter que des titrisations plus simples :

Cela revient à mettre en place une titrisation de pools d'actifs raisonnablement homogènes et à interdire les multi étages de titrisation en cascade sur des pools de plus en plus hétéroclites dont le risque est impossible à évaluer. Cette normalisation des bases de la titrisation aurait en outre l'avantage de pouvoir la traiter sur des marchés organisés. La titrisation des ABS conçus sur des pools de dettes de haute qualité serait entreprise dans des marchés organisés sous la responsabilité de chambres de compensation et de règlement. La centralisation et la standardisation de ces marchés font que le risque individuel ne peut dégénérer en risque systémique. Tous les contrats sont conclus avec la chambre et donc agrégeables. La compensation multilatérale quotidienne élimine le risque de l'accumulation de positions risquées. Les positions nettes des opérateurs sont « *mark-to-market* » au quotidien et continuellement provisionnées par des appels de marge. Si un opérateur ne peut les satisfaire, sa position est immédiatement liquidée. Il s'agit donc d'une structuration des marchés financiers qui minimise le risque systémique. Dans le cas où le gré à gré serait conservé pour la négociation des titres, les mécanismes de livraison règlement devraient être

centralisés pour permettre la compensation multilatérale et donc le contrôle des positions ouvertes.

2. Les régulateurs bancaires devraient fermer l'incitation aux arbitrages réglementaires des banques :

Il s'agit de rendre obligatoire la ré intermédiation des conduits et SIV dans les bilans bancaires, obligations de reporting et d'imposer aux banques arrangeuses de conserver au bilan la tranche *equity* de toutes les titrisations et d'y adosser des provisions en capital conséquentes. A l'heure actuelle les véhicules de titrisation n'ont pas ou très peu de capital, sont complètement opaques et ont une gestion impénétrable. Ce sont les principaux maillons faibles dans la transmission du risque systémique que la crise a mis en évidence. Leurs liens avec les banques sont cachés et ambigus. Si les régulateurs sont sérieux dans leur volonté de remettre en ordre le crédit ils doivent faire cesser ces situations radicalement.

3. Le monopole des agences de notation requiert un cahier des charges :

On a observé des problèmes très sérieux dans les pratiques des agences. D'une part, les conflits d'intérêt multiples sont exacerbés dans le crédit titrisé. D'autre part, l'extension du modèle de notation des obligations « corporate » aux crédits titrisés est complètement inadéquate. Le risque des CDO les plus complexes ne peut pas être objectivement évalué. Mais le but des agences n'est pas là. Il est d'obtenir le meilleur rating pour vendre les tranches. Le « mark-to-model » des tranches supérieures devient « mark-to-myth », où le mythe de la notation est ajusté aux intérêts des vendeurs. Comme par ailleurs les agences ont été placées au cœur de la régulation du capital bancaire par la grâce du Comité de Bâle sans la moindre contrepartie d'inspection de leurs méthodes ni de responsabilité pour ce qu'elles font, on a abouti à une situation intolérable. Un oligopole privé délivre sans cahier des charges un bien public aussi indispensable au fonctionnement des marchés financiers que la monnaie et cela tout en prétendant n'émettre qu'une opinion parmi d'autres. Cette hypocrisie est évidemment intolérable.

4. Comment peut-on mettre un terme à l'hypocrisie des agences et informer correctement les investisseurs :

4.1. Comment peut-on mettre un terme à l'hypocrisie des agences :

Le first best est inatteignable tant que l'opinion publique baigne dans la mentalité du pouvoir auto régulateur de la finance. Pourtant le first best consiste à reconnaître que les agences produisent un bien public qui est le standard des marchés financiers, comme la monnaie est le standard de l'économie des biens. Il serait donc logique que les agences soient transformées en agences publiques indépendantes au même titre que les banques centrales. Puisque cette solution est hors d'atteinte et que le statu quo est devenu indéfendable, le *second best* est que les autorités prudentielles supervisent les agences de manière à recentrer cette profession sur son métier. Mettre la fourniture d'un bien public aux mains d'intérêts privés a toujours été un mauvais arrangement. Le faire pour le crédit titrisé dans des conflits d'intérêt exacerbés et avec des modèles inadéquats est bien pire. Dès lors que la titrisation serait simplifiée et normalisée et passerait dans le domaine des marchés organisés, la relation incestueuse entre les agences et les banques d'investissement n'aurait plus lieu d'être. Les régulateurs de marché pourraient prohiber les services de conseil et de consultation des agences, de manière à en faire des firmes qui vendent exclusivement de la notation et qui devraient se concentrer sur l'amélioration de leurs modèles, lesquels devraient être soumis à examen par les régulateurs. Leur financement devrait être fait par une contribution obligatoire sur tous les utilisateurs, les vendeurs comme les acheteurs de titres.

4.2. Comment informer correctement les investisseurs ?

Les tranches de crédit structuré ont des profils de risque qui contiennent des caractéristiques de pertes non anticipées très différentes de celles d'obligations de même notation. Il s'ensuit que les notes peuvent être hautement trompeuses pour les investisseurs qui y ont recours, parce qu'ils n'ont aucun moyen d'avoir un jugement indépendant. C'est bien pourquoi la solution se trouve dans la simplification de ce qui peut être titrisé à des crédits individuels suffisamment connus, dans des populations d'emprunteurs peu concentrés et peu dépendants d'un même collatéral pour diminuer les variations brutales de corrélation dans le pool.

Conclusion :

Peut-on sauver le modèle de la banque d'investissement comme modèle dominant du financement de la croissance ? Hormis les réformes techniques de la titrisation évoquées ci-dessus, c'est toute la régulation prudentielle des banques qui est en cause. La régulation prudentielle codifiée à Bâle a le double inconvénient d'inciter à l'arbitrage réglementaire du crédit structuré et de concevoir une régulation prudentielle délibérément pro cyclique. Tous les intermédiaires de marché font un usage immodéré du levier parce que la régulation prudentielle et la politique monétaire leur en donnent toute licence : *prime brokers*, hedge funds, banques d'investissement, maisons de titres.

Mais il faut aussi imposer le même ratio de capital à un crédit qu'il soit destiné à être porté au bilan, qu'il soit destiné à être vendu ou que son risque soit vendu. Il faut aussi éviter que le risque soit moins contrôlé sous prétexte qu'il est transféré ultérieurement à des agents financiers non bancaires. Des coopérations sont nécessaires en régulateurs pour que le risque de crédit soit traité de la même manière partout où il circule. Enfin et surtout des provisions en capital anticycliques devraient être imposées aux banques. C'est lorsque tout augmente trop vite, les prix des actifs, la richesse et l'endettement que les banques centrales et les superviseurs devraient s'inquiéter. C'est à cette phase du cycle que les profits élevés des banques doivent avoir l'obligation d'être mis en réserve.

Concernant les réformes de la réglementation, il faut être bien conscient qu'une régulation volontaire des professions concernées veut dire pas de réglementation du tout. Les codes de bonne conduite n'ont aucune efficacité sauf s'ils sont assortis d'une menace explicite et sans ambiguïté d'être transformés en réglementation contraignante à la première violation.

Il reste que, si la capacité de nuisance du modèle de la banque d'investissement est endiguée, ce modèle perdra de sa superbe. Il devra être relayé en partie par la promotion d'un modèle de financement par le capital. Ce modèle est celui des investisseurs financiers à long terme qui vient de recevoir le renfort des fonds souverains émergents. Le potentiel de développement de ce modèle dans les prochaines décennies de la mondialisation est énorme. Il est le seul à pouvoir promouvoir les investissements en développement durable, à assumer les risques extra financiers du vieillissement des populations et à être guidé par les incitations stabilisantes que sont les horizons longs (investisseurs patients) et l'exploitation des forces de retour vers la moyenne dans les marchés financiers. Un monitoring ferme de ces investisseurs

reconvertira le rôle des hedge funds vers ce pourquoi ils sont faits : la découverte des sources nouvelles de création de valeur économique sur le long terme.

**CONCLUSION
GENERALE**

CONCLUSION GENERALE :

La crise de liquidité et la crise du crédit immobilier américain ont formé par leurs interactions une crise de financement qui a débuté lors de l'été 2007, entraînant rapidement une crise de confiance auprès notamment des banques mais également des différents intervenants sur les marchés financiers.

Les banques ont alors commencé à douter les unes des autres en restreignant considérablement les prêts interbancaires. Chacune avait la crainte du risque systémique que provoquerait la faillite d'une ou plusieurs grandes banques d'investissement mondiales. Cette crainte était bel et bien fondée puisque la faillite d'un géant bancaire s'est produite le 15 septembre 2008, celle de Lehman Brothers. Cette faillite marque la fin de la résistance des Hedge Funds à la crise financière.

Le système s'est alors grippé, la liquidité sur les marchés s'est asséchée et c'est à ce moment précis les instances étatiques ont pris l'ascendant pour tenter de sauver ce qui pouvait encore l'être. Ainsi, avec des sommes considérables ont été versées par les Etats mais également par les banques centrales ou autres instances internationales en vue de recapitaliser les banques et parallèlement de restaurer la liquidité sur les différents marchés. Cela a permis de ralentir la violente chute du système tout en permettant une reprise progressive des échanges sur les marchés. La confiance n'est pas pour autant revenue avec l'intervention des pouvoirs publics.

Cependant, lors de la seconde moitié du mois d'avril 2009, les premiers résultats des banques d'investissements américaines ont annoncé des signes positifs avec des profits pour chacune d'entre elles. Avec ces annonces, la confiance sur les marchés pourrait revenir dans la foulée et cela serait peut-être le signe d'une sortie de crise financière. Toutefois, la fin de la crise financière laissera la place à la crise économique.

Dans ce contexte les Hedge Funds se sont retrouvés accusés. Pour les anticapitalistes ou les personnes fortement averses aux risques, on peut comprendre qu'ils voient les Hedge Funds comme un véritable danger dans le monde de la finance mais cette crainte ne se justifie que par le profil riscophobe de ces réfractaires aux sociétés à caractère spéculatif. Du point de vue de l'opinion publique les Hedge Funds apparaissent comme des fauteurs de troubles sur

les marchés, des épouvantails de la finance moderne et il suffit de voir les journalistes non financiers en faire la critique au fil du temps.

A l'inverse, du point de vue des initiés, les Hedge Funds ont un rôle déterminant de par leur activité en permettant aux marchés de retrouver un peu de sa liquidité. Ils doivent donc permettre « une meilleure liquidité du marché, l'amélioration des processus de découverte des prix et une promotion des innovations financières, tous ces éléments étant susceptibles de contribuer à la stabilité des marchés financiers ».

Seulement, en phase de crise on a pu constater que le résultat est tout autre. Ils n'ont pu assurer leur rôle de pourvoyeur de liquidité dans la phase extrême de la crise. Pire encore, la composition de leurs actifs et notamment la part qu'ils détenaient de CDO a été un accélérateur de la crise de liquidité provoquant la déstabilisation du système financier. C'est pourquoi les avis sont partagés quant à la part de responsabilité des Hedge Funds dans la crise. Pour certains auteurs « les Hedge Funds ne sont pas les principaux responsables de la crise des subprimes et de ses conséquences systémiques »¹. Mais dire qu'ils n'ont joué aucun rôle serait incorrect.

En effet, d'autres auteurs viennent mesurer ce propos en ajoutant que « les Hedge Funds ont été les propagateurs de la crise des crédits structurés »². Ce serait une erreur de dire que les Hedge Funds sont à l'origine de la crise mais on ne peut pas nier qu'ils ont leur part de responsabilité puisqu'à l'image des outils qu'ils utilisent (référence particulière au levier) les Hedge Funds ont été un accélérateur voire un amplificateur de la crise.

Désormais, le système financier moderne qui vient de subir sa première crise majeure va devoir être repensé, amélioré mais il y aura certainement d'autres crises mais de nature différente. Le capitalisme est un être qui se transforme. Donc chaque crise est différente, c'est pour ça qu'il est difficile de les prévoir même si des signes peuvent appréhender leur apparition.

La restructuration du système financier passe avant tout par une amélioration de la régulation et de la réglementation qui permettront de réduire le risque systémique, risque qui est le principal souci des autorités de régulation. Quant aux Hedge Funds, le principal chantier concernera l'amélioration de la transparence pour optimiser la gestion des risques, mais la réglementation des Hedge Funds sera pour les régulateur l'objet d'un grand défi.

¹ Cartapanis, Teïletche, 2008

² Aglietta M., Rigot S., 2008

BIBLIOGRAPHIE

BIBLIOGRAPHIE

Ouvrage :

- Aglietta Michel ET Rigot Sandra, Crise et rénovation de la finance, Odile Jacob, Mars 2009 ;
- Aglietta Michel / Rebérioux Antoine, Dérives du capitalisme financier, Edition Albin Michel, 2004 ;
- Aglietta Michel, La crise pourquoi en est-on arrivé là ? comment en sortir, E. Michalon, 2008 ;
- Aglietta Michel, les hedge funds : entrepreneurs ou requins de la finance ? paris : Perrin, 2010 ;
- Boyer Robert, les financiers détruisent-ils le capitalisme ? E. Economica, 2011 ;
- Bruno Colmant, Efficience de marchés : concept, bulles spéculatives et image comptable, Bruxelles : De Boeck, 2003 ;
- Capocci Daniel, Introduction aux hedge funds, Paris, Economica, 2004 ;
- Capocci Daniel, Introduction aux hedge funds, 2ème édition, Paris : Economica, 2010 ;
- Claude Bismut, Fonds de pension : aspects économiques et financiers, Paris : Economica, 2000 ;
- COLMANT Bruno, SAMSON Chantal, 2008 l'année du crash, De Boeck & Larcier, 2009 ;
- Drobny Steven, hedge funds story, Valor Edition, 2007 ;
- El Mekkaoui De Freitas, Najat, fonds de pension et marchés financiers, Paris : L'harmattan, 1999 ;
- Elder Alexander, vendre et vendre à découvert, Valor Edition, 2013 ;
- Gérard Marie Henry, Les marchés financiers, Paris : Armande Collin, 1999 ;

- Gérard Marie Henry, Les hedge funds, édition d'organisation, groupe Eyrolles, 2008 ;
- Gérard Marie Henry, hedge funds, private equity, marchés financiers les frères ennemis? Paris : PUF, 2008 ;
- Gillet Philippe, Efficience des marchés financiers, Paris : Economica, 1999 ;
- Henri Bourachot, 100 fiches pour comprendre la bourse et les marchés financiers, 2^{ème} édition, Paris : Bréal, 2006 ;
- Jawedi Faredj, inefficience et dynamique des marchés financiers, Paris : L'harmattan, 2009 ;
- Jégourel Yves, les produits financiers dérivés, Paris : La découverte, 2005 ;
- Lardic, Sandrine, L'efficience informationnelle des marchés financiers, Paris : La découverte, 2006 ;
- Le Page, Jean-Marie, crises financières internationales et risque systémique, Bruxelles : de boeck, 2003 ;
- Leutenegger, Marie-Agnès, Gestion de portefeuille et théorie des marchés, Paris : Economica, 1989 ;
- LHABITANT François-Serge, hedge funds « origine, stratégies, performance », Dunod, Paris, 2008 ;
- LHABITANT François-Serge, gestion alternative, comprendre et investir dans les hedge funds, Paris : Dunod, 2004 ;
- Morvan Jérémy, Marchés et instruments financiers, Paris : Dunod, 2009 ;
- Ogien Dov, les marchés financiers 2^{ème} éditions, Gualino Edition, 1997 ;
- Ogien Dov, pratique des marchés financiers, Dunod, Paris, 2005 ;
- Poncet Roland Portrait-Patrice, Finance de marché, instruments de bases, produits dérivés, portefeuille et risques, Edition, DALLOZ, 2008 ;

- Rocchi Jean-Michel, hedge funds : investir dans la gestion alternative aujourd'hui et demain, 2ème édition, Paris : Séfi, 2009 ;
- RUTTIENS Alain, manuel des produits dérivés, 2ème édition, édition Eska 2000 ;
- Teiletche Jérôme, les hedge funds, édition la découverte, Paris, 2009 ;
- Weinstein Stan, secret pour gagner en bourse à la hausse et à la baisse, Valor Edition, 1990 ;

Revue :

- Revue de la stabilité financière, numéro spécial hedge funds, avril 2007 ;
- Revue d'économie financière N°60, sécurité et régulation financière, janvier 2001 ;
- Revue de la documentation française, instabilité du système financier international, mai 1998 ;
- Regards croisés sur l'économie N°3, Comprendre la finance contemporaine, mars 2008 ;
- Le cercle turgot, Repenser la planète financière, regards croisés sur la crise financière, 2009.

Thèses, Rapports et Document :

- GHARBAOUI Adil, Crise des subprimes, l'origine de la crise des subprimes, répercussions sur le système financier international, répercussions sur le système bancaire Marocain, mars 2008 ;
- CARTAPANIS ANDRÉ et TEÏLETCHÉ JÉRÔME, *LES HEDGE FUNDS ET LA CRISE FINANCIÈRE INTERNATIONALE*, revue d'économie financière, 9Pages ;

- Duquerroy Anne, Théorie et réalité des crises financières, Faut-il réglementer les hedge funds? novembre 2009 ;
- BENTAYEB Feryel, Essai d'analyse sur la contribution de la finance comportementale à la compréhension des dysfonctionnements des marchés financiers ; Analyse de la crise financière de 2007, Université Mouloud MAMMERI de Tizi Ouzou, 2013 ;
- BRI, 78e Rapport annuel 1^{er} avril 2007 – 31 mars 2008 ;
- Catherine Sauviat, Enron : les failles du « nouveau capitalisme » CARRÉ ROUGE N° 20 / HIVER 2001-2002 ;
- Contrat AMF-EconomiX, La localisation des *hedge funds* en Europe et son impact sur les politiques réglementaires, Janvier 2009 ;
- Perrut Dominique, La régulation financière après la crise des « subprimes » : quelles leçons et quelles réformes ? Question d'Europe n°246 2 juillet 2012 ;
- FROMONT Emmanuelle, L'évaluation du risque et de la performance des Hedge Funds, novembre 2006 ;
- Euronext, les obligations, août 2003, 20 Pages ;
- FMI, Rapport sur la stabilité financière dans le monde, 16 juillet 2012 ;
- Monarcha Guillaume, l'analyse dynamique des structures de risque des hedge funds, février 2008 ;
- HAMMI SOFIANE, le rôle des hedge funds dans la genèse et l'exacerbation du risque systémique : cas de crise des subprimes, Université Mouloud MAMMERI de Tizi Ouzou, mai 2012 ;
- POLLIN Jean-Paul, Quel système bancaire pour l'après-crise ? 10 Pages ;
- Jouyet Jean-Pierre, Président de l'AMF, CONFERENCE SUR LES HEDGE FUNDS Bruxelles, le 26 février 2009 ;

- Mario DEHOVE, CRISES FINANCIÈRES : DEUX OU TROIS CHOSES QU NOUS SAVONS D'ELLES, QUE NOUS APPREND L'APPROCHE STATISTIQUE DES CRISES FINANCIÈRES ? Document de travail Version préliminaire Avril 2003 ;
- Michel Aglietta et Sandra Rigot, Hedge Funds, marchés financiers *et régulation*, Rapport pour l'AMF, 2008 ;
- NATIXIS, L'encadrement de l'activité des *hedge funds*, 1^{er} juillet 2008 - N° 281 ;
- NYSE liffe, Contrats à terme : mode d'emploi, NYSE EURONEXT, 2010, 16 Pages ;
- SABRINA KHANNICHE, LES *HEDGE FUNDS* : QUELLES IMPLICATIONS EN TERMES DE RISQUE SYSTÉMIQUE ? REVUE D'ÉCONOMIE FINANCIÈRE , 17 Pages ;
- Sandra Palméro & René Teboul, Les causes et les conséquences de la crise financière asiatique sur la croissance, les échanges et l'emploi, CEFI-CNRS, 19 Pages ;

Site web:

- <http://www.ladocumentationfrancaise.fr/catalogue/3303332029242/index.shtml#>
- <http://www.ladocumentationfrancaise.fr/catalogue/3303332029242/index.shtml#>
- <http://www.letemps.ch/Page/Uuid/ac71f036-4b2a-11df-9497-62dd8def2d65%7C0>
- www.nyx.com
- www.euronext.com
- www.actufinance.fr.
- www.cafedelabourse.com
- www.lafinancepourtous.com

Annexes

Liste des annexes

| | |
|--|------------|
| Annexe n°1 : Qu'est-ce qu'un paradis fiscal ?..... | 140 |
| Annexe n°2 : Les fonds de fonds | 142 |
| Annexe n°3 : la value at risk pour mesurer et gerer le risque des hedge Funds..... | 143 |
| Annexe n°4 : La méthodologie coeur-satellite : une méthode de placement Efficace..... | 144 |
| Annexe n°5 : Liste des illustrations..... | 146 |

Annexe n° 1 : Qu'est-ce qu'un paradis fiscal ?

Un paradis fiscal est un territoire (pays, île, cité) qui a une fiscalité, c'est-à-dire un niveau d'imposition, très faible, voire inexistant, par rapport aux autres pays développés. Il n'existe pas de définition précise, le niveau de fiscalité étant apprécié différemment selon les pays.

Dans un sens restreint, le paradis fiscal désigne un territoire où la fiscalité est faible. Mais souvent, le paradis fiscal est aussi un paradis bancaire, c'est-à-dire un territoire où le secret bancaire protège les clients de toute juridiction. Dans certains pays, l'administration fiscale n'a pas accès aux données bancaires et ne peut donc vérifier les déclarations des contribuables.

La distinction n'est pas toujours bien faite entre paradis fiscaux et paradis bancaires, certains territoires cumulant les deux. Mais ce cumul n'est pas systématique. Par exemple, la Suisse est un paradis bancaire, le secret bancaire permet aux clients d'échapper à l'administration fiscale. D'un point de vue fiscal, la Suisse comporte plusieurs systèmes dérogatoires avantageux, mais la fiscalité est loin d'y être inexistante.

Dans la presse, on fait rarement la distinction entre les deux types de paradis si bien que le terme de "paradis fiscal" recouvre aujourd'hui celui de paradis bancaire.

L'OCDE a précisé quelques critères pour définir un paradis fiscal comme :

- des impôts insignifiants ou inexistants ;
- l'absence de transparence sur le régime fiscal ;
- l'absence d'échanges de renseignements fiscaux avec d'autres États ;

L'existence des paradis fiscaux soulève plusieurs types de questions distinctes :

- la concurrence fiscale
- la concurrence économique, entre entreprises issues de pays différents
- la lutte contre le blanchiment d'argent et le financement d'organisations criminelles
- la stabilité du système financier international

▪ Qui a recours aux paradis fiscaux ?

Essentiellement les fonds spéculatifs, les grandes entreprises, qui y installent leur filiales (Google en possède par exemple une aux Bermudes) et les riches particuliers. L'intérêt pour eux est d'échapper à une fiscalité plus lourde dans leurs pays d'origine. En France, le phénomène n'est pas mineur : en avril 2009, peu après l'affaire HSBC, la France a mis en

place une “cellule de régularisation” pour les évadés fiscaux. Un dispositif qui a permis de rapatrier 7,3 milliards d’euros d’actifs, avec un bénéfice estimé pour le fisc à 1,3 milliards d’euros.

Par ailleurs, les paradis fiscaux abritent une part non quantifiable d’actifs destinés au blanchiment de l’argent sale issu de la corruption ou encore du trafic de drogue.

▪ **Quelle part de l’économie mondiale représentent-ils ?**

Selon le Fonds monétaire international, 50 % des transactions internationales transitent par des paradis fiscaux. Ces derniers hébergeraient 4 000 banques, les deux tiers des hedge funds et 2 millions de sociétés-écran. Environ 7 000 milliards de dollars d’actifs dormiraient sur ces comptes, soit plus de trois fois le PIB de la France. Economiste à l’Ecole d’économie de Paris, Gabriel Zucman estime que le montant des avoirs de particuliers détenus dans les paradis fiscaux s’élève à 8 % des ressources financières mondiales.

En 2008, le quotidien La Tribune estimait que les actifs gérés par les paradis fiscaux atteignaient les 10 000 milliards de dollars.

▪ **Quels sont-ils ?**

Officiellement, les principaux pays développés veulent lutter contre les paradis fiscaux, notamment dans le cadre de la lutte anti-terroriste, contre le crime organisé, ou contre l’évasion fiscale extrêmement coûteuse pour les finances publiques.

Mais dans le même temps, les pays occidentaux acceptent, voire maintiennent, des paradis fiscaux à proximité de leur territoire pour capter des flux financiers et plus ou moins contrôler l’évasion fiscale. Tous les pays occidentaux ont leurs propres paradis fiscaux : Monaco pour la France, les îles Anglo-Normandes pour le Royaume-Uni, les Bahamas pour les Etats-Unis, le Liechtenstein pour les pays germaniques, Macao pour la Chine. Cette ambiguïté est apparue de manière flagrante lors du sommet du G20 d’avril 2009 à Londres.

Le “label” paradis fiscal n’a rien d’officiel et varie selon les institutions qui les répertorient. L’OCDE s’est à cette occasion essayé à classer les paradis fiscaux selon trois listes :

- **noire**, pour les Etats fiscalement non coopératifs ;

- **grise**, pour les Etats “qui ont promis de se conformer aux nouvelles règles sans les appliquer et ceux qui s’y conforment substantiellement”;
- **blanche**, pour les Etats ou territoires qui ont fait un effort réel et dont les règles “sont conformes aux standards internationaux de l’OCDE”.

Les pays occidentaux ont alors établi des listes de paradis fiscaux en réclamant une meilleure coopération de la part de ces pays pour lutter, notamment, contre le blanchiment d’argent. Dans le même temps, les pays occidentaux ont voulu “protéger” leurs paradis fiscaux. Par exemple, après négociations, la Chine a obtenu que Macao et Hong-Kong ne figurent pas dans la liste des paradis fiscaux alors que ces deux dépendances chinoises en ont toutes les caractéristiques. En échange, les Etats-Unis ont obtenu le classement des Bahamas dans la liste grise au lieu de la liste noire.

Le 2 avril 2009, le monde fut ainsi ébahi de découvrir que, selon les critères retenus, les pires trous noirs financiers de la planète étaient le Costa Rica, la Malaisie, les Philippines et l’Uruguay, tandis que de véritables paradis fiscaux, comme Jersey ou l’île de Man étaient blanchis. Les grandes nations s’étaient aussi arrangées pour que leurs propres jardins secrets (la city de Londres, l’Etat américain du Delaware ou Hong-Kong pour la Chine) ne soient pas mis en évidence.

Annexe n°2 : Les fonds de fonds

Les fonds de fonds sont une des possibilités offertes à un investisseur souhaitant intégrer des *Hedge Funds* dans son portefeuille. Le manager d’un fond de fonds (*fund of funds* ou FoF) a pour particularité de ne pas investir dans des actifs qu’il gère selon une stratégie déterminée mais d’investir dans plusieurs *Hedge Funds* (environ 5 à 40) qui offrent des profils de risque et de performance différents. Les investisseurs sont eux propriétaires de parts du FoF.

Les rendements résultant de ce type de stratégie sont donc une combinaison des performances des *Hedge Funds* sous-jacents, moins les frais liés à l’investissement dans ce dernier et les frais de gestion du FoF. Pour déterminer le profil de risque du FoF, le manager entretient des contacts avec les différents *Hedge Funds* sous-jacents afin de déterminer leurs risques intrinsèques et d’établir le risque global du FoF.

- **Avantages du fond de fonds**

L'investisseur dispose d'un accès à plusieurs *Hedge Funds* et stratégies d'investissement avec un montant investi inférieur au minimum requis par chacun des *Hedge Funds* sous-jacents. L'investisseur bénéficie de l'expertise du manager du FoF qui analyse le risque des fonds et leurs performances, et établit l'allocation optimale de chacun des fonds. Il construit le portefeuille et conserve une réactivité permanente vis à vis de l'évolution des *Hedge Funds* considérés en terme de modification des profils de risque, et de l'environnement. Un effet diversification venant diminuer le risque global est évidemment engendré.

- **Désavantages du fond de fonds**

Les frais de gestion sont supérieurs pour l'investisseur final puisqu'ils comprennent les frais associés aux *Hedge Funds* sous-jacents et les frais des sous-jacents. Suivant les *Hedge Funds* considérés, la liquidité de l'investissement peut être limitée. En règle générale, l'investissement dans un fonds de fonds est réalisé pour une période de 6 mois à 1 an minimum et la cession des parts n'est pas aisée. Historiquement, on observe que les performances des FoF sont plus modestes que celles des meilleurs *Hedge Funds*.

Annexe n° 3 : LA VALUE AT RISK POUR MESURER ET GERER LE RISQUE DES HEDGE FUNDS

- **L'émergence de la méthode VaR**

L'origine des nombreux désastres financiers constatés ces dernières années doit être recherchée dans des systèmes de gestion des risques déficients, voire inexistant, donc attribuée à des défaillances dans la direction des firmes concernées. Quoiqu'il en soit, les pertes subies par certaines institutions financières et entreprises industrielles sur les marchés dérivés ou sous-jacents n'ont pas eu que des effets négatifs. La publicité qui en a été faite a eu le mérite d'attirer l'attention sur l'impérieuse nécessité pour les intermédiaires financiers de bien comprendre les risques induits par leurs clients (ici les *Hedge Funds* notamment) et de s'équiper d'outils adéquats de contrôle interne assurant la qualité du processus de mesure, de suivi et de gestion du risque.

Les risques inhérents aux activités de l'institution financière incluent :

- Le risque de marché, c'est-à-dire le risque qu'une variation d'un ou plusieurs prix, taux, indices, volatilités, corrélations ou autres facteurs de marché entraîne des pertes sur une position ou un portefeuille.
- Le risque de crédit ou de contrepartie, c'est-à-dire le risque qu'une contrepartie manque à ses obligations.
- Le risque de liquidité, c'est-à-dire le risque que l'institution ne puisse faire face à ses obligations à la suite d'un mauvais synchronisme de ses flux d'entrée et de sortie.
- Le risque légal, c'est-à-dire le risque qu'une contrepartie ne puisse être forcée de respecter ses obligations du fait d'une documentation inadéquate concernant la transaction, ou du caractère illicite ou illégal de la transaction, ou de restrictions légales ou organisationnelles pesant sur la contrepartie.
- Le risque opérationnel, lié à l'erreur humaine ou à une déficience du système opérationnel de l'institution.

La VaR représente une solution performante pour gérer et quantifier le risque de position et donc le risque global porté par une institution. Utilisée par un grand nombre d'institutions financières (depuis la fin des années 80), l'idée de la VaR est conceptuellement très simple : il s'agit de résumer en un seul nombre l'ensemble des pertes potentielles que peut subir le portefeuille d'activités financières de l'institution en agrégeant toutes ses positions, c'est à dire en une mesure cohérente de risque. Plus précisément, la VaR est un montant exprimé en unités monétaires de référence (l'Euro en France) tel qu'au cours d'une période donnée (en général 24 heures), il existe une probabilité donnée (en général 5%) de perdre ce montant ou un montant supérieur.

Annexe n° 5 : La méthodologie coeur-satellite : une méthode de placement efficace

de gestion coeur-satellite est une méthode de constitution de portefeuille qui conjugue les meilleures caractéristiques théoriques de la gestion de portefeuille à une démarche de placement active éprouvée. Fondamentalement, l'approche coeur-satellite est une démarche de placement logique qui allie les avantages des fonds indiciels– faibles coûts, bonne diversification, efficacité fiscale et volatilité atténuée – à ceux des fonds activement gérés ou d'autres solutions de placements directs susceptibles d'afficher des rendements excédentaires.

L'approche coeur-satellite confère une rigueur et une stabilité supplémentaires à un portefeuille de placement :

- elle repose moins sur la recherche à tout prix de placements gagnants ou de gestionnaires de fonds susceptibles de dégager des résultats excédentaires ;
- elle apporte une plus grande diversification de portefeuille ;
- elle peut améliorer les rendements après impôt en tirant parti de réductions de gains en capital ;
- elle réduit les coûts totaux de transactions et de gestion de fonds.

Annexe 5 : Liste des illustrations

- **Liste de tableaux :**

| | |
|--|-----|
| Tableau n° 1 : Volume et part de transaction des hedge funds en 2006 (en Mds de dollars et en %) | 14 |
| Tableau n° 2 : les dix plus gros gérants de hedge funds, fin 2005 (en Mds de dollars) | 16 |
| Tableau n° 3 : Top 10 des hedge funds aux Etats-Unis et en Europe (2006) | 16 |
| Tableau n° 4 : L'évolution de la structure de clientèle des hedgr funds 1997-2006, (Asset under management –Aum- en Mds de dollars et part de Aum en %) | 30 |
| Tableau n° 5 : Evolution de la structure de la clientèle des hedge funds (taux de croissance des Aum en %) | 31 |
| Tableau 6 : illustration d'une opération de <i>swap</i> | 46 |
| Tableau 7: Type d'option | 48 |
| Tableau 8: Niveau de l'effet de levier utilisé par différents styles de <i>hedge funds</i> | 60 |
| Tableau n° 9 : Résumé des stratégies des hedge funds | 62 |
| Tableau n° 10 : Obligations convertibles | 71 |
| Tableau 11 : La place des <i>hedge funds</i> dans la détention de CDO avant la crise | 96 |
| Tableau 12 : Tableau récapitulatif des caractéristiques des hedge funds et des arguments en faveur et contre les hedge funds | 110 |
| Tableau 13 : Récapitulatif des recommandations et des risques des hedge funds: une analyse structurelle | 113 |

- **Liste des graphes :**

Graphe n° 1 : Origine des apports des hedge funds (2005)30

Graphe n° 2 : Evolution des actifs gérés par les hedge funds 1990-2006.....14

- **Liste des encadrés :**

Encadré n° 1 : Modèle de marché, *benchmark*, alpha, bêta et taux sans risque.....20

Encadré n° 2 : Répartition des hedge funds par stratégie en 2009.....62

- **Liste des schémas :**

Schéma 1.- Illustration d'une position théorique d'un hedge funds dans la livre sterling....83

Schéma 2. Le cumul des leviers dans le crédit titrisé98

Schéma 3. Le risque de contrepartie.....98

Schéma 4. Ventes de détresse dans un marché en baisse et contraction du bilan.....100

Table des matières

Remerciements

Sommaire

Introduction générale.....1

CHAPITRE 1 : LES HEGDE FUNDS AVANT LA CRISE

INTRODUCTION DU CHAPITRE.....6

SECTION 1 : GENESE DES HEDGE FUNDS.....7

1. Définition générale d'un hedge funds.....7

2. Histoire et évolution des hedge funds.....7

2.1. Histoire des hedge funds.....7

2.1.1. 1949: Alfred Winslow Jones et le premier *hedge fund*.....7

2.1.2. De 1966 à 1974 : de l'émergence des *hedge funds* à la première
Crise.....10

2.1.3. L'impact de la globalisation financière des années 80 sur
l'univers de la gestion alternative.....11

2.2. Evolution des hedge funds.....12

2.2.1. S'agissant du niveau géographique.....13

2.2.2. S'agissant de la taille.....15

3. CARACTERISTIQUES DES HEDGE FUNDS.....18

3.2. Une gestion active et décorrélée18

3.3. Une politique d'investissement flexible.....19

3.4. Une partie des capitaux appartient aux gérants21

3.5. Une rémunération à la performance21

3.6. Des fonds limités dans leur taille et leur liquidité.....22

3.5.1. L'existence d'une taille critique.....22

3.5.2. Des investissements peu liquides.....23

3.6. Des fonds peu transparents25

3.7. Des clients qualifiés et fortunés.....27

| | |
|--|----|
| SECTION 2 : INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS, LES NOUVEAUX | |
| CLIENTS DES HEDGE FUNDS | 29 |
| 1. La modification de la structure de la clientèle des hedge funds | 29 |
| 2. Les facteurs d'offre et de demande de ce boom..... | 32 |
| | |
| SECTION 3 : LES HEDGE FUNDS ENTRE AVANTAGES ET INCONVENIANTS | 35 |
| 1. Aantages théoriques | 35 |
| 2. Risque des hedges funds | 35 |
| 2.1. Risques cachés..... | 35 |
| 2.2. Risque de contrepartie et risque de contagion | 36 |
| Conclusion du chapitre..... | 38 |
| | |
| CHAPITRE 2 : LES INSTRUMENTS, LES OUTILS ET LES STRATEGIES | |
| QU'UTILISENT LES HEDGE FUNDS | |
| Introduction du chapitre..... | 39 |
| SECTION 1 : LES INSTRUMENTS | 40 |
| 1. Les obligations..... | 40 |
| 2. Les actions..... | 41 |
| 3. Les produits dérivés..... | 43 |
| 3.1. Les swaps..... | 44 |
| 3.2. Les options..... | 47 |
| 3.3. Futurs & forwards..... | 50 |
| | |
| SECTION 2 : LES OUTILS | 51 |
| 1. La vente à découvert..... | 51 |
| 1.1. Définition..... | 51 |
| 1.2. Les arguments en faveur d'une telle approche sont principalement..... | 52 |
| 1.3. Les arguments opposés à une telle approche sont principalement..... | 52 |
| 1.4. Synthèse..... | 54 |
| 2. L'effet de levier..... | 54 |
| 2.1. Définition..... | 55 |

| | | |
|--|---|-----------|
| 2.2. | Les sources de levier..... | 56 |
| 2.3. | Les limites de l'effet de levier..... | 57 |
| 2.4. | Le niveau de l'effet de levier des <i>hedge funds</i> | 58 |
| 3. | L'arbitrage..... | 60 |
| SECTION 3 : LES STRATEGIES..... | | 62 |
| 1. | Les stratégies directionnelles..... | 63 |
| 1.1. | la stratégie long/short equity | 63 |
| 1.1.1. | Définition..... | 63 |
| 1.1.2. | La mise en œuvre de la stratégie | 64 |
| 1.2. | la stratégie Global Macro..... | 65 |
| 1.2.1. | Définition..... | 65 |
| 1.2.2. | La mise en œuvre de la stratégie | 66 |
| 1.2.3. | Les risques inhérents à la stratégie..... | 67 |
| 2. | Les stratégies d'arbitrage d'anticipations | 68 |
| 2.1. | la stratégie equity market neutral | 68 |
| 2.1.1. | Définition..... | 68 |
| 2.1.2. | La mise en œuvre de la stratégie | 69 |
| 2.2. | la stratégie convertible arbitrage..... | 70 |
| 2.2.1. | Définition..... | 70 |
| 2.2.2. | La mise en œuvre de la stratégie | 70 |
| 3. | La stratégie Event Driven..... | 72 |
| 3.1. | Distressed securities | 72 |
| 3.1.1. | Définition..... | 72 |
| 3.1.2. | La mise en œuvre de la stratégie | 73 |
| 3.1.3. | Les risques inhérents à la stratégie | 75 |
| 3.2. | Merger arbitrage | 76 |
| 3.2.1. | Définition..... | 76 |
| 3.2.2. | La mise en œuvre de la stratégie | 77 |
| 3.2.3. | Les risques inhérents à la stratégie | 78 |
| Conclusion du chapitre..... | | 80 |

CHAPITRE 3 : L'IMPACT DES HEDGE FUNDS SUR LA DYNAMIQUE

FINANCIERE

| | |
|--|-----------|
| Introduction du chapitre..... | 81 |
| SECTION 1 : Les hedge funds et les crises récentes..... | 82 |
| 1. La crise du mécanisme des taux de change de 1992..... | 82 |
| 1.1. La situation économique en Europe entre 1987-1992 :..... | 82 |
| 1.2. Le rôle joué par les hedge funds dans cette crise :..... | 84 |
| 2. La crise asiatique de 1997 – 1998..... | 85 |
| 2.1. Les conséquences de la crise :..... | 86 |
| 2.2. Le rôle des hedge funds dans cette crise | 86 |
| 3. La crise russe et la faillite du fonds LTCM..... | 88 |
| SECTION 1 : Retour sur la crise des subprimes..... | 90 |
| 1. Qu'est-ce que le « subprime » et un « CDO » | 90 |
| 1.1. Qu'est-ce que le « subprime » ? | 90 |
| 1.2. Qu'est-ce que le Collatéral Debt Obligation (CDO) ? | 91 |
| 2. Synthèse de la crise | 91 |
| 3. Comment en est-on arrivé à la crise des subprimes..... | 92 |
| 3.1. La politique monétaire expansionniste de la FED | 92 |
| 3.2. Resserrements monétaires : la crise des subprimes | 92 |
| 3.3. Extension de la crise : du marché immobilier US à la finance mondiale | 92 |
| SECTION 2 : Les Hedge Funds sont-ils des aggravateurs ou non de cette crise ? | 93 |
| 1. les hedge funds sont efficiency-enhancing | 93 |
| 1.1. Scepticisme réduit..... | 95 |
| 1.2. Avantage de la liquidité..... | 96 |
| 1.3. Usages multiples | 97 |
| 2. les hedge funds comme aggravateurs..... | 97 |
| 3. les hedge funds générateurs de risque systémique | 99 |
| SECTION 3 : Les Hedge Funds sont –ils perdant ou au contraire ont-ils | |
| bénéficiés de cette crise..... | 102 |

| | |
|---|------------|
| 1. La faible implication des hedge funds dans la crise..... | 102 |
| 2. les hedge funds qui ont succombé a cette crise | 104 |
| Conclusion du chapitre..... | 107 |
| CHAPITRE 4 : LA REGLEMENTATION DES HEDGE FUNDS FACE A LA CRISE FINANCIERE | |
| Introduction du chapitre..... | 108 |
| SECTION 1 : La discipline de marché et la réglementation indirecte | 109 |
| 1. La discipline de marché et la réglementation indirecte..... | 109 |
| 2. Récapitulatif des caractéristiques des hedge funds et des arguments en faveur et contre ces derniers..... | 111 |
| SECTION 2 : Analyse des recommandations au regard des risques des Hedge Funds..... | 111 |
| 1. La teneur générale des propositions..... | 112 |
| 2. Le manque de transparence..... | 119 |
| 3. Le risque de contrepartie, comment peut-on le réduire..... | 122 |
| 4. Le risque de liquidité et d'exigences de divulgation..... | 123 |
| 4.1. Le risque de liquidité | 123 |
| 4.2. La réglementation doit aller plus loin en matière d'exigence de divulgation..... | 125 |
| SECTION 3 : Les axes d'une régulation efficace du crédit structuré | 125 |
| 1. Les régulateurs de marché devraient n'accepter que des titrisations plus simples...126 | |
| 2. Les régulateurs bancaires devraient fermer l'incitation aux arbitrages réglementaires des banques | 127 |
| 3. Le monopole des agences de notation requiert un cahier des charges..... | 127 |
| 4. Comment peut-on mettre un terme à l'hypocrisie des agences et informer correctement les investisseurs..... | 128 |
| 4.1. Comment peut-on mettre un terme à l'hypocrisie des agences | 128 |
| 4.2. Comment informer correctement les investisseurs | 128 |
| Conclusion du chapitre..... | 129 |
| Conclusion générale | 131 |
| Bibliographie | 134 |

| | |
|---------------------------------|-----|
| Annexes | 139 |
| Table des matières | 148 |

Résumé :

Un « hedge fund » ou "fond spéculatif" est un organisme de détention collective d'actifs financiers, dont la particularité réside dans le rendement élevés de ces placements. Leur dirigeant sont payé en fonction de leurs performances. Les "hedge funds" recherchent des rentabilités élevées et utilisent abondamment les produits dérivés, en particuliers les options. Ils combinent deux activités :

- La vente courte : ils empruntent des titres et les vendent en anticipant de les racheter à un prix plus bas sur les marchés avant le moment où ils devront les rembourser au prêteur ;
- l'effet de levier, c'est-à-dire la capacité à engager un volume de capitaux qui soit un multiple plus ou moins grand de la valeur de leurs capitaux propres.

Le premier hedge fund a été créé en 1949 aux Etats-Unis. Ils se sont développés rapidement au cours des années 60 et après une phase de déclin dans les années 80, retrouvent une phase d'exapnsion dans les années 90 suite à la libéralisation financière. En 2010, on compte environ 10 000 hedge funds avec un montant d'actif géré de plus de 1 427 milliards de dollars.

Les hedge funds ont joué un rôle dans les différentes crises financières internationales depuis les années 1990.

Abstract

A "hedge fund" or " hedge fund " is a collective ownership of financial assets, whose peculiarity is the high performance of these investments. Their leaders are paid according to their performance. The " hedge funds " seek high returns and make extensive use of derivatives, in particular options . They combine two activities:

- Short sale : they borrow shares and sell them in anticipation of buying them back at a lower price on the market before the time when they must repay to the lender ;

- leverage , that is , the ability to engage in a volume of capital that is a multiple or less of the value of their equity.

The first hedge fund was created in 1949 in the United States . They have developed rapidly during the 60s and after a period of decline in the 80s , found a boom in the 90s due to financial liberalization. In 2010 , there were approximately 10,000 hedge funds with total assets under management of more than 1427 billion dollars. Les hedge funds played a role in several international financial crises since the 1990s .