

**UNIVERSITE MOULOU D MAMMERI DE TIZI-OUZOU
FACULTE DES SCIENCES ECONOMIQUES, SCIENCES DE GESTION
ET SCIENCES COMMERCIALES
DEPARTEMENT DES SCIENCES ECONOMIQUES**



Mémoire en vue de l'obtention du Diplôme de Master

En sciences Economiques

Option : Monnaie, Finance et Banque

Sujet

**Hedge Funds: Avantages et influences
déstabilisantes sur les marchés financiers
(en référence à la crise des subprimes 2007)**

Réalisé par :

- BEN ABDESSELAM Amokrane
- DOUMBOUYA Mansa

Dirigé par :

Mme Boukacem Lila

Soutenu devant le jury composé de :

Présidente : M^{me} HAOUA, Maître de Conférences A, UMMTO

Examineur : M^r KHAMES Abdenour, Maître de Conférences B, UMMTO

Rapporteur : M^{me} BOUKACEM Lila, Maître de Conférences B, UMMTO

Année universitaire 2016/2017

**UNIVERSITE MOULOU D MAMMERI DE TIZI-OUZOU
FACULTE DES SCIENCES ECONOMIQUES, SCIENCES DE GESTION
ET SCIENCES COMMERCIALES
DEPARTEMENT DES SCIENCES ECONOMIQUES**



Mémoire en vue de l'obtention du Diplôme de Master

En sciences Economiques

Option : Monnaie, Finance et Banque

Sujet

**Hedge Funds: Avantages et influences
déstabilisantes sur les marchés financiers
(en référence à la crise des subprimes 2007)**

Réalisé par :

- BEN ABDESSELAM Amokrane
- DOUMBOUYA Mansa

Dirigé par :

Mme Boukacem Lila

Soutenu devant le jury composé de :

Présidente : M^{me} HAOUA, Maître de Conférences A, UMMTO

Examineur : M^r KHAMES Abdenour, Maître de Conférences B, UMMTO

Rapporteur : M^{me} BOUKACEM Lila, Maître de Conférences B, UMMTO

Année universitaire 2016/2017

Remerciements

On tient à adresser nos profonds et chaleureux remerciements à Mme Boukacem pour nous avoir accordé son aide sans la moindre hésitation et pour son immense bienveillance.

On tient, aussi à adresser nos profonds remerciements aux enseignants des Sciences Economiques, particulièrement Mr.Kara Rabah, Mr. Oualikène Selim, Mme Ben Zegan, pour leurs soutiens incondtionnels qu'ils nous ont manifestés.

Nos vifs remerciements vont à nos amis Mme Hammaz Hamida et Mr. Ait Ali Karim qui nous ont épaulés tout au long de ce travail.

Dédicaces

Je dédie ce modeste travail :

A mes parents,

Mes frères et sœurs ainsi qu'à toute ma famille,

A mes amis,

A tous ceux qui me sont chers.

✍ **Amokrane**

A Dieu tout puissant, pour ses grâces et les bienfaits infinis ;

A ma famille, pour tous leurs amours, sacrifices et particulièrement à ma mère pour sa présence et son conseil très cher ;

A ma grand-mère, HADJA CIRE CAMARA, qui n'est plus de ce monde ;

A mon jeune frère, IBRAHIMA SORY SOUMAH pour ses conseils et sa confiance ;

Au président de la république Algérienne démocratique et populaire ABDEL AZIZ BOUTEFLIKA pour son soutien sans faille ;

A tous les enseignants de l'Université MOULOUD MAMMARI de Tizi-Ouzou, particulièrement ceux de la faculté des Sciences Economiques, pour tout ce qu'ils ont consenti afin de nous transmettre leurs savoir-faire, chose qui n'est pas du tout facile, pour qu'on puisse devenir des leaders de demain en Afrique.

✍ **Mansa**

Liste des abréviations

Abréviations	Significations
ABS	A sset B acked S ecurities.
AIMA	A lternative I vestment M anagement A ssociation.
AMF	A utorité des M arché F inanciers.
BCA	B anque C entrale A siatique.
BP	B onne P ichens.
BRI	B anque des R èglements I nternationaux.
CAMP	C apital A sset P ricing M odel.
COB	C ommission des O pérations de B ourse.
CTA	C ommodity T rading A dvisors.
FGV	F rais de G estion V ariable.
FMI	F onds M onétaire I nternational.
FOF	F onds des F onds.
FSA	F inancial S ervices A uthority.
HFR	H edge F unds R earch.
HWM	H ight W ater M arch.
ICI	I ntestment C ompany I nstitute.
LTCM	L ong T erme C apital M anagement.
MDS	M illiards de D ollars.
OCDE	O rganisation de C oopération et de D éveloppement E conomique
OPCVM	O rganismes de P lacement C ollectif E n V aleurs M obilières.
PE	P ivate E quity.
PI	P étrodollars I nvestors.
PIB	P roduit I ntérieur B rut.
SARL	S ociété à R esponsabilité L imitée.
SEC	S ecurities and E xchange C ommission.
SICAV	S ociété d'investissement à C apital V ariable.
TASS	T ribunal des A ffaires de S écurité S ociale.
USA	U nited S tates of A merica.
VL	V aleur L iquidative.

Sommaire

Introduction générale	7
Chapitre I	12
Eléments d'identification des hedge funds	12
Introduction	13
SECTION 01 : Définitions, caractéristiques et sources de financement des hedge funds	13
1-1 Définitions des hedge funds	14
1-1-1 Définition de la financial Services Authority	14
1-1-2 Définition de l'Alternative Investment Management Association (AIMA).....	14
1-1-3 Définition de Daniel Capocci	14
1-1-4 Définition de Roger Ferguson et David Laster.....	14
1-2 Caractéristiques des hedge funds	14
1-2-1 Fonds limités dans leur taille et leur liquidité.....	15
1-2-1-1 L'existence d'une taille critique	15
1-2-1-2 Investissements peu liquide.....	16
1-2-2 Fonds peu transparents	17
1-2-3 Gérants rémunérés à la performance (rendement).....	18
1-2-4 Clients qualifiés et fortunés	20
1-3 Sources de financement des hedge funds	21
1-3-1 Particuliers fortunés	21
1-3-2 Emprunt à des primes Brokers »	21
1-3-3 Fonds de pension	22
Section 02 : Histoires, évolution et répartition des hedge funds par zone géographique et par taille. 22	
2-1 Histoire des hedge funds	22
2-1-1 1949 Alfred Winslow : le 1er hedge funds.....	22
2-1-2 Emergence des hedge funds de 1966 à 1974.....	24
2-1-3 L'impact de la globalisation financière des années 80 sur le monde des hedge funds..	25
2-1-4 Les facteurs favorisant l'émergence des hedge funds et leur développement à partir des années 80.....	27
2-2 Répartition des hedge funds par zone géographique et par taille.....	28
2-3-1 Répartition par zone géographique.....	29
2-3-2 Répartition des hedge funds par taille	29
SECTION 03 : Catégories et principaux investisseurs des hedge funds.....	32
3-1-1 Les macros funds.....	32

Sommaire

3-1-2 Les fonds d'arbitrage	33
3-2 Les principaux investisseurs des hedge funds	33
3-2-1 Les investisseurs privés	33
3-2-2 Les investisseurs institutionnels	35
3-1-3 Les fonds de fonds	38
Conclusion	40
Chapitre II.....	41
hedge funds : Organisation et fonctionnement	41
Introduction :	42
SECTION (01) : Le cadre réglementaire, la structure et la construction	43
1-1 Le cadre réglementaire des hedge funds	43
1-1-1 La réglementation des hedge funds en France.....	44
1-1-2 La gestion alternative française se délocalise.....	44
1-1-3 Les nouvelles structures définies par la loi du 1 Aout 2003.....	44
1-2 La structure des hedge funds	45
1-2-1 Fonds maître et fonds nourricier.....	45
1-2-2 Le promoteur et les investisseurs.....	47
1-2-3 La société de gestion, les conseillers en investissement.....	47
1-3 Construction des hedge funds.....	47
1-3-1 L'analyse qualitative.....	48
Elle se fait à travers	48
SECTION(02) : les instruments et les outils utilisés par les hedge funds.....	48
2-1 Les instruments des hedge funds.....	49
2-1-1 Les obligations.....	49
2-1-2 Les actions	52
2-1-3 Les produits dérivés.....	53
2-1-4 Les obligations convertibles	57
2-1-5 Les dérivés de crédit	57
2-2 Les outils utilisés par les hedge funds	60
2-2-1 La vente à découvert.....	60
2-2-2 L'effet de levier	63
2-2-3 L'arbitrage	64
Section (03) : Les stratégies d'investissement des hedge funds.....	65

Sommaire

3-1 Les stratégies d'arbitrage (relative value arbitrage)	66
3-1-1 La stratégie dite de fixed in come arbitrage (arbitrage de taux d'intérêt)	66
3-1-2 Stratégie dite d'arbitrage de convertibles	66
3-1-3 La stratégie equity market neutral	67
3-2 Les stratégies dites événementielles (event-driven)	68
3-2-1 Merger arbitrage	68
3-2-2 Distressed securities	68
3-3 Les stratégies directionnelles.....	69
3-3-1 Global macro	69
3-3-2 Long/Short	70
3-3-3 Emerging markets.....	71
3-3-4 Dedicated Short bais	71
3-3-5 La stratégie managed futures	71
3-4 La stratégie hybride	72
3-4-2 Les fonds multi-stratégies (fonds hybrides)	72
Chapitre III	75
L'influence des hedge funds sur les marchés financiers (en références à la crise des subprimes 2007) 75	
Introduction	76
Section 1 : Opportunités, performances et risques liés aux hedge funds	77
1-1 Opportunités liés aux hedge funds	77
1-1-1 Avantages pour les investisseurs	77
1-1-2 Partage des risques	77
1-2 Performances des hedge funds	78
1-2-1 Le ratio de Sharpe.....	79
1-2-2 Le ratio d'information	79
1-2-3 Le ratio de Treynor	80
1-2-4 Le CAMP (Capital asset Pricing Model).....	80
1-3 La performance des hedge funds avant la crise des subprimes 2007	81
1-4 Risques liés aux hedge funds.....	82
1-4-1 Le risque non systémique	83
1-4-2 Le risque systémique	85
1-4-3 Les hedge funds, acteurs rassurant quant au risque systémique.....	86
SECTION 02 : Analyse des hedge funds en référence à la crise des subprimes 2007.....	88

Sommaire

2-1 Aperçu général sur les marchés financiers internationaux et la crise des subprimes 2007	88
2-1-1 Les marchés financiers internationaux	88
2-1-2 Aperçu sur la crise des subprimes	89
2-2 Hedge funds : forces déstabilisantes des marchés financiers	90
2-2-1 La variabilité accrue des marchés financiers	91
2-2-2 Transmission des crises d'un marché à l'autre	94
2-3 Cas de la crise des subprimes (2007)	96
2-3-1 Les hedge funds comme aggravateurs	96
2-3-2 Les hedge funds générateurs de risque systémique	98
2-4 Les effets dévastateurs de cette crise sur l'industrie des hedge funds.....	100
Conclusion	105
Conclusion	106
Générale.....	106
Bibliographie	110

Introduction générale

Depuis près de vingt ans, les questions liées aux différents fonctionnements des hedge funds (et leurs impacts sur les marchés et plus généralement sur les systèmes financiers) constituent peu à peu un champ d'étude à part entière, riche et ce d'une abondante littérature.

L'implication de ces fonds spéculatifs dans la crise des subprimes, principalement par le recyclage des produits dérivés de crédit, n'est finalement qu'une ligne supplémentaire au sein d'une liste, déjà longue d'événements engageant de manière explicite ou implicite la responsabilité de ces fonds : sortie de la livre du SME en 1992, crise de change des émergents asiatiques à partir de 1997, faillite et sauvetage du fond LTCM en septembre 1998 et la dernière défaillance récente du fonds Amaranth en septembre 2006.

Les hedge funds sont souvent vus comme des organismes utilisant des produits financiers qui n'ont rien à voir avec tout ce qui a été réalisé jusqu'à une date récente en matière d'innovations financières ; la théorie de la gestion des portefeuilles semble désuète face à ce nouveau type de véhicules d'investissements qui génèrent des rendements importants, mais qui en contrepartie transportent des risques que la précédente théorie n'arrive pas à mesurer avec rigueur.

Les hedge funds ont connu une ascension brillante ces dernières années. Ils sont actuellement devenus les hedge funds des acteurs majeurs de la finance moderne, par leurs stratégies de diversification ainsi que par l'élargissement de leur clientèle, en direction des investisseurs institutionnels alors qu'ils étaient autrefois distribués à quelques individus fortunés, mais également, une source d'inquiétude pour les autorités de régulation monétaire et financière, qu'elles soient nationales ou internationales.

Les performances incroyables de certains hedge funds ont également été une sorte d'illumination pour plusieurs investisseurs, voyant dans la gestion alternative un moyen de gain attirant. En effet, les fonds de George Soros ont vendu, à découvert en 1992, de la devise britannique avec une position de 10 milliards de livres Sterling, exerçant de la sorte une pression extraordinaire sur la banque d'Angleterre, la poussant à sortir sa devise du Système Monétaire Européen. La plus-value, qu'aurait obtenue Soros, était estimée à plus de 1,1 milliards de dollars¹.

L'une des causes de ces gains énormes qu'engrangent certains gérants des hedge funds semblent être le fait que ces derniers ont une liberté absolue d'utiliser les fonds de leurs clients afin d'en tirer un profit maximum ; ceci est rendu possible se référant aux outils de la gestion

¹<https://www.valeursactuelles.com/.../1992-george-soros-fait-chuter-la-livre-29737>, consulté le 18/09/2017 à 13:20

alternative tels que la vente à découvert, l'arbitrage, l'achat et la vente de produits dérivés (options, futures) ainsi qu'au recours massif aux levier d'endettement permettant d'accroître leur gains, les gérants s'attribuent au passage une double rémunération ; la première est fixée dite de gestion en anglais : Management Féés et la seconde est attribuée uniquement si le fond réalise des bénéfices, elle est dénommée en anglais Performance Féés.

Il est communément admis sur un plan théorique que les hedge funds confèrent des avantages considérables tant à leurs clients, à leurs gérants, aux marchés des capitaux à travers l'augmentation d'efficacité, qu'un système financier et à l'économie dans son ensemble, rôle que les institutions régulées ne peuvent pas facilement jouer du fait de leurs contraintes en fonds propres. De plus, ces stratégies sont vulnérables à des risques extrêmes ; celles-ci sont dues à des profits de risques asymétriques du côté des pertes, le tout dans un cadre réglementaire quasi-inexistant et greffé d'une culture de secret qu'y est fortement ancrée. Plus récemment, la crise des subprimes a relevé les faiblesses et les risques de la titrisation technique dont l'industrie des hedge funds est partie prenante.

Il serait très important de s'interroger sur les retombées que pourraient affecter les contreparties des hedge funds, d'importance systémique ou d'une série de fonds de moyenne envergure, s'ils venaient à être affectés par un choc endogène ou exogène. Il en résulte des craintes relatives à l'influence déstabilisatrice que ces fonds pourraient exercer sur les marchés financiers ; il devient alors très clair que l'apparition d'un risque systémique est tout à fait envisageable.

En premier lieu, ce thème s'inscrit globalement dans le cadre de notre spécialité : Monnaie, Finance et Banque.

Deuxièmement, depuis la crise des subprimes de 2007, qui est la crise la plus dévastatrice que le système financier ait connu, des dysfonctionnements et les faillites des grandes institutions financières et les entreprises, et surtout la fraude qu'a connue l'industrie des hedge funds (le cas de Bernard Madoff en 2008 en faisant perdre environ 50 milliards de dollars US de ses investisseurs qu'ils soient privés ou institutionnels), ont poussé les responsables des institutions financières internationales et les régulateurs centraux (la SEC, la FSA) à indexer les hedge funds.

Troisièmement, il s'agit d'enrichir les travaux entamés à l'Université MOULOU D MAMMERI.

Quatrièmement, nous considérons que le thème est d'actualité.

A cet effet, nous allons essayer, dans ce présent travail, d'apporter un éclairage sur l'industrie des hedge funds, ses opportunités et son influence sur les marchés financiers notamment pendant la crise des subprimes 2007.

L'intérêt de ce travail est de ne pas étudier les investisseurs institutionnels d'une manière générale, mais de se focaliser précisément aux hedge funds, à leurs influences durant de nombreuses années sur le marché financier et aux différentes crises financières qui ont agité le monde dont ils sont responsables. Les fonds spéculatifs et leurs stratégies d'investissement alternatives ont contribué à une expansion significative des marchés mondiaux et ont conduit à accélérer le développement des produits, tels que les dérivés de crédit, les CDO (Collateralized debt obligations) et la titrisation d'une gamme croissante d'actifs traditionnellement peu liquide.

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

▪ **Problématique**

Certaines institutions financières internationales, telles que le fonds monétaire international et la banque des règlements internationaux et certains auteurs, mettent en avant l'influence des hedge funds sur les marchés financiers ; cela nous amène à poser la problématique suivante :

- **Quelle est l'influence des hedge funds sur les marchés financiers pendant la crise des subprimes 2007 ?**

De cette problématique principale découlent d'autres questions secondaires :

- Qu'est-ce qu'un hedge funds, et quelles sont leurs caractéristiques et leurs sources de financement ?
- Quelles sont les stratégies adoptées par ces fonds spéculatifs ?
- Ces fonds spéculatifs sont-ils réglementés ?
- Les hedge funds sont-ils déstabilisateurs des marchés financiers ?
- Ont-ils tiré profit de la crise des subprimes 2007 ?

L'objectif de ce travail est de comprendre et expliquer l'influence des hedge funds sur les marchés financiers en référence à la crise des subprimes 2007.

- Enumérer les éléments d'identification des hedge funds ;
- Expliquer l'organisation et le fonctionnement des hedge funds.

La méthode utilisée dans cette recherche est l'étude historique, qui est basée sur l'analyse de contenus, en se référant à l'analyse des documents basée sur des études d'experts et de spécialistes.

Afin de répondre aux différentes questions posées, ce présent travail est réparti en trois chapitres :

- Le premier chapitre s'intitule : Eléments d'identification des hedge funds. Ce chapitre sera divisé en trois sections : la première visera à définir les hedge funds, leurs caractéristiques et leurs sources de financement ; la seconde portera sur l'histoire, évolution et les répartitions des hedge funds par zone géographique et par taille. En dernier lieu, nous traiterons les catégories et les principaux investisseurs des hedge funds.
- Le deuxième chapitre est réservé à l'organisation et le fonctionnement des hedge funds. Il sera scindé en trois sections ; la première portera sur le cadre réglementaire, la structure et la construction ; la seconde section porte sur les instruments et les outils utilisés par les hedge funds et la dernière section sur les stratégies d'investissement des hedge funds.
- Le troisième chapitre sera consacré à l'influence des hedge funds sur les marchés financiers (en référence à la crise des subprimes 2007). Ce chapitre sera subdivisé en deux sections ; la première portera sur les opportunités, les performances et les risques liés aux hedge funds, la dernière section portera sur l'analyse des hedge funds en référence à la crise des subprimes 2007.

Chapitre I

Eléments d'identification des hedge funds

Introduction

Considérés par certains comme des boucs émissaires pendant la crise financière de 2008 et par d'autres acteurs, comme d'excellents outils de gestion alternative qui diffère de celui de la gestion traditionnelle, les fonds d'investissement spéculatifs appelés autrement les hedge funds fascinent le monde occulte de la haute finance.

En absence d'une définition légale, les hedge funds, utilisant des stratégies alternatives qui génèrent des performances absolues décorréelées par rapport aux indices des marchés, ne dévoilent pas couramment leurs stratégies vis-à-vis de leurs clientèles (Investisseurs) qu'ils soient privés ou institutionnels ; une manière de garder le secret « La discrétion totale ».

Depuis quelques années, nous assistons à une croissance exceptionnelle des actifs gérés par ces véhicules d'investissement. Cette croissance des actifs est due à la fois aux performances générées par les fonds mais également à l'augmentation de la demande importante des investisseurs. Ce mode de gestion alternative s'est propagé sur le marché européen et asiatique ; les hedge funds ont atteint en 2016 environ 10 200 hedge funds au monde.¹

L'objectif de cette première section est de mettre l'accent sur la croissance soutenue qu'a connu depuis fort longtemps l'industrie des hedge funds. En premier lieu, nous allons présenter quelques définitions des hedge funds ; ensuite nous tâcherons de montrer certaines caractéristiques qui les distinguent des fonds classiques ainsi que les sources de financement auxquelles ils font recours. La deuxième section s'intéresse à l'histoire, l'évolution et la répartition des hedge funds par zone géographique et par taille. En dernier lieu, il serait nécessaire d'attirer l'attention sur les catégories et les principaux investisseurs des hedge funds.

SECTION 01 : Définitions, caractéristiques et sources de financement des hedge funds

Pour mieux comprendre la gestion des hedge funds, il est important de présenter les différentes définitions qu'on leur a attribué, compte tenu de leurs caractéristiques et leurs spécificités et ce par rapport aux autres fonds d'investissement ; donc d'appréhender leurs sources de financement.

¹www.agenceecofin.com, consulté le 15/09/2017, à 16 :42.

1-1 Définitions des hedge funds

Enoncer une définition générale des hedge funds n'apparaît pas comme une tâche simple, car il existe plusieurs définitions des hedge funds ; parmi ces définitions :

1-1-1 Définition de la Financial Services Authority

Les hedge funds sont « Tout véhicule d'investissement collectif qui est organisé privativement, qui est administré par des gestionnaires d'investissement professionnels et qui n'est pas largement ouvert au public ».¹

1-1-2 Définition de l'Alternative Investment Management Association (AIMA)

Pour l'AIMA : « Un hedge funds est un programme dans lequel les gérants ou partenaires cherchent à offrir une performance absolue² en profitant des opportunités d'investissement, tout en protégeant l'investissement originale des pertes financières potentielles ».³

1-1-3 Définition de Daniel Capocci

Daniel Capocci donne la définition suivante :

*« Un hedge funds est une association privée d'investissement utilisant un large éventail d'instruments financiers classiques et des techniques comme la vente à découvert d'actions, les produits dérivés, le levier ou l'arbitrage, et ceci sous différents marchés. Généralement, les gérants de ces fonds investissent une partie de leurs ressources et sont rémunérés suivant leur performance. Ces fonds exigent souvent des investissements minimums élevés et leur accès est limité. Ils s'adressent particulièrement à une clientèle fortunée, qu'elle soit privée ou institutionnelle ».*⁴

1-1-4 Définition de Roger Ferguson et David Laster

D'après Ferguson et David Laster : « Un hedge funds peut être défini comme un fonds de placement collectif bénéficiant d'un cadre juridique très souple qui lui permet de mettre en œuvre des stratégies de gestion portant sur une grande diversité d'instruments financiers (titres, futures, options, obligations et devises) ».⁵

1-2 Caractéristiques des hedge funds

Les hedge funds sont une forme d'investissement particulière par rapport à leurs particularités différentes des autres pools de capital privé, et ce concernant leur taille, leur liquidité et d'autres caractéristiques que nous allons énumérer dans ce qui suit :

¹ HENRY Gérard Marie, « *Les hedge funds* », édition Groupe Eyrolles, Paris, 2008, p 21.

² Performance absolue : rechercher une performance absolue cela signifie vouloir obtenir une performance positive quelle que soient les conditions de marché, pour ce type de stratégie, il convient de comparer la performance à un indice monétaire que le marché soit haussier ou baissier.

³ CAPOCCI Daniel, « *Introduction aux hedge funds* », 2^{ème} édition, Economica, Paris, 2010, p17.

⁴ *Ibid*, p18.

⁵ FERGUSON Roger et LASTER David, Banque de France, Revue de la stabilité financière, numéro spécial hedge funds, N° 10, Avril 2007, p 49.

1-2-1 Fonds limités dans leur taille et leur liquidité

Il existe 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.

1-2-1-1 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.¹

Cette 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. 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 un 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 dollars.²

Cependant, tous les gérants n'adoptent pas ce système de taille limite. 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 gérants.

¹ L'appellation "gestion traditionnelle" regroupe les types de gestion "benchmarkés", c'est à dire visant à investir dans un type d'actif financier défini et à comparer la performance du fond à un actif de référence tel qu'un indice. Les fonds de gestion traditionnelle peuvent être investis en actions, obligations ou titres monétaires.

² FROMONT Emmanuel, « *L'évaluation du risque et de la performance des hedges funds* », thèse de doctorat en Sciences de gestions, Ecole de doctorat en Sciences Economiques et de Gestion, Université de Rennes 1, 2006, p 30.

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.¹

1-2-1-2 Investissements peu liquide

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 funds.

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 leur portefeuille une quantité de liquidités, qui a pour principale vocation d'éviter les liquidations de positions 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.²

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 (Lock up period) d'un an à trois ans, est même imposée.³

Ces dispositions sont d'autant plus justifiées que de nombreuses études ont montré que les hedge funds ont tendance à investir dans des instruments relativement illiquides. 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.

¹FROMONT Emmanuel, *Op.cit*, p 31.

² *Ibid*, p 32.

³*Ibid*.

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.¹

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 autocorrélation dans les séries de rentabilités, laquelle est susceptible de biaiser l'évaluation de la performance et du risque des fonds concernés.

1-2-2 Fonds peu transparents

L'habitant note que le manque de transparence des hedge funds est une caractéristique bien connue par les investisseurs. Il parle même de black box pour définir l'univers alternatif. Le plus souvent, les fonds se limitent à communiquer quelques informations 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 explications :

- **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.

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

¹ FROMONT Emmanuel, *Op.cit*, p 33.

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.¹

- **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. 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 serait, 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.²

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. Malgré leurs réticences, les gérants de hedge funds devront peu à peu améliorer leur transparence s'ils veulent élargir leur clientèle. Ils devront par exemple, commencer à se plier aux règles de transparence qui régissent le marché des produits financiers grand public, notamment en matière de communication sur le risque associé à ce type de gestion.³

1-2-3 Gérants rémunérés à la performance (rendement)

Une autre spécificité des hedge funds concerne le système de commissions qu'ils prévoient dans leur contrat. Contrairement aux fonds traditionnels qui ne prélèvent que des commissions de gestion, les hedge funds facturent également à leurs clients des commissions de performance.

¹ FROMONT Emmanuel, *Op.cit*, p 34.

²*Ibid.*, p 35.

³*Ibid.*

Alors que les premières servent à couvrir les frais de fonctionnement du fonds, les secondes ont pour vocation à rémunérer le talent des gérants mais également à attirer et à retenir les plus compétents.

Comme le souligne le magazine américain *Institutional Investor*, du 30 mai 2006, ces commissions de performance peuvent rapporter à leurs gérants des sommes faramineuses. Le magazine estime la rémunération touchée en 2005 par James Simons, gérant du fonds Renaissance Technologie, et de T. Boone Pickens Jr, gérant de BP Capital Management à respectivement 1,5 milliard et 1,4 milliard de dollars (environ 1,1 et 1 milliard d'euros).¹

Les frais de gestion sont généralement compris entre 1% et 3% des actifs gérés et prélevés sur une base annuelle ou trimestrielle. Quant aux honoraires de performance, elles représentant environ 15% à 25% de la performance annuelle. Cette rémunération peut être versée au-delà d'un certain niveau de rentabilité (Taux d'obstacles) et ceci uniquement dans le cas où les pertes précédentes auraient été absorbées (principe du High watermark).² Ces dernières conditions ont pour avantage de diminuer certains dangers que peut créer un tel système de rémunération à la performance.³

La clause high watermark évite que certains gérants augmentent immodérément le risque du fonds dans le seul but d'augmenter leurs gains. Les pertes précédemment enregistrées, devront systématiquement être compensées avant tout paiement de commissions à la performance. Selon le fournisseur de données Van Hedge Fund Advisors International, la clause de high watermark concerne 93% des fonds alors qu'ils ne sont que 14% à avoir recours au taux d'obstacle.

Néanmoins, ces dispositions peuvent également occasionner des effets pervers. En effet, au lieu de prendre des risques, les gérants peuvent être incités à limiter volontairement leurs paris dans le seul but de consolider leurs honoraires jusqu'à leur paiement. En suivant cette logique, ils privilégient leurs intérêts à ceux de leurs clients et ne respectent donc pas le contrat qui les lie. D'autres gérants peuvent également démissionner de leurs obligations en se désintéressant d'un fonds en position de pertes pour en créer un nouveau sur lequel il leur sera possible de facturer directement des frais de performance.

¹ Les hedge funds enrichissent les « Papy » de la finance, journal *Le Monde*, 4 juin 2006.

² Le principe du high watermark (HWM) oblige le gérant à battre la plus haute valeur liquidative (VL) de fin d'année avant de pouvoir prélever des frais de gestion variables (FGV) ou commission de surperformance. Examinons le cas théorique ci-dessous, et l'effet du HWM sur les frais prélevés durant les années de performance positive

³ FROMONT Emmanuel, *Op.,cit*, p 36.

Cependant, les dérives de ce système diminuent lorsque les gérants sont, eux-mêmes, impliqués dans le capital. En y engageant une part substantielle de leur fortune personnelle, ces derniers vont chercher à saisir les opportunités rémunératrices tout en maintenant un niveau de risque acceptable. Dans ce cas, leur objectif rejoint celui des investisseurs. Cet engagement financier du gérant est un gage pour les clients que leurs intérêts seront défendus. Van Hedge Fund Advisors International estime que les gérants sont plus de 78% à avoir investi plus de 500.000 dollars de leur fortune personnelle dans leurs fonds.

Enfin, il est important de souligner que, contrairement aux fonds classiques, les hedge funds ne sont assujettis à aucune obligation légale de transparence en matière de calcul des commissions. En plus, il n'existe aucune règle qui limite le niveau des frais qu'ils facturent à leurs clients. L'application de telles règles à l'industrie des hedge funds serait sans doute une mesure intéressante à envisager pour améliorer la confiance qu'ont les investisseurs envers une industrie, réputée trop opaque.

1-2-4 Clients qualifiés et fortunés

Une dernière originalité des hedge funds concerne le profil d'investisseurs qu'ils attirent dans leur capital. 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 montre que cette condition d'accès aux hedge funds individuels, elle 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.¹

Selon l'Investment Company Institute (ICI), 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.

¹ FROMONT Emmanuel, *Op.cit*, p 37.

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.¹

La gestion alternative est un univers particulier composé de fonds dont les caractéristiques sont différentes des fonds traditionnels. Il regroupe des fonds peu liquides, destinés à des clients qualifiés et des stratégies complexes mise en œuvre par les 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 et ce depuis les années 2000.²

On retient trois principales caractéristiques qui différencient les hedge funds des investisseurs institutionnels ou des pools de capital privé :

- L'opacité liée à la structure privée de capital et à une réglementation allégée ;
- Les doubles commissions de rémunération ;
- Le recours à l'effet de levier et à des stratégies diverses sophistiquées et dynamiques.

1-3 Sources de financement des hedge funds

Les hedge funds trouvent leur financement dans plusieurs et diverses sources ; ces dernières sont les suivantes :

1-3-1 Particuliers fortunés

Il s'agit des gérants de hedge funds ; ces fonds d'investissement spéculatifs, principalement américains, misent sur les marchés financiers. L'argent de leurs clients (de riches particuliers avec 47% des parts dans le secteur des hedge funds en 2014).³

1-3-2 Emprunt à des primes Brokers »

Les hedge funds sont des fonds opaques et spéculatifs, qui ne peuvent vivre qu'à condition de recevoir un financement de leur banque, et ce sous forme de crédits. Ce métier de « Prime brokerage » a connu une grande expansion et a été sérieusement malmené lors de la crise financière de 2007. Les banques d'affaires ont vu leurs clients les quitter pour se mettre à l'abri des risques de ces brokers pour se réfugier dans les bras des grandes banques, particulièrement JP Morgan et Deutsche Bank.⁴

¹ FROMONT Emmanuel, *Op.*, cit, p 38.

² *Ibid.* p 39.

³ <http://www.boursorama.com/actualites/le-poids-des-particuliers-dans-les-hedge-funds-augmente->, consulté le 03/08/2017, à 15 :30.

⁴ Fonds de pension : une diversification bienvenue sur : <http://www.next-finance.net/L-allocation-des-fonds-de-pension->, consulté le 03/08/2017, à 16:17.

1-3-3 Fonds de pension

Selon Don Steinbrügge, l'industrie des fonds de pension est en train de vivre une évolution majeure dans sa stratégie d'allocation sur le segment des hedge funds ; celle-ci aura des répercussions importantes sur la fraction de leur portefeuille allouée aux hedge funds, notamment pour le plus grand bénéfice des gérants de hedge funds et ainsi ceux de taille moyenne.¹

En résumé, les fournisseurs de liquidités des hedge funds sont des investisseurs institutionnels, comme les banques, les assureurs, les fonds de pensions, et même des fondations, les fonds d'Etat ou familles fortunées.

Les hedge funds ont profité, durant la décennie qui a précédé la crise, de la popularité de ce qu'on appelait la gestion alternative, qui comprenait, outre les fonds de capital privé, les fonds de capital-risque, l'immobilier et les matières premières. Avant la crise, la gestion alternative a fréquemment atteint des rendements au-dessus de la moyenne. De nombreux hedge funds empruntaient donc à bon prix des liquidités supplémentaires, créant ainsi un levier pour améliorer leur profil de rendement.

Section 02 : Histoires, évolution et répartition des hedge funds par zone géographique et par taille.

L'existence des hedge funds remonte aux années 50 du siècle dernier. On attribue leur apparition à l'américain ALFRED. W. JONES, originaire d'Australie, qui crée en 1949 aux Etats Unis. Ces véhicules d'investissement alternatifs ont été publiés au grand public dans un article paru en 1966 dans la Revue Américaine Fortune par Carol. J. LOOMIS. Ce secteur des hedge funds croit rapidement depuis quelques années. Selon les estimations des hedge funds Research (HFR), ils évoluent de 610 fonds gérants en 1990 à 3873 fonds dix ans plus tard.

2-1 Histoire des hedge funds

A.W. JONES et Co est le premier hedge funds officiellement connu de l'histoire financière. Créé en 1949, mais depuis cette date, nous avons vu l'émergence de plusieurs hedge funds.

2-1-1 1949 Alfred Winslow : le 1er hedge funds

Winslow né à Melbourne en Australie en 1901, s'installe avec sa famille aux USA en 1923.

¹ Fonds de pension : une diversification bienvenue sur : <http://www.next-finance.net/L-allocation-des-fonds-de-pension>, consulté le 14/08/2017, à 18:03.

Après son doctorat en sociologie, il exerce en 1940 une fonction d'éditeur associé pour la Revue Fortune et d'autres revues non financières américaines. Il entreprend des recherches d'analyse du marché.

L'idée de création du hedge funds a été de se prémunir contre les baisses du marché tout en tirant profit des titres sous ou surévalués. Il crée le premier hedge funds avec quatre (04) de ses amis sous forme de société en nom collectif A. W. Jones & co ; son capital personnel était de 40.0000 dollars US et 60.0000 dollars US pour ses amis.¹

Ce fonds était structuré comme un partenariat général² devenu ensuite, en 1952 un partenariat limité³ et ce pour des raisons légales et opérationnelles.⁴Au terme d'une année, le fonds afficha une performance très remarquable de 17,3%. A titre comparatif, le S& P500 était à 10,5%.

Pendant la procédure de construction d'un portefeuille, il existe deux sources principales de risque :

- Le risque qui prévient de la relation des titres (risque de stock picking)⁵ ;
- Le risque qui découle des variations du marché (risque de marché)⁶.

La création par rapport à la performance, selon WINSLOW passait par la capacité de sélectionner les titres dont on peut exploiter leur évolution (le stock picking) plutôt que par la capacité à prévoir la direction que va prendre le marché afin de décider d'acheter et vendre au moment opportun (market timing).

L'objectif était d'optimiser le stock picking et de minimiser l'exposition au risque du marché.

¹ AGLIETTA Michel, KHANNICHE Sabrina, RIGOT Sandra, « *Les Hedge Funds : entrepreneurs ou requins de la finance* », édition Perrin, Paris, 2010, p 14.

² **Un partenariat général (*général partnership*)** est une forme de société disponible aux USA dans laquelle chacun des associés reste sans limite personnellement et indéfiniment responsable des engagements et des dettes du partenariat.

³ **Le partenariat limité (*limited partnership*)** est une forme de société disponible aux USA, qui s'apparente à la société en commandité. Elle regroupe deux catégories d'associés : les partenaires généraux (commandités) et les partenaires limités (commanditaires) les premiers fournissent surtout leur travail, leur expérience et leur compétence.

⁴ LHABITANT François Serge, « *Hedge Funds : origine, stratégies, performance* », édition, Dunod, Paris, 2008, p 10.

⁵ **Le market timing** sert à étudier l'évolution d'un marché, ou d'un actif, pour déterminer à quel moment l'opérateur de marché à l'investisseur. Le market timing s'applique aussi bien à des actifs qu'à des indices ou à un market. 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.

⁶ **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 rendements ou encore le potentiel de croissance, quel que soit le secteur d'appartenance de la valeur.

Pour répondre à cet objectif, WINSLOW avait recours à deux outils : le premier était l'effet levier en faisant appel à l'endettement pour accroître la performance des titres choisis individuellement et le second la vente à découvert, qui consiste à vendre un titre emprunté pour le racheter plus tard à un cours inférieur. Ces positions vendues à découvert permettaient de se prémunir contre une baisse totale des marchés.

Pour limiter son exposition réelle au marché, il calculait un ratio d'exposition nette au marché. Ce ratio est égal :

$$\frac{\text{Volumedespositionslongues} - \text{Volumedespositions courtes}}{\text{Capital}} \quad ^1$$

Ce ratio était fréquemment ajusté à la baisse ou à la hausse du marché.

Dans le cas d'une anticipation de marché haussier, les positions longues vont excéder les positions courtes, le volume des positions longues s'ajuste à la baisse.²

L'intérêt pour les hedge funds et leurs méthodes d'investissement explosent et conduisent rapidement à la création de nombreux nouveaux fonds. La SEC (Securities and Exchange Commission³) qui est le gendarme financier américain en 1968, évoque qu'il existe plus de deux cent quinze (215) partenariats d'investissement, parmi lesquels s'affichent (140) cent quarante hedge funds directement qui s'inspirent du marché de Jones.

Les fonds de hedge funds ont été créés à cette époque par les futurs ténors de la gestion alternative comme WARREN BUFFET (Buffet Partners), WALTER SEHLOSS (WJS Partners), GEORGES SOROS (Quantum Funds) ou encore le premier fonds de hedge funds « Leveraged capital Holdings »⁴.

2-1-2 Emergence des hedge funds de 1966 à 1974

Suite l'apparition des travaux qui revient à Alfred, la communauté à un essor quasiment instantané des nouveaux hedge funds ; et d'après les études pertinentes menées par la SEC, il

¹ **La position longue** : elle est la position naturelle des investisseurs. Elle provient de la possession des titres financiers. Lorsque l'investisseur achète une action, il espère qu'elle prenne de la valeur pour éventuellement avoir l'option de la revendre à un prix plus élevé, ou encore encaisser des dividendes, bref, il cherche à profiter d'une détention d'action. L'investisseur gagne lorsque le cours des actions monte.

La Position courte : elle est moins naturelle, mais très présente dans les marchés financiers. Cette position provient de la vente à découvert, connu sous le terme anglais " short selling" où un spéculateur vend une action qui ne possède pas.

² AGLIETTA Michel, KHANNICHE Sabrina, RIGOT Sandra, *Op.cit.*, p16.

³ Le SEC est la Security Exchange Commission. Il s'agit de l'autorité des marchés financiers (AMF) des Etats-Unis. Son rôle est de surveiller les marchés financiers, contrôler les liquidités et d'émettre des sanctions en cas de non-respect des règles qu'elle édicte. Ces règles servants à protéger les épargnants et investisseurs privés d'éventuels abus (délit d'initié...). Elle a été créée en 1934 en réponse à la récession qui a suivi le krach boursier de 1929.

⁴ LHABITANT François Serge, *Op.,cit* ; p 12.

existait deux cent quinze partenariats d'investissement, parmi lesquels figuraient 140 hedge funds directement inspirées du modèle de Jones à la fin de l'année 1968. ¹

Le fort succès de ce support d'investissement se résume en deux (02) points. D'abord, les investisseurs y trouvèrent un véhicule 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 réalisés par le fonds. C'est durant cette période d'émergence des hedge funds, qu'avons vu apparaître des gérants comme GEORGE SOROS ou MICHAEL STEINHARDT. La plupart des nouveaux gestionnaires étaient attirés généralement par l'effet de levier, se souciant peu de couvrir leurs investissements. Leur souci majeur était d'appliquer un effet de levier systématique à des positions longues dans un contexte des marchés fermement haussiers.

Quant à la couverture des positions, qui était pourtant un point essentiel de la stratégie mise en place par WINSLOW, elle passe largement au second plan (en frais et en temps). Il est important de souligner que cette ligne de conduite menait à des performances records tant que les marchés suivant un trend ascendant (à partir de la crise de 1969 et celle de 1974), engendra un retour dévastateur à la réalité.

Durant cette instabilité de 1969 -1970, le marché subit une perte de plus de 40%. Entre 1973 et 1974, une chute de plus de 50% des cours fut enregistrée. Malgré cette période d'apaisement et de légères reprises entre ces deux événements, peu de fonds sortirent indemnes du premier choc. D'après la SEC, 28 des plus gros hedge funds mentionnés dans son analyse, ont vu leur actif dégringolé de près de 70% en une année. Cinq (05) d'entre eux n'ont pas pu résister ; seuls les fonds bien gérés ont survécu à : ceux d'Alfred. W. Jones, George Soros et Micheal Steinhardt.²

2-1-3 L'impact de la globalisation financière des années 80 sur le monde des hedge funds

Pendant les années 80, le transfert international des capitaux sous forme d'épargne avait pris une direction nord – nord. Ces disfonctionnements financiers ont accéléré la globalisation financière. Le passage à la finance internationale a subi une profonde mutation.

La suppression des barrières existantes au sein du système financier va obtenir un vaste marché des capitaux. L'émergence des financements par l'émission des titres est de moins en moins par recours à des crédits auprès des banques et l'allègement du cadre règlementaire, ont

¹ LHABITANT François Serge, *Op., cit*, p 12.

² *Ibid.*

constitué les points essentiels de ce que l'on nomme la règle des trois D qui sont à l'origine de la libéralisation financière : Un décloisonnement¹, la désintermédiation² et la déréglementation.³

Nous assistons à nouveau à l'apparition de nouveaux marchés sur la plate-forme de la finance internationale, tels que ceux de la dette des pays émergents. Nous assistons, dans le contexte de libéralisation financière, à un développement rapide des marchés des produits dérivés (organisé ou de gré à gré) et à l'utilisation importante de ces produits dans les portefeuilles d'investissement. Cette émergence des marchés s'accompagne d'une modernisation des méthodes financières et ce avec l'apparition des ordinateurs et le développement des méthodes de trading systématique.⁴

C'est au milieu de cette décennie que les hedge funds sont retournés en force sur la plate-forme de la finance internationale grâce à la presse spécialisée qui lève le voile sur la soixantaine de hedge funds qui gèrent environ 100 millions de dollars en 1986, le magazine spécialisé *International Investment* consacra la couverture de son numéro « Monde chauffé à blanc de JULIAN ROBERTSON » en révélant la performance annuelle, nette de collision, le Tiger Fund de JULIAN avait enregistré près de 50% durant six dernières années d'activités (à 43% depuis sa création en 1980). La stratégie de Robertson consistait d'après lui à faire des paris purement directionnels sur des actions liquides comme les cations, les obligations et les devises.

ROBERTSON, à la différence de WINSLOW ne couvre pas ses positions par des ventes à découvert, mais utilise à des moments opportuns des achats d'options pour ne pas engager tout son portefeuille et en limitant ses risques de pertes aux seules primes payées.

La conséquence première en sera la complexification de la structure de cette industrie (Robertson Fund Tiger), alors que le fonds de WINSLOW suivait une stratégie largement basée sur les marchés d'actions (que l'on pourrait aujourd'hui assimiler à une stratégie de type long/short equity).

¹ Le décloisonnement des marchés correspond à l'abolition de frontières segmentant les marchés financiers : segmentation des divers marchés nationaux, d'une part, et 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.

² 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 (entreprise, particuliers, ...) ne passant plus obligatoirement par le canal des banques.

³ La déréglementation est un phénomène consistant à supprimer ou à atténuer les diverses réglementations qui régissent les activités et les structures d'une économie.

⁴ AGLIETTA Michel, KHANNICHE Sabrina, RIGOT Sandra, *Op.cit*, p 35.

Le développement des biens entre les différents marchés donne naissance à des stratégies de plus en plus complexes et spécifiques. Des gérants réalisent alors des arbitrages macro-économiques entre les deux 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 (similaire à celles des Commodity trading advisors, CTA).¹

2-1-4 Les facteurs favorisant l'émergence des hedge funds et leur développement à partir des années 80

Il existe trois facteurs qui ont favorisé l'émergence et le développement des hedge funds :

- **Le premier** : est considéré comme le plus important, il 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 ces éléments à volonté, et ce en fonction du profil de risque spécifique d'un investisseur. L'émergence des produits dérivés et le développement du modèle mathématique approprié à leur valorisation, ont fortement accru la gamme des risques négociables, ainsi ouvrant de nouvelles et de vastes perspectives aux stratégies de couverture. Les institutions financières sont désormais en mesure de gérer activement leurs positions et de transférer certains risques aux intervenants les mieux à même de les assurer. Dans l'ensemble, les investisseurs sont davantage disposés à investir à l'étranger, sachant qu'ils peuvent optimiser leur couple de rendement/risque.
- **Le second** : 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 interne, 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 le rôle, notamment l'environnement

¹LHABILTANT François Serge, *Op.*, cit, p 14.

de liquidité abondante au niveau mondial et l'attention du « biais national » (biais qu'ont les investisseurs de surinvestir dans des actifs financiers nationaux).¹

- **Le troisième** : 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.

A partir de 2002, l'industrie des fonds d'investissement alternatifs a connu une progression exceptionnelle jusqu'à l'aggravation de la crise financière de 2008. Sur les marchés financiers, cette progression est marquée par une augmentation des nombres des hedges funds passant de 3873 à 10096 fonds entre (2000 et 2007). Malgré la divergence des chiffres, nous pouvons retenir qu'entre 2000 et 2007, leur actif a doublé passant de 190 à 1868 milliards de dollars, soit une croissance annuelle de 20%.²

Le volume des transactions concernant les hedge funds d'une manière soutenue qui présente près de 40%- 50% des transactions sur les principales places financières au monde, comme le montre tableau suivant. Le boom de l'industrie des hedge funds ne doit pas masquer les disparités de taille et d'implantation géographique.³(Voir tableau N°01)

Tableau N° (01) : Volume et part de transaction des hedge funds en 2006 (en Mds de dollars et en %)

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

* FMI/Green wich Associates

Source : Estimation Presse financière, p 14.

** Mac Kinsey global Institu Analysis.

2-2 Répartition des hedge funds par zone géographique et par taille

La croissance qu'a connue l'industrie des hedge funds ne doit pas masquer les disparités aussi bien au niveau de la taille et qu'au niveau géographique. Ces fonds sont souvent originaires des pays anglo saxons à l'exemple des Etats Unies d'Amérique, la Grande Bretagne, la Norvège mais aussi dans d'autres pays comme la Chine et la France.

¹AGLIETTA Michel, KHANNICHE Sabrina, RIGOT Sandra, Op.,cit, p 83.

²Ibid.

³Ibid. p 84.

2-3-1 Répartition par zone géographique

L'examen de la répartition géographique montre que les trois quart (3/4) des hedge funds dans le monde sont originaires des Etats Unis d'Amérique et que les trois quart (3/4) des hedge funds en Europe sont britanniques, ce qui représente 20% du total des actifs de l'industrie.

En 2006, il faut souligner que cette industrie a connu un exploit important dans la zone Asie Pacifique, notamment à Sidney, avec environ un quart (1/4) des 140 milliards de dollars d'actifs dans cette zone. Les hedge funds sont généralement dans des pays Anglo-Saxons à l'image des fonds de pension. On les retrouve surtout dans les deux grandes places financières : New York et Londres.

Selon les estimations de hedge funds, quelques 1250 fonds spéculatifs sont domiciliés de Manhattan et 10% de 1868 milliards de dollars US seraient gérés depuis la ville de GREENWICH (HFR)¹, cité balnéaire situé à 45 kilomètres de New York dans l'Etat du Connecticut.² En plus, ce sont les événements du 11 septembre 2001 qui auraient incité les fonds à quitter 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 semble que les hedge funds Londoniens soient localisés en grande partie à Mayfair près de Hyde Park et dans une moindre mesure à la city et à Canary Wharf.³

2-3-2 Répartition des hedge funds par taille

Cette industrie des hedge funds a connu une concentration élevée. La répartition par taille de ces fonds ressort une forte répartition de petits fonds.

D'après les données récentes de la Financial Services Authority, 450 gérants européens de hedge funds qui gèrent moins de 50 millions de dollars tandis que seulement quelques gérants sont dotés de plus de 5 millions de dollars sous gestion, comme le montre le tableau ci-dessous :⁴

¹A Greenwich, le revenu par habitant est supérieur à 80 000 dollars (56.500 Euros), trois fois de celui de la région de Detroit. La « médiane » est de 116 000 dollars par foyer, « ce qui signifie qu'ici la moitié gagne plus que ça », insiste Marc Ann Morrison, la présidente de la chambre de commerce de Greenwich (l'impôt fédéral sur le revenu oscille entre 1,5% et 4,5% (le monde daté de 3 octobre 2007).

² 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. Par les plus gros revenus, la note d'impôts peut baisser de 40% en s'installant à Greenwich à plein temps.

³AGLIETTA Michel, KHANNICHE Sabrina, RIGOT Sandra, *Op. cit.*, pp 84,85.

⁴ FSF, 2007, Hilde Brand.

Tableau N° 02 : Les plus grands hedge funds fin 2005 (en MDS dollars)

Gérant	Lieu	Actifs
GOLD man Sachs Asse1 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. CT	16,4
ESL Investissements	Greenwich. CT	15,,0
Barclays Global investors	Londres. RU	14,3
Och-Ziff Capital Management Group	New York. NY	14,3
Man Investment	Londres. RU	12,7
Tudor investment Group	Greenwich. RU	12,7
Caxton Association	New York. NY	12,5

Source: Rose Smith (2006), "The Hedge funds 100", Institutional investor's Alpha Jones.

Fin 2006, les 200 plus gros hedge funds représentaient les trois quart (3/4) des actifs sous gestion. Ceci est vérifié 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 mieux fixer les idées, nous pouvons retenir que les 10 premiers du classement voir le tableau (03).

Tableau N° 03 : Top des 10 hedge funds en Europe et aux Etats Unis

Top des 10 HF aux Etats-Unis	AUM (en mds dollars)	Top 10 des hedge funds en Europe	Asset Under Management (en mds dollars)
JP Morgan/Highbriddge	33,1	Barclays Global Advisor	19
Goldman Asset management	32,5	Man group/AHL	18,8
Bridegwter	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.

Nous pouvons constater que les américains sont en tête du classement et que les deux plus gros sont détenus par les grandes banques d'investissement comme J.P Morgan Highlwide avec 33,1 milliards de dollars et Goldman Sachs avec 32,5 milliards de dollars.

En revanche, côté européen, les encours sont moins élevés avec pour le 1^{er} hedge funds classé, la Barclays Global Advisors avec 19 milliards de dollars.

Généralement, nous considérons qu'un hedge funds est gros s'il gère plus de 2 milliards de dollars.

Toutes ces données relatives à la taille de cette industrie, qui traduisent une forte expansion des hedge funds sur les marchés financiers méritent d'être néanmoins relativisées. En effet, en dépit de son essor exceptionnel 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 du point de vue de la taille sont les investisseurs institutionnels, à savoir les fonds de pension, les mutuels funds et les sociétés d'assurance.

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 fonds de pension (5%) des mutuels funds (8%) et des compagnies d'assurance (11%), il n'en reste pas moins que les encours des hedge funds estimés à environ 1,5 millions de dollars de capital sous mandat sont nettement moindres que ceux des fonds de pension avec 21,6 millions de dollars, ceux des mutual funds (19,3 millions de dollars) et ceux des compagnies d'assurance avec (18,5 million de dollars).¹

Les investisseurs institutionnels sont évidemment, les organismes financiers les plus importants en taille puisqu'ils attirent l'épargne contractuelle et la plus grande partie de l'épargne volontaire des ménagers. 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 expérientielle. En effet, il faut compter avec de futurs poids lourds sur les marchés financiers parmi lesquels les banques centrales asiatiques (BCA), les pétrodollars Investors (PI) et dans une moindre mesure les fonds de Private Equity (PE).

Les deux premiers comptabilisent une croissance annuelle respectivement de 20% et 19% depuis 2000, avec un total d'encours de 3,1 millions de dollars et de 3,9 millions de dollars, soit des taux de croissance semblables et ceux des hedge funds mais des encours deux fois plus importants, s'il 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 estimé à 6 trillions de dollars, les encours de ces derniers sont plus importants. Quant aux fonds de Private Equity, ils constituent le groupe

¹FSF, 2007, Hilde Brand, *Op.cit*, P 86-87.

le plus petit et ce en enregistrant une croissance de 1,4% entre 2000 et 2006 et des encours de 0,7 trillions.

Surtout les fonds souverains sont appelés à un développement considérable et constituent l'ébranche d'un nouveau capitalisme. Si leur encours actuel est estimé à 3100 millions, des prévisions prudentes font état d'une croissance à atteindre 20% par an sous les 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 les calculs de l'encours en 2012 serait de 7500 millions de dollars USD.

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, accroissant à la fois les moyens de ceux-ci et leur incitation à poursuivre des stratégies risquées. Car une masse de plus en plus grande d'actifs à gérer, les rendements des stratégies d'arbitrage les plus classiques par réduction des anomalies dans la formation des prix.¹

SECTION 03 : Catégories et principaux investisseurs des hedge funds

De par leurs caractéristiques d'investissement, leurs relatives opacités et leurs failles liquidités qu'ils offrent à leurs investisseurs, les fonds d'investissement alternatif ne s'adressent pas à n'importe quel type d'investisseurs. Les acteurs qui investissent plus dans l'industrie des hedge funds sont les investisseurs institutionnels, les particuliers fortunés et les autres fonds (fonds de fonds)².

3-1 Catégories de hedge funds

Les hedge funds se répartissent sur deux catégories, qui sont :

3-1-1 Les macros funds

La première catégorie de hedge funds, devenue très minoritaire, est celle de « Macro funds » ; ces fonds parient sur les mouvements des monnaies, les changements de politique économique et l'évolution des taux d'intérêt. Généralement, ils n'accompagnent par leurs opérations d'une couverture sur des marchés à terme. Ils font de la spéculation pure et prennent souvent de grands risques et ce avec des ratios d'endettement importants. Plus l'effet

¹ ANGLIETTA Michel, KHANNICHE Sabrina, RIGOT Sandra, *Op.,cit*, pp 88,89.

² CAPOCCI Daniel, *Op.,cit*, p 105.

de levier est important, plus les profits réalisés sont élevés et cela si l'opération réussie et l'inverse est vérifié.

Un fonds à effet de levier très élevé réalisera ainsi des bénéfices bien plus importants que les autres opérateurs s'il est bien géré. Le plus connu a longtemps été le quantum funds de GEORGE SOROS (un fonds macro-économique célèbre pour le milliard de dollars qu'il a gagné aux dépenses du gouvernement britannique en jouant massivement contre la livre sterling lors de la crise monétaire européenne de septembre 1992). Le terme «Hedge» paraît mal adapté aux fonds de type SOROS, dont les positions directionnelles, très médiatisées, sont prédominantes.

3-1-2 Les fonds d'arbitrage

Dans la seconde catégorie, figure les hedge funds qui pratiquent essentiellement l'arbitrage. Ces fonds utilisent des modèles sophistiqués d'analyse, conçus pour identifier les possibilités d'arbitrage existants ou susceptibles d'apparaître sur les marchés. Ils jouent sur les différences de prix entre placements ou portefeuilles quasiment équivalents.

Une fois identifié, les possibilités d'arbitrage, construisent la stratégie financière de vente et d'achat qui permettra de les exploiter à mieux. Le principe est d'acheter les valeurs qui sont sous évaluées et de vendre celles qui sont surévaluées. Cependant, les fonds se couvrent par l'achat de contrats à terme dont le rôle est de limiter les risques au cas où les hypothèses de départ sont relativement peu risquées en utilisant des ratios d'endettement élevés.¹

3-2 Les principaux investisseurs des hedge funds

Les agents économiques qui s'intéressent aux hedge funds sont particulièrement les investisseurs institutionnels impressionnés par ce mode de gestion. Ces agents peuvent être privés ou institutionnels suite aux performances, d'où le slogan (rendement absolue).

3-2-1 Les investisseurs privés

Les individus fortunés s'intéressent aux hedge funds comme investissement à haut rendement couplé à un risque peu important. Cette clientèle fortunée avait monopolisé la majorité des parts de hedge funds, tandis que les investisseurs particuliers moins fortunés se sont contentés d'investir dans les fonds réglementés, tels que les fonds de placement. Néanmoins une catégorie d'investisseurs existe, peu adaptés aux principes de la gestion

¹ Données de hedge funds Research (HFR), www.hfr.com et www.marhedge.com. Consulté le 22/08/2017, à 16 :52.

alternative mais qui commencent à faire leur entrée dans le cercle fermé des investisseurs avertis.¹

Les investisseurs particuliers étaient traditionnellement protégés par les réglementations car leur manque d'expertise ne leur permet pas de prendre des décisions d'investissement judicieuses en cas d'information financière non fiable.

Ces dernières années, les frontières entre les deux groupes d'investissement sont devenues plus floues, alors que les conditions d'agrément aux Etats Unis n'ont guère évolué jusqu'à une date récente. Nous remarquons simultanément une volonté accrue de démocratisation des hedge funds qui s'accompagne d'une certaine forme de protection.

Les arguments en faveur de la démocratisation reposent principalement sur l'idée d'équité. Pourquoi la clientèle fortunée serait-elle la seule à pouvoir profiter du surcroît de rendement procuré par autorité de supervision parfois appelé à la démocratisation avant même les gérants de hedge funds ou les investisseurs particuliers.

Malgré cela, nous pensons que cette démocratisation n'est pas désirable ; il existe de bonnes raisons qui justifient la réglementation des fonds de placement, destinés aux investisseurs particuliers et, à la suite de pertes significatives enregistrées par le grand public, nous remarquons une volonté de renforcement des réglementations. En réalité, à la suite de la faillite d'Amaranth, certaines demandes allaient dans ce sens.

Les hedge funds non régulés destinés aux investisseurs particuliers ne sont pas un concept viable à long terme. Nous nous réjouissons donc de la récente décision de la Securities and exchange commission (SEC) visant à relever le seuil minimal d'éligibilité à 2,5 milliards de dollars de patrimoine hors résidence principale, cela ne veut pas dire pour autant que les investisseurs particuliers doivent être totalement écartés des hedge funds.

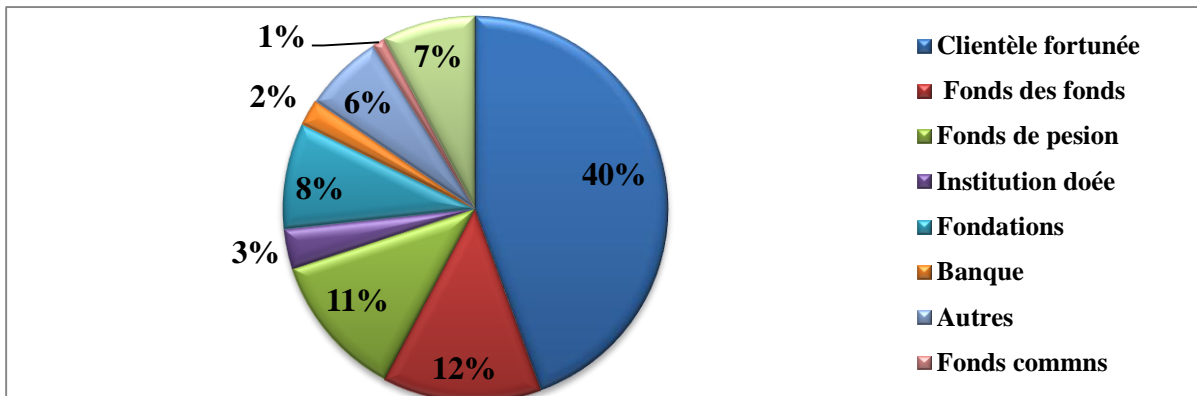
En principe, les gérants de hedge funds offrent de plus en plus de produits standards « régulés » à l'image des fonds long – only. Ces fonds sont parfois réglementés sans que le gérant le soit nécessairement et offrent un accès de talentueux professionnels de l'investissement.²

¹ DANIELSSON et ZIGRAND, Quel avenir pour la régulation financière, revue de la banque de France, N°13, 2007, p 5.

² J. DANIELSSON et J. P. ZIGRAND, « *Quelle forme de régulation pour les hedges funds ?* ». Revue de la stabilité financière, avril 2007, p33.

Les autres catégories qui investissent davantage sont les investisseurs institutionnels (fonds de pension, fonds mutuels, les compagnies d'assurance).

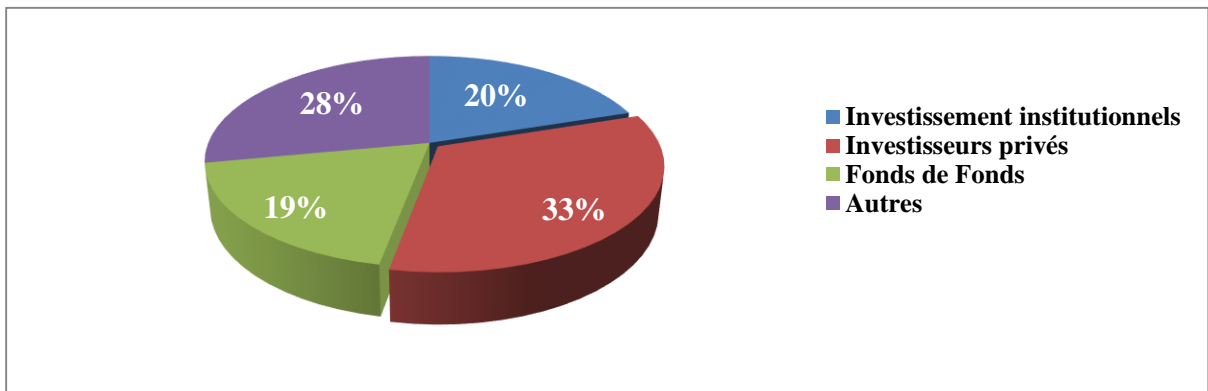
Figure N° 01 : Répartition des investisseurs américains



Source : Hedge funds Researchinc, reprise par Capocci, 2006, p69.

La figure (01) met en exergue la répartition des investisseurs américains dans les hedge funds (hors fonds de fonds).¹La situation hors USA est différente le fonds de fonds représente la 1^{ère} source d'actifs européens pour les hedge funds tandis que la clientèle fortunée ne représente que 20% derrière les investisseurs institutionnels, et cela est dû à la différence dans le parcours historique de ces fonds,² voir la figure (02).

Figure N°02 : Répartition des investisseurs non américains dans les hedge funds



Source : Hedge funds Researchinc, reprise par Capocci, 2006, p70.

3-2-2 Les investisseurs institutionnels

Après l'éclatement de la bulle Internet en 2001, à cause d'une chute brutale des marchés financiers, qui a incité les investisseurs institutionnels à investir dans les hedge funds et alors (les plus admirables étaient les fonds de pension). Les hedge funds entant qu'industrie, ont été

¹ CAPOCCI Daniel, *Op.,cit*, p 106.

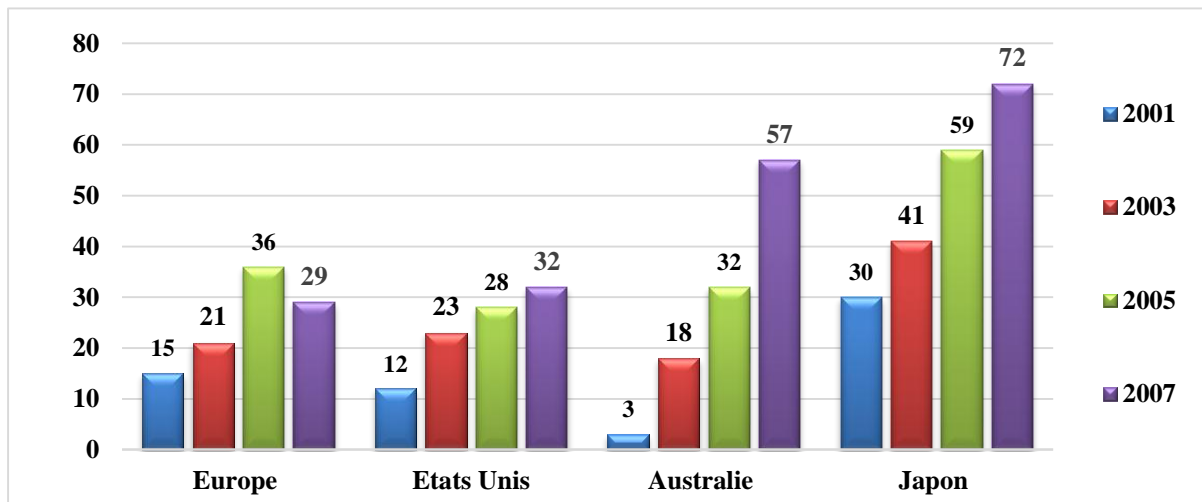
²*Ibid.* pp 106,107.

les seules à s'en sortir lors de cette crise boursière. Dans ce cadre, l'intérêt des investisseurs institutionnels pour ces produits d'investissement a entraîné une émergence marquée.¹

Cette passion pour la gestion alternative est avant tout motivée par le fait que les hedge funds offrent des opportunités de placements plus importants à diversifier leurs actifs et par la même occasion à chercher des sources de rendements plus élevés.²

Dès sa création et jusqu'à une date récente, les apports de capital dans les fonds d'investissement alternatifs se sont résumés à une clientèle privée fortunée. Depuis le début des années 2000, nous avons remarqué une profonde modification dans la structure officialisée avec notamment les fonds de pension et les fonds de hedge funds dits fonds des fonds.³ En termes de taux de croissance annuels, nous pouvons souligner que ces deux fonds ont enregistré les taux les plus élevés,⁴ voir figure(03)

Figure N°03 : Utilisation des hedge funds par les investisseurs institutionnels



Source : Russel Research, 2007, p 10.

Selon une étude de Mc KINSEY et COMPAGNY, 2007 serait la première année où les investisseurs institutionnels représentent plus de 50% des flux de hedge funds. Entre 1997 et 2006, nous assistons à une baisse de la part des particuliers fortunés dans le capital des hedge funds, passant de 61% à 40% ; une augmentation de la part des fonds de hedge funds de 14% à 23%, des fonds de pension de 5% à 11%, avec les pics à 15%, entre 2001 et 2004, et une

¹ CAPOCCI Daniel. *Op.cit.* p 108.

² Les taux de rendements historiquement élevés, notamment lors de la période de baissiers ont apparemment contribué aux afflux de capitaux importants vers ce secteur au cours des quatre dernières années.

³ Les fonds des hedge funds (FOF) fournissent une plus grande diversification à des investisseurs qui sont plus averses au risque, mais veulent en temps profiter des avantages des hedge funds. Bien que la plus part des pays maintiennent des restrictions sur les personnes qui veulent investir dans les fonds de fonds, les exigences en termes de richesse sont moindres que pour les investisseurs individuels

⁴ CAPOCCI Daniel, *Op.,cit.* pp 109-110.

augmentation importante de la part des fonds de dotations universitaires comme Yale et Haward de 11% à 18% .

Ainsi, la grosse part du capital des hedge funds reste en grande majorité celles des personnes fortunées ; mais nous observons une diversification de la clientèle des hedge funds au profit des fonds de fonds et des investisseurs institutionnels dont l'intérêt constitue une des causes de ce boom des hedge funds, voir tableau(04).

Nous distinguons deux facteurs de croissance pour expliciter ce boom de hedge funds.¹

- Coté demande, il faudrait retenir sur le contexte économique très favorable avec des taux d'intérêt très bas depuis 2001, sur une très grande liquidité des marchés et sur la volonté des investisseurs institutionnels à diversifier davantage leurs portefeuilles.
- Coté offre, il s'agit particulièrement de l'importance capitale des innovations financières favorisées par un tel contexte, d'une réglementation très allégée, voire inexistante, tant pour les gérants des hedge funds que pour les véhicules d'investissement, en terme de stratégie, de levier, de responsabilité juridique et d'une politique fiscale favorable.²

(Voir tableau N°04)

Tableau N°04 : Evolution de la structure de clientèle des hedge funds (taux de croissance en %).

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

Source : Hennessee Group LLC, estimates ; Mac Kinsey Global Institute Analysis, reprise par AGLIETTA et RIGOT.

En tenant compte, de l'écart si important qui existait entre 1996 et 2000 :

Les fonds de pension représentent 52% de taux de croissance contre 19% des fonds de hedge funds. Entre 2000 et 2006, cette évolution s'inverse en faveur des fonds de hedge funds (31%) et des fonds de pension (17%) ; ce qui s'explique par une importance capitale des fonds de hedge funds.

¹ AGLIETTA Michel et RIGHT Sandra, *Op.cit.*, p 25.

²*Ibid*, p 94.

3-1-3 Les fonds de fonds

Les fonds de hedge funds appelés actuellement les fonds des organisations de placement collectif qui octroient des actifs à plusieurs hedge funds, une manière de bénéficier des avantages de la diversification. Ils sont couramment gérés par les banques privées, les sociétés de gestion d'actifs ou des gestionnaires. Les gérants de ces fonds de fonds négocient avec chaque hedge funds le montant de l'investissement et la grille tarifaire. Les commissions sont représentées sur les clients en plus de la commission de gestion du fonds de fonds.¹

Compte tenu de la multitude des difficultés que connaissent les investisseurs privés et institutionnels à investir en direct dans les hedge funds, les fonds de fonds se sont rapidement imposés un chemin d'accès simplifié aux avantages de la gestion alternative.² Nous l'avons précédemment rappelé, le principe des fonds de fonds est simple, il s'agit en fait de véhicules d'investissement collectifs réunissant le capital de plusieurs investisseurs dans le désir d'acheter des parts de plusieurs hedge funds. Les avantages et les inconvénients des hedge funds sont multiples, ils incluent des avantages et inconvénients qui sont :

3-2-3-1 Avantages

Une étude des avantages sera formidable à ce niveau si l'on veut acquérir une pensée plus approfondie du bien-fondé des fonds de fonds (FOFS).

- **Un rendement absolu des fonds**

Une rentabilité absolue des fonds de hedge funds protégera les investisseurs beaucoup plus qu'un titre et que les actifs financiers, côtés en bourse (actions, obligations et éventuellement dérivés), par nature très volatile.

- **Une diversification du risque**

Nous remarquons traditionnellement, en ce qui concerne les fonds de hedge funds a une diversification par ligne dans le portefeuille et pour la plupart d'entre eux, par le choix, de diverses stratégies d'investissements.

- **Une transparence et une réglementation**

Certains hedge funds s'enregistrent auprès des autorités locales, ce à quoi les fonds de pension, les fonds mutuels et les compagnies d'assurance sont allergiques. Toutefois, nombreux fonds domiciliés dans une zone géographique, qui est considérée comme généralement

¹ AGLIETTA Michel, KHANNICHE Sabrina, RIGOT Sandra, *Op.cit.*, pp 90,91.

² La gestion alternative : elle consiste à utiliser des investissements ou des stratégies de placement offrant des opportunités de diversification par rapport à une gestion conventionnelle en actions et obligations.

attractive en matière de réglementation et de fiscalité pour ces fonds, offrent un niveau de transparence et de sécurité remarquable.¹

Un investissement minimal, en général, est bien inférieur que ceux demandés pour les hedge funds sous-jacents qui dépend d'un ensemble de facteurs complexes politiques, économiques et financières : une liquidité en général bien meilleure que celle des fonds sous-jacents.²

3-2-3-2 Inconvénients

Compte tenu de leurs inconvénients, les gérants de fonds de fonds par une commission de gestion dont la moyenne de l'industrie, semble être de 1% et celle de la performance à 10%. Au total, si l'on augmente les 2% et 20% prélevés en moyenne par les gérants sous-jacents, elle peut atteindre dans 3% la commission de gestion et celle de la performance.³

Un autre facteur très important a considéré, il s'agit du risque de diversifier le rendement des meilleurs fonds sous-jacents.⁴

Un 3ème désavantage des fonds des fonds, qui comprennent une part d'allocation d'actifs dans leur processus d'investissement, est une certaine accumulation des risques de gestion et le dernier facteur à ne pas surtout négliger provient des fonds des lesquels ils sont investis et ce suite à leur opacité et il n'est pas du tout facile d'avoir accès à la composition du portefeuille d'un fonds sous-jacents dans lequel le fonds de fonds est investi⁵.

¹ ROCCI Jean Michel, ARNAUD Chrisiens, « *Hedge Funds* : investir dans la gestion alternative d'aujourd'hui et de demain », édition défi., Paris, 2009, pp 76,77.

² LHABITANT François Serge, *Op., cit.*, pp 364,365.

³ *Ibid.*, p 365.

⁴ CAPOCCI Daniel, *Op., cit.*, p 364.

⁵ *Ibid.* p 365.

Conclusion

En étant des pools de capital privé, les fonds d'investissement alternatifs sont l'un des compartiments des investisseurs institutionnels qui utilisent un large éventail de techniques financières permettant de spéculer sur l'évolution des marchés à la baisse comme à la hausse. Les hedge funds sont peu transparents et limités dans leur taille, mais souvent domiciliés dans les paradis fiscaux qu'ils les distinguent des autres véhicules d'investissement. Leurs gérants y investissent aussi une part importante de leur patrimoine.

Au cours de ces dernières années, ces fonds 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.

L'exigence en matière d'investissement minimum a conduit à sélectionner implicitement certaines catégories d'investisseurs, jugées potentiellement éligibles au statut de porteurs de parts a poussé les hedge funds d'être réservés aux particuliers fortunés et les plus qualifiés.

La question reste à savoir comment ces fonds spéculatifs sont-ils organisés et comment fonctionnent ils ? Sujet sera traité au deuxième chapitre.

Chapitre II

hedge funds : Organisation et fonctionnement

Introduction

Durant les années 90, le développement des marchés financiers a été sans précédent. Le paysage financier a profondément changé et ce (grâce à la règle des 3D) et a permis non seulement la suppression des barrières entre le monde de la finance, le développement du financement de la dette par le marché mais aussi l'allègement du cadre réglementaire. De nouveaux marchés sur la scène financière internationale sont apparus. Nous assistons au développement rapide des marchés de produits dérivés (organisés ou de gré à gré) et à l'utilisation de ces produits dans les portefeuilles d'investissement. Cette croissance soutenue des marchés s'est accompagnée d'une modernisation des méthodes financières avec l'appréciation des administrateurs.

La façon dont sont structurés les fonds spéculatifs montre bien les innovations qu'apportent ces produits d'investissement au secteur de la finance. Contrairement à la gestion traditionnelle, les hedge funds délèguent une large partie de leur activité de back-office à des partenaires extérieurs qui sont choisis pour leur expertise.

Ce chapitre sera réparti en trois sections, pour la première sera consacrée au cadre réglementaire, la structure et la construction des hedge funds, la seconde section se porte sur les instruments et les outils utilisés par les hedge funds et par la suite, la dernière section, nous allons présenter les principales stratégies utilisées par les fonds spéculatifs.

SECTION (01) : Le cadre réglementaire, la structure et la construction

Les fonds spéculatifs étant peu réglementés, les autorités des marchés financiers et quelques acteurs dans le domaine de la finance cherchent à trouver une solution afin de réguler ces sociétés d'investissement privées. Ces fonds délèguent au contraire une large partie de leurs activités en faisant appel aux diverses contreparties. L'idée de création d'un hedge funds se passe par une analyse bien spécifique : qualitative et quantitative.

1-1 Le cadre réglementaire des hedge funds

A ce jour, aucun des régulateurs de valeurs mobilières de l'OIVC n'a adopté une définition légale et formelle du terme hedge funds ; cette absence de définition n'empêche aucunement pas que la réglementation des hedge funds devienne un enjeu international majeur.¹ La préoccupation du régulateur concernant les hedge funds réside dans la difficulté de trouver un cadre réglementaire adéquat, mais cela ne veut pas dire que les hedge funds ne pas régulés : deux modes opératoires sont envisagés :

▪ La régulation directe

Cette dernière est directement appliquée au fonds ; elle est parfois préconisée par des responsables politiques où les autorités de régulation se situent pour l'essentiel les hedge funds. D'autre part, la régulation trop contraignante provoque des problèmes car elle peut créer une situation de hasard moral.

▪ La régulation indirecte

La régulation indirecte est une piste plus réaliste et ce à court terme, où les hedge funds réalisent leurs opérations avec des acteurs eux-mêmes régulés qu'il s'agisse des investisseurs ou des primes brokers².

N.B- Le statut juridique des hedge funds

- Les premiers fonds américains, à l'instar de celui d'Alfred Winslow Jones, ont d'abord adopté pour des raisons d'efficacité la forme du partenariat général, une forme très simple, sans formalité juridique, où chaque partenaire est responsable de la gestion du patrimoine et des obligations du partenariat.
- Lors de la vague de création de hedge funds des années 60, la solution retenue a été celle du partenariat limité. Cette forme convient bien aux hedge funds puisque les investisseurs (partenaires limités) n'engagent pas leur responsabilité en dehors d'une somme convenue, qu'ils peuvent être relativement nombreux et ne participent pas à la gestion du fonds.

¹ HENRY Gerard Marie, « *Les hedge funds* », Edition d'organisation eyrolles, Paris, 2008, p 155.

² TEILETCHE Jérôme, « *Les hedge funds* », Edition la découverte, Paris, 2009, pp 106, 107.

- Pour des raisons fiscales, depuis les années 1980, un nombre croissant de fonds américains sont organisés sous forme de sociétés à responsabilité limitée (Limited liability corporation / LLC).
- La plupart des fonds créés en dehors des Etats-Unis adoptent également la forme de la société à responsabilité limitée lorsque la réglementation locale le permet.¹

1-1-1 La réglementation des hedge funds en France

Les sociétés d'investissement à capital variable (SICAV) et les fonds communs de placement sont les structures d'investissement collectif préférées en France. La loi du 23 décembre 1998 exige à ces véhicules d'investissement des règles de gestion rigides.²

1-1-2 La gestion alternative française se délocalise

En vue d'utiliser des structures peu réglementaires, la gestion alternative française a développé offshore, car les réglementations existantes ont empêché les OPCVM françaises d'établir une vraie alternative aux fonds offshore.³

En théorie, toute information sur fonds offshore est soumise à une autorisation préalable par définition impossible à l'avoir, ces fonds ne pouvaient pas être proposés aux investisseurs français ; mais en pratique, un investisseur français peut demander des informations à son conseiller financier qui pouvait alors lui vendre les parts du fonds offshore non réglementés aussi, les gérants d'OPCVM⁴ français pouvaient investir une partie de leur capital dans des fonds de hedge funds sans être soumis aux règles des OPCVM.⁵

1-1-3 Les nouvelles structures définies par la loi du 1 Aout 2003

De nouvelles consultations sont organisées à partir de 2003 par les autorités réglementaires françaises (COB puis AMF) afin de tracer un cadre plus flexible qui va réaliser le développement de la gestion alternative en France.⁶

Tout en garantissant la protection des investisseurs la prévention du risque systémique et d'être suffisamment flexible pour faire jouer la liquidité des stratégies des hedge funds⁷. Il faut :

¹ HENRY Gerard Marie , *Op.*,cit, pp 25,26.

²*Ibid.* p 155.

³AGLIETTA Michel, KHAANNICHE Sabrina, RIGOT Sandra, *Op.*,cit, p 263.

⁴ OPCVM : Les Organismes de Placement Collectif en Valeurs Mobilières. Les OPCVM sont des sociétés ou fonds, qui ont pour objet de constituer et gérer un portefeuille de valeurs mobilières et autres produits financiers pour le compte de tiers.

⁵ *Ibid.*, pp 156,157.

⁶*Ibid.*

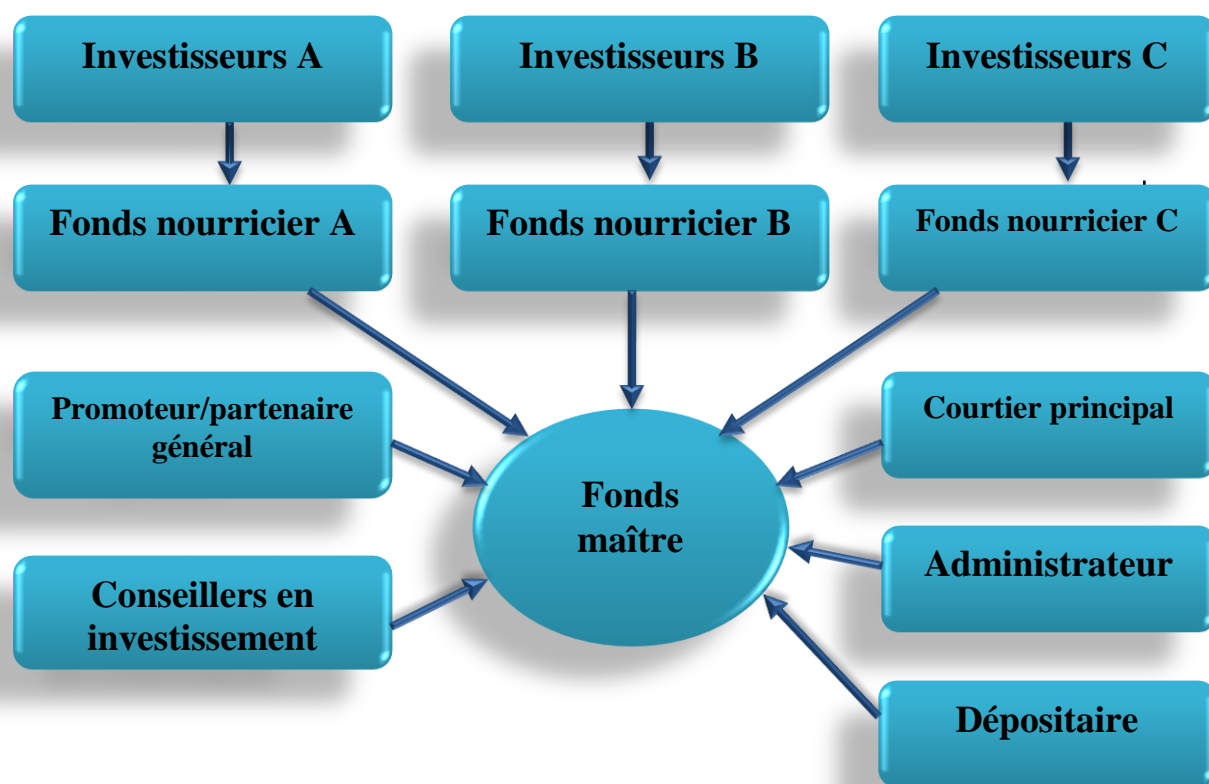
⁷ TEILETCHE Jérôme, *Op.*, cit, p 106.

- D'une part, préciser les règles s'appliquant aux fonds de hedge funds ainsi qu'aux sociétés de gestion opérant la sélection de ces fonds (ce qu'on appelle la gestion alternative indirecte).
- D'autre part, permettre à des véhicules d'investissement de droit français de mettre en œuvre l'ensemble de la gamme des stratégies alternatives, pour qu'ils disposent de plus de souplesse en matière d'investissement et d'effet de levier que des OPCVM classiques (ce qu'on appelle la gestion alternative directe).

1-2 La structure des hedge funds

Un hedge funds fait appel aux diverses contreparties : exactement le cas de tout fonds d'investissement.¹

Figure N° (04) : La structure d'un hedge funds



Source : TEILETCHE Jérôme, *Op.,cit*, p 10.

1-2-1 Fonds maître et fonds nourricier

Les fonds nourriciers (feeder funds) investissent la totalité de leurs actifs dans un autre fonds (master funds). Les fonds nourriciers sont juridiquement indépendants mais leur gestion est totalement passive.

¹ TEILETCHE Jérôme, *Op.,cit*, p 10.

Cette structure permet de créer autant de fonds nourriciers pour plusieurs catégories d'investissement, tout en gérant un seul portefeuille ; elle permet aussi de créer des fonds nourriciers dans d'autres domiciliations si nécessaire.¹

Les personnes habilitées dans la gestion de fonds sont l'administrateur, les courtiers et le dépositaire.

- **L'administrateur** du hedge funds procède à sa valorisation et opère les souscriptions/rachats des investisseurs tout en calculant la valeur du portefeuille et communiquer cette dernière à des dates préalablement déterminées. Les principaux administrateurs sont : CITO, CITI, HSBC SECURITES ou CACEIS.²
- **Le courtier** principal (prime broker) est représenté par les grandes banques internationales d'investissement³, surtout par les banques américaines comme MORGAN STANLEY, GOLDMAN SACHS, MERRILL LYNCH et BEAR STEARNS. Les commissions engendrées par les hedge funds sont supérieures en général à 3 % des actifs qu'elles gèrent.

Les rôles des courtiers principaux ne s'arrêtent pas dans l'exécution des ordres, mais ils fournissent des services financiers aux hedge funds qui sont :

- L'assurance de la compensation et la conservation des titres jouant aussi le rôle de dépositaire.
- Accéder à l'effet de levier à travers des lignes de crédits, achats sur marge et devises en pension.
- Ils permettent aux hedge funds de pratiquer la vente à découvert en leurs prêtant les titres : ou en servant d'intermédiaires auprès de prêteurs potentiels (investisseurs institutionnels).⁴
- **Le dépositaire** est chargé de contrôler le nombre de titres en circulation ; ainsi que la fonction de répartition de ces derniers entre les divers intermédiaires financiers. En d'autres termes (règlement- livraison) sont dénoués chez un dépositaire central, alors tout ce qui ne fait pas directement référence à la décision d'investissement est assuré par le dépositaire pour ses clients : la conservation des actifs du fonds, le contrôle de la régularité des décisions du fonds par rapport aux règles d'investissement qu'il a défini, le contrôle de l'application des règles de valorisation des actifs.⁵

¹ TEILETCHE Jérôme, *Op.cit.*, p 27.

² *Ibid.* p 28.

³ *Ibid.*

⁴ *Ibid.* pp 29– 30.

⁵ *Ibid.*

1-2-2 Le promoteur et les investisseurs

Le promoteur du hedge funds est considéré comme une personne physique ou morale qui est à l'origine de sa création et qui contrôle les destinées. Ce dernier est traduit soit comme partenaire général ou bien un actionnaire majoritaire (SARL). Le promoteur reçoit la rémunération fondée sur la performance qui est souvent autour d'une commission de 20 % de l'appréciation annuelle du fonds, afin qu'un gérant puisse se concentrer sur les investissements et la performance plutôt que d'être obligé de gérer des flux de capitaux entrants (souscription) et sortants (remboursement) comme dans les fonds traditionnels.

Les autres investisseurs sont regroupés en deux catégories : les partenaires limités et les actionnaires détenant des actions sans droit de vote. Les investisseurs individuels portent un intérêt qui est traduit à partir des années 1990 par une transparence des hedge funds.¹

1-2-3 La société de gestion, les conseillers en investissement

La société de gestion appartient au promoteur ; elle est chargée de l'ensemble des décisions opérationnelles liées à l'activité du fonds. Cette société emploie le personnel nécessaire à la gestion et elle reçoit une commission de gestion sous forme d'un pourcentage fixé autour de 2 % des actifs sous gestion.²

La gestion du fonds prend souvent la forme d'une délégation de gestion auprès d'un conseiller en investissement (situé on shore) au fonds situé offshore ; il y a aussi l'expertise externe apportée par ces conseillers au gérant du fond dans le cas d'investissement très spécialisés.³

1-3 Construction des hedge funds

La construction d'un portefeuille de hedge funds se fait en premier temps par la sélection des fonds, puis les assembler dans un portefeuille tout en assurant la diversification de ses composantes. La sélection des fonds individuels suit les étapes opérationnelles, qui sont regroupées sous le terme « due diligence ».⁴ Dans le cas des hedge funds, la due diligence est devisée en : due diligence opérationnelle qui fait l'estimation du risque d'investissement dans la structure et une due diligence de stratégie d'investissement. Le fonds du fonds passe à une analyse des critères quantitatifs et qualitatifs de sélection.

¹ HENRY Gérard Marie, *Op.,cit*, p 29– 30.

² *Ibid.* p 28.

³ TEILETCHE Jérôme, *Op.,Cit*, p 10.

⁴ Due diligence : définit une démarche particulière mais classique d'audit réalisée dans un processus de cession, de fusion ou d'acquisition d'entreprise.

1-3-1 L'analyse qualitative

Elle se fait à travers l'expérience et la réputation des gérants, stabilités des équipes, structure de rémunération incitative, consistance et stabilité du processus d'investissement, originalité et pertinence de la stratégie, capacité maximum d'investissement, avantage informationnel du gérant, suivi du risque des positions, qualité et étendue des informations fournies aux investisseurs, historique du fonds en terme de flux de capitaux avec un focus sur les principaux mouvements, objectifs de levier, structure de frais et de liquidité, existence éventuelle d'un BENCHMARK de performance, indépendance et sophistication du risk management.

1-3-2 L'analyse quantitative

Elle se fait à partir de différents ratios de performance ajustée du risque et de la comparaison avec les concurrents potentiels de diversification vis-à-vis d'autres hedge funds ou des classes d'actifs standards, ou études de différentes configurations du marché, analyse du levier.

Cette suite ordonnée d'éléments n'est pas toujours respectée, car un fonds de fond débute souvent par une analyse de stratégie d'investissement, on entend parler de fonds parce que l'application de fil est très quantitative (taille, longueur du Trak-record, critères de performance ajustée du risque) permis de l'identifier.

Au cours du processus de la diligence, deux documents font l'objectif d'une analyse détaillée : le questionnaire AIMA (Alternative Investment Management Association) est un exemple bien connu de support de la due diligence de hedge funds. L'offering memorandum est le deuxième document produit par le fond, dans lequel il détaille la nature des activités de gestion (type de stratégie, classe d'actifs, levier, niveau de risque attendu).¹

SECTION(02) : les instruments et les outils utilisés par les hedge funds

Afin de se couvrir contre les risques du marché, les hedges funds utilisent différents instruments financiers, à savoir : les obligations, les actions, les produits dérivés, les obligations convertibles et les dérivés de crédit. En outre, pour leur stratégie d'investissement alternative, les fonds spéculatifs ont souvent tendance à faire recours aux outils financiers et cela pour de multiples raisons : l'utilisation de la vente à découvert, l'effet de levier et l'arbitrage.

¹ CAPOCCI Daniel, *Op.,cit*, p 85 – 86.

2-1 Les instruments des hedge funds

Les différents instruments qu'utilisent les hedge funds sont : les obligations, les actions, les produits dérivés, les obligations convertibles et les dérivés de crédit.

2-1-1 Les obligations

Etant un titre de créance qui représente un emprunt fait par une entreprise privée, une collectivité publique ou un Etat ou une institution internationale comme la banque mondiale. Quand l'investisseur achète une obligation, il prête dans les conditions normales une certaine somme d'argent à l'émetteur de l'obligation, qui contracte une dette. Elles rapportent à leur détenteur (le prêteur) un certain intérêt dont les modalités de versement pour s'accoutumer aux besoins. Elles sont librement négociables et frangibles (tous les titres d'une même émission se valent). Elles sont cotées d'une manière quotidienne sur un ou plusieurs marchés ; la plupart des obligations dont le prix est exprimé en leur valeur nominale, sans prendre en compte les intérêts accrus.¹

Les obligations les plus connues rapportent à leur détenteur un intérêt fixe appelé « coupon ». Il existe aussi des obligations à taux variable, des obligations indexées sur l'inflation des obligations zéro-coupon, dont les intérêts sont précomptés (l'obligation s'achète donc moins cher que sa valeur de remboursement), les obligations « adossées » à un portefeuille d'actifs, tels des crédits hypothécaires (Asset Backed Securities : ABS).²

Le prix théorique d'une obligation correspond aux flux financiers qui seront versés dans le futur (coupons et remboursement).

Vu que le prix théorique d'une obligation est une fonction connexe et décroissante du taux de marché, on s'expose donc en achetant une obligation à taux fixe classique au risque de taux d'intérêt.

La duration et la sensibilité sont les deux mesures de risques qui procurent des approximations de la variation du prix de l'obligation lorsque le taux d'intérêt se diversifie.

2-1-1-1 La duration

La duration « D » d'une obligation s'exprime en unités de temps (fractions d'années), et elle correspond à la période à l'issue de laquelle sa rentabilité n'est pas affectée par les

¹ Henry Gérard Marie, *Op.cit.*, pp 78,79, 80, 81

² Toute sorte d'actifs peuvent être titrisés : depuis des prêts destinés à l'achat de véhicules automobiles à des loyers de matériel informatique, en passant par de prélèvement de cartes bancaires ou des étudiants (les prêts aux étudiants américains représentent actuellement un encours de 85 milliards de dollars).

variations de taux d'intérêt : elle représente la durée moyenne de récupération des flux futurs assurés par l'obligation (coupons et remboursement).

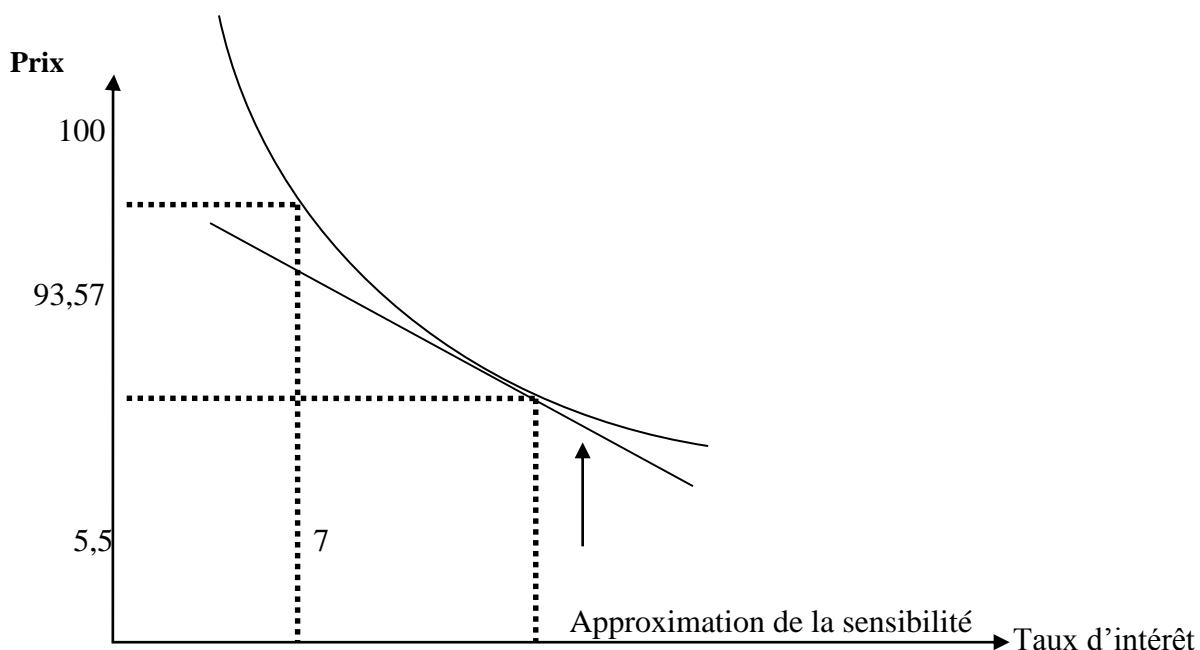
En résumant l'idée, par exemple un portefeuille obligataire dont la duration est à 3 ans voit sa valeur augmenter (respectivement baissée) de 3% quand les taux d'intérêt baissent respectivement de 1% (100 points de base). Un tel portefeuille est moins risqué qu'un portefeuille qui a une duration de 10 ans.¹

2-1-1-2 La sensibilité

La sensibilité « S » d'une obligation s'exprime en pourcentage et elle correspond à la variation de la valeur de cette obligation incitée par la variation d'un point du taux d'intérêt.

D'un point de vue figure, elle est la pente de la droite exprimant la sensibilité du prix de l'obligation aux taux d'intérêt.

Figure N° (05) : La sensibilité d'une obligation aux variations de taux



Source : <http://www.obligations365.com/risque-de-taux>, consulté le 02/09/2017, à 13 :12.

La relation qui existe entre la duration et la rentabilité pour de faibles variations du taux d'intérêt s'écrit :

$$S = D/1+1$$

¹ Une obligation zéro- coupon à une duration égale à sa durée de vie moyenne, et, au terme de sa durée de vie, elle aura eu, par définition, un taux de rendement effectif égal à son taux actionnel d'origine.

² HENRY Gérard Marie, *Op.cit*, p 80.

▪ Le rating

Concernant la notation (rating) qui est un autre élément pertinent des obligations, il consiste en l'évaluation chiffrée, dans un barème de notation, de la capacité d'un emprunteur à rembourser sa dette à moyen ou à long terme à bonne date.

Cette notation est souvent confiée à une structure de notation spécialisée dans ce type d'analyse comme Moody's, standard and Poor's.

L'émission obligatoire ne concerne pas nécessairement le même rating au cours du temps : en moyenne annuelle, environ 15% des notations font l'objet d'une modification. En reflétant la prévision, à une date donnée du niveau de risque que l'émetteur d'un emprunt fait courir à un investisseur.¹

Le tableau (05) reprend le système de notation de Standard and Poor's qui va de la note AAA accordée aux meilleurs emprunteurs à la note D, qui correspond à des obligations en défaut.²

Notons que, les investisseurs institutionnels n'ont pas le droit d'acheter des obligations de la catégorie « niveau spéculatif ».

Tableau N° (05) : Les notes de crédit attribuées par Standard & Poor's

AAA	La meilleure qualité de crédit possible
AA	Très bonne qualité de crédit
A	Bonne qualité de crédit.
BBB	Capacité satisfaisante de l'emprunteur à faire face à ses obligations de paiement
BB	Capacité incertaine de l'emprunteur à faire face à ses obligations de paiement
B	Faible capacité de l'emprunteur à faire face à ses obligations de paiement
CCC	Très faible capacité de l'emprunteur à faire face à ses obligations de paiement
CC	Danger quant aux paiements des intérêts et au remboursement du capital.
C	Proche de la défaillance.
D	En faillite

Source : Standard and Poor's. www.standardpoor's.com/ consulté le 05/09/2017, à 15 :40.

Les notes de crédit ont une importance capitale sur le marché obligataire : une bonne note permet à un émetteur d'emprunter à moindre coût et, inversement, plus la note se dégrade,

¹ HENRY Gérard Marie, *Op.,cit*, p 80.

² Dès qu'un émetteur redevient solvable, ces obligations qui ont été rachetées à très bas prix peuvent se révéler fort rentable.

plus le taux de rendement demandé augmente, car les investisseurs exigent une prise de risque de crédit. De nombreux hedge funds spéculent activement sur l'évolution de ces primes de risque au cours de temps.

2-1-2 Les actions

Les actions sont des titres de propriété qui représentent une fraction du capital d'une entreprise. Les acheteurs d'actions obtiennent en contrepartie des droits sociaux et patrimoniaux, lorsque la société souhaite s'introduire en bourse pour lever des fonds.¹

Elles sont librement négociables et destructibles (tous les titres d'une même émission se valent) comme les obligations. La plupart des actions sont quotidiennement sur un ou plusieurs marchés.²

Le prix d'une action à la cote est fonction de la demande de titres, et donc des anticipations haussières ou baissières des participants au marché. A la différence des obligations, il est difficile de calculer un prix de référence pour une action.³

Les analystes classiques s'y essaient pourtant et ce en cherchant une évaluation relative en comparaison avec les valorisations d'entreprises similaires.⁴

Compte tenu de leur analyse, les analystes « alternatifs », désirent plutôt évaluer le couple risque rendement d'une action. La règle de base concernant les modèles d'évaluation des actifs financiers consiste à séparer les variations observées sur le cours d'une action en deux composants bien distinctes :

- Une partie qui montre la relation qui existe entre les fluctuations de la valeur du titre et les fluctuations du marché boursier dans son ensemble. En désignant cette composante comme Bêta⁵, elle est représentée dans tous les titres, elle ne peut pas s'éliminer par diversification du portefeuille. Elle est par contre rémunérée par une prise de risque.
- Une partie qui est spécifique au titre examiné, qui est donc indépendante du marché, et qui peut s'éliminer par diversification. Le résultat pertinent de cette analyse est qu'il existe une relation linéaire entre le rendement d'une action (la prime de risque attendu) et le rendement du marché.

Par exemple : un titre (ou un portefeuille) dont le bêta est égal à 1 offre un rendement inférieur à celui du marché.

¹ HENRY Gérard Marie, *Op., cit.*, p 82-83.

² *Ibid.*

³ *Ibid.* p 84.

⁴ L'instrument privilégié est alors le PER. Les analystes se servent également du délai de recouvrement (DR) qui cherche à évaluer le temps nécessaire (exprimé en années) pour récupérer le prix de l'action.

⁵ Par définition, un bêta égal à 1 indique que la valeur du titre varie exactement comme le marché.

Enfin, un titre dont le bêta est nul offre un rendement attendu égal au taux sans risque puisqu'il ne contient pas de risque de marché : il est « neutre au marché ».¹

2-1-3 Les produits dérivés

Depuis la création du premier marché organisé d'actions en 1973 (Chicago Board options Exchange), il serait pertinent de se demander pourquoi les marchés de produits dérivés ont pris une telle importance considérable. La réponse est que les produits dérivés, qui existaient depuis l'antiquité sous forme alimentaires, permettent de se couvrir de certains risques.

Ils constituent donc une réponse naturelle aux besoins d'assurance des agents : comme tout marché, en permettant à différents acteurs de se concentrer pour faire des échanges mutuellement bénéfiques qui portent en fait sur des quantités de risque.²

Toute une série de contrat existe dont les caractéristiques correspondent aux besoins exprimés par les agents économiques et le rôle de l'innovation financière est de définir de nouveaux produits dérivés permettant une meilleure couverture des risques.

Le marché des produits dérivés explose à partir des années 90, où il est presque inexistant. En 2006, les contrats en cours représentaient 370 000 milliard US. Malgré la crise, à la fin 2013, le marché total des produits dérivés représentait 711 000 milliard de dollars US, soit plus de dix fois le PIB total de la planète, qui s'élève à environ 70 000 milliard de dollars US. Au premier semestre 2014, d'après la Banque de Règlement internationaux (BRI), le montant s'élève à 720 000 milliard de dollars US de produits dérivés.³

2-1-3-1 Les contrats à terme

Ils sont les plus simples, les contrats des produits dérivés à terme originels. Il s'agit de contrats de gré à gré par lesquels un acheteur et un vendeur s'engagent « fermement » à s'échanger à une date future une quantité déterminée d'un produit donné.

En se développant rapidement dès le 18^{ème} siècle au Japon sur le marché du riz et aux Pays Bas sur le marché des tulipes. Les marchés de contrats à terme débutent aux Etats Unis d'Amérique, dès le début du 19^{ème} siècle, dans les villes (Kansas City, Chicago) où sont installées des marchés permettant aux agriculteurs de vendre leurs commodités soit au comptant, soit à une date ultérieure.⁴

Lorsqu'il s'agit d'un contrat à terme, le vendeur de contrat se met en position Short, il se protège contre la baisse de l'actif sous-jacent ; l'acheteur quant à lui se met en position long,

¹ HENRY Gérard Marie, *Op.,cit*, p 82-83.

² *Ibid.*

³ www.économie.matin.fr, consulté le 20/09/2017, à 15 :01.

⁴ HENRY Gérard Marie, *Op.,cit* p 85, 86, 87, 88.

il se protège contre la hausse de l'actif sous-jacent. Le problème majeur de ces marchés à terme de gré à gré est qu'il n'y a pas de protection contre le défaut d'une contrepartie.

▪ **Le rôle indispensable des spéculateurs**

En étant aussi des marchés financiers, le marché à terme se donne pour rôle d'abord et avant tout, de permettre aux opérateurs sur le physique de se couvrir, au moins partiellement, contre un risque de marché.

Les intervenants sur les marchés des futures ne sont pas tous à la recherche d'une protection contre les fluctuations des cours à la hausse (long) ou à la baisse (short).

En anticipant à l'évolution des cours et donc, en prenant des positions long s'ils parient sur la hausse ou short s'ils parient sur la baisse, les spéculateurs sont au rendez-vous ; ils tentent de réaliser les gains. Ils apportent de la liquidité au marché ; à titre d'exemple, pour qu'un producteur de blé puisse se couvrir contre la hausse du prix, il faut qu'il y ait en face un spéculateur qui parie sur la baisse.

Ils « achètent » en fait des risques de marché dont veulent se débarrasser les opérateurs sur le physique et qui ne trouvent pas preneurs chez d'autres opérateurs.

Les marchés à terme permettent également une meilleure gestion des stocks. Un opérateur disposant de capacités de stockage inutilisées qui voit les prix à terme s'élever au-dessus du prix du « physique » au comptant¹ à intérêt à acheter du « physique », et à vendre des contrats à terme. Inversement, si le prix du « physique » est élevé par rapport au prix à terme², l'opérateur est séduit à vendre du « physique » dont il n'a pas l'usage et à acheter des contrats à terme.

Ces mécanismes montrent comment sont réalisés les prix spot et les prix forward et comment les marchés à terme énoncent un rôle régulateur sur les marchés physiques.³

Ils sont indiscutables ; les avantages qu'ils offrent sur les marchés à terme, mais la présence indispensable des spéculateurs qui encourage la liquidité du marché peut être déstabilisante.

¹ Lorsque le prix à terme est supérieur au prix comptant, on parle de situation de « report ». Dans la pratique, il faut bien entendu ajouter les frais de stockage au prix spot.

² On parle alors de situation de « départ ».

³ HENRY Gérard Marie, *Op.*, cit p100.

2-1-3-2 Les options

En tant que similaire à un contrat à terme, si ce n'est que l'obligation d'acheter ou de vendre une quantité donnée d'un actif sous-jacent se transforme en droit d'acheter ou de vendre à un prix déterminé (prix d'exercice/ strike) et à une date déterminée¹, ou avant cette date².

A la lecture du paragraphe précédent, on déchiffre qu'il existe deux types d'options, les options d'achat (call) et les options de vente (put).

L'acheteur d'un call ou d'un put exerce son droit librement. Tandis que le vendeur d'options est lié à la décision des acheteurs d'options. Le vendeur d'un call doit vendre l'actif sous-jacent (titres, indices, taux, devises, commodités), sur réquisition (assignement) des acheteurs et le vendeur d'un put doit acheter l'actif sous-jacent.

En contrepartie de cette contrainte, les vendeurs d'options reçoivent de l'acheteur le prix de l'option (prime). Permettant à l'acheteur de fixer à l'avance un prix pour l'actif qui le séduit et de ne régler ou de ne recevoir exactement que ce prix que si, le moment opportun (à l'échéance ou avant, selon les cas, les conditions du marché sont telles qu'il est important de le faire.

L'utilisation des options n'est guère inexplicable, si on se souvient que l'objectif premier d'un marché de produit dérivé est de répondre à un besoin d'assurance. Quelle que soit la décision d'exercer ou non son option, l'acheteur (l'agent qui veut se protéger), la prime reste admise au vendeur ; cette prime rémunère le risque que « l'assureur » prend en tant que vendeur de l'option (l'agent qui propose l'assurance).³

2-1-3-3 Les swaps

Comme leur nom l'indique, ils sont des contrats d'échanges, par lesquels les parties s'engagent à l'échanger quotidiennement des flux de fonds afin de modifier leur exposition aux risques afférents à un emprunt ou à un placement.

Un exemple simple permet d'illustrer le mécanisme de swaps.

Une entreprise bénéficie d'un crédit de 5 millions d'euro sur 5 ans, remboursable à l'échéance, à taux variable T4M + 1%.

¹ Opération engageant l'entreprise mais figurant pas à son bilan comme les contrats de crédit- bail, les opérations de change à terme, etc.

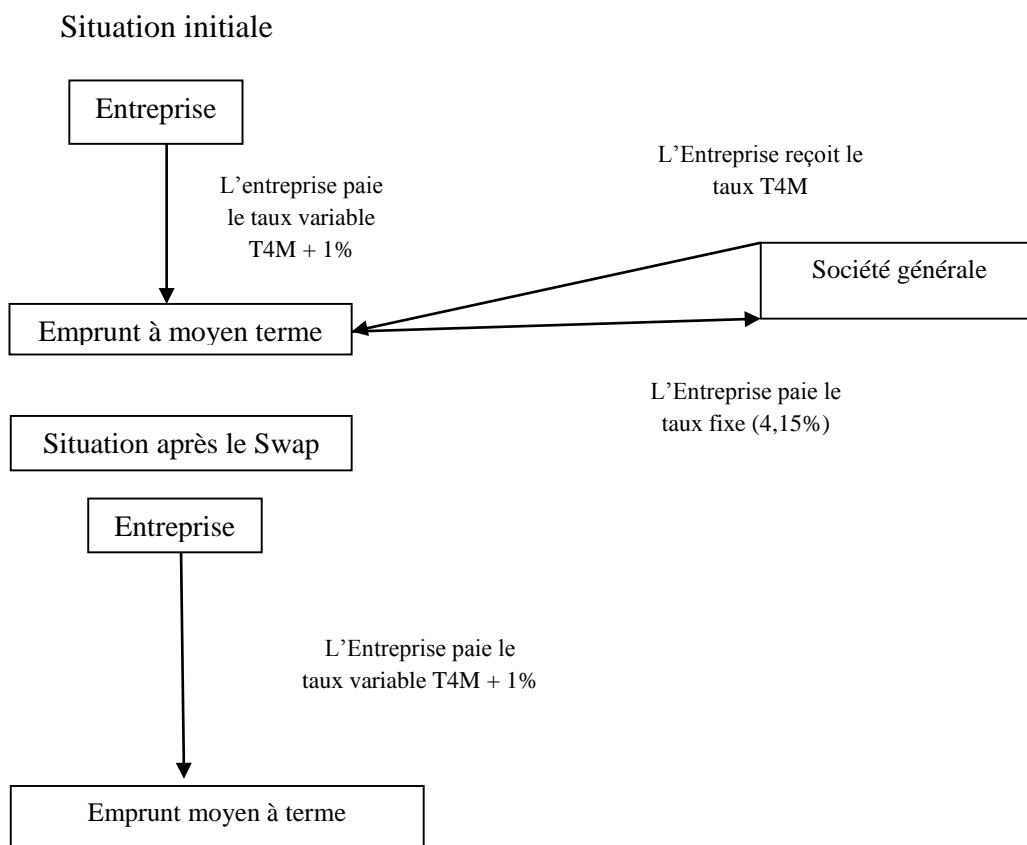
² Voire, en annexe, la première opération officiellement de swaps de devises entre la banque Mondiale et IBM en août 1981.

³ HENRY Gerard Marie, *Op.,cit.* p 89.

Pour se prémunir contre la poursuite de la hausse des taux, l'entreprise fait un swap de taux avec la Société Générale à laquelle elle paie un taux fixe.¹

De son côté, la société Générale verse à l'entreprise le T4M.

Figure N° (06) : Fonctionnement d'un swaps de taux



Source :HENRYGérard Marie, *Op.,cit*, p 90.

Initialement l'entreprise payait un taux variable : T4M + 1%. Après le swaps, elle paie un taux fixe :

$$(T4M + 1\%) + 4,15\% - T4M = 5,15\%.$$

L'entreprise est protégée contre toute hausse des taux d'intérêt, grâce aux swaps de taux et c'est la contrepartie société générale qui accepte le risque.

Instrument de hors bilan, le swap permet ainsi d'obtenir des conditions avantageuses de financement.

¹ HENRYGérard Marie, *Op.,cit*, pp 90,91.

2-1-4 Les obligations convertibles

Une obligation convertible (convertible bond) est un type d'obligation émise par une société, qui donne l'option au porteur de la convertir en actions de cette société, selon les modalités stipulées au sein du contrat d'émission (le ratio de conversion et la période future de conversion).

En étant un titre hybride qui se présente tantôt comme une obligation (jusqu'à sa conversion ou son remboursement) tantôt comme une action potentielle, avec des clauses optionnelles fréquentes, telles que le droit pour le détenteur de l'obligation d'exiger son remboursement à prix spécifié à l'avance (put porteur) ou le droit pour la société émettrice de rembourser ses obligations convertibles à un prix spécifié à l'avance si le cours de l'action sous-jacente au-dessus d'un certain niveau (câble émetteur).¹

En contrepartie de l'avantage procuré par la conversion, analogue à celui d'un droit de souscription, ou warrant, le taux d'intérêt de l'obligation convertible est inférieur à celui d'une obligation classique. Les investisseurs traditionnels préfèrent donc des produits purs. Les sociétés émettent les obligations convertibles ; cette technique offre un avantage au contraire, encaissable immédiatement, en coût d'endettement inférieur à celui d'une émission d'obligation.

Compte tenu des obstacles rencontrés lors du calcul de la valeur d'une obligation convertible, étant donné qu'il faudrait tenir compte de l'évolution des taux d'intérêt de l'évolution du cours de l'action sous-jacente, de la probabilité de conversion, de la prime de conversion (c'est-à-dire le surcoût d'une action obtenue pour l'achat et la conversion simultanée d'une obligation convertible par rapport à une action achetée sur le marché) et enfin des différentes clauses optionnelles de remboursement.

Ce sont ces caractéristiques d'une importance capitale qui rendent les obligations convertibles plus fascinantes aux arbitrages des banques d'investissement ou des « Hedge funds », qui achètent tout en vendant à découvert les actions sous-jacentes (stratégie convertible arbitrage).²

2-1-5 Les dérivés de crédit

Un dérivé de crédit est un produit dérivé dont le sous-jacent est un actif de type de crédit, qui signifie une créance ou un titre représentatif d'une créance (une obligation). La technique

¹ HENRY Gérard Marie, *Op., cit.*, pp 91,92.

² *Ibid.* p 92.

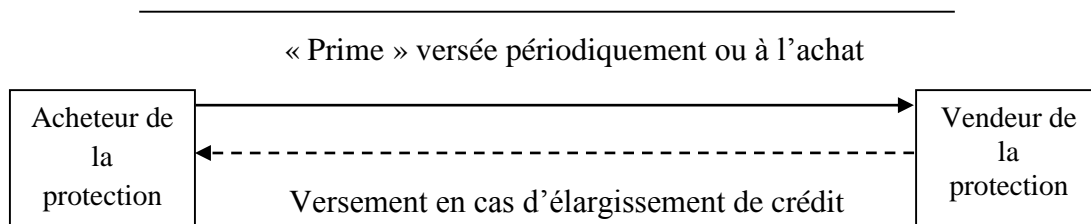
permet ainsi à un acheteur de protection de transférer le risque lié à un actif de type crédit dont il est ou non le détenteur, à une ou plusieurs contreparties, les vendeurs de protection.

En bref, son but est de transférer les risques et tout ou partie des revenus relatifs au crédit, sans transformer l'actif lui-même.¹

Les premières transactions de dérivés de crédits datent de 1991, et ils se sont rapidement exaltés puisqu'ils répondent à un besoin fondamental des intervenants sur les marchés des capitaux : identifier le risque de crédit, le séparer du risque de marché, négocier et le couvrir.

Ils constituent par conséquent un instrument idéal pour les prêteurs qui souhaitent réduire leur exposition à l'égard d'un emprunteur particulier, mais qui ne sont pas disposés, pour des raisons fiscales ou de coût, à céder leurs créances. On distingue, en général, trois (03) principaux types de produits dérivés de crédit ; à savoir : les swaps sur défaillance (crédit – default swaps), les swaps sur le rendement total (total return swaps) et les options de vente sur écart de crédit (Crédit spread options).

Figure N° (07) : Swaps sur défaillance

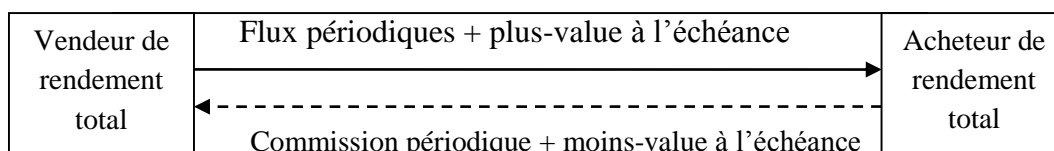


Source : HENRY Gérard Marie, *Op. cit.*, p 93.

En ce qui concerne les swaps sur défaillance dont l'objectif consiste à céder la perte potentielle sur un actif de référence (obligation, prêt bancaire) qui pourrait résulter d'incidents de crédit, comme le défaut de paiement, la faillite, l'insolvabilité, la dégradation de la notation de l'actif.²

Les swaps sur défaillance constituent le plus grand segment du marché mondial des produits dérivés de crédit. (Voir figure 07)

Figure N° (08) : Swap sur le rendement total



Source : HENRY Gérard Marie, *Op. cit.*, p 94.

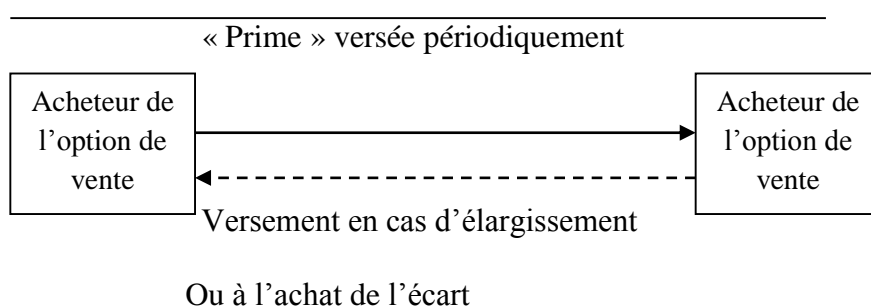
¹ HENRY Gérard Marie, *Op. cit.*, p 94.

² Les « événements » qui peuvent survenir sont déterminés à l'avance dans le contrat.

Le swap sur le rendement total permet de transformer à un tiers le rendement et le risque associés à un actif de référence. La partie qui se porte acheteur du rendement total verse une commission périodique au vendeur qui lui cède en retour le rendement total de l'actif de référence, le rendement total étant entendu comme l'ensemble des paiements d'intérêt sur l'actif de référence ainsi qu'un montant fondé sur la variation de la valeur marchande de l'actif. Si le cours de l'actif monte, l'acheteur du rendement total reçoit un montant égal à la plus-value si le cours dégringole, il paie un montant égal à la moins-value.

Lorsqu'un incident de crédit survient avant l'échéance du contrat, le swap sur le rendement total expire et le règlement intervient immédiatement.¹(Voir figure 08)

Figure N° (09) : Option de vente sur écart de crédit



Source : HENRY Gérard Marie, *Op.,cit*, p 95.

L'option de vente sur spread de crédit présente une protection contre la dévalorisation de l'actif de référence qui n'est pas liée à l'évolution de la courbe des taux d'intérêt, mais au différentiel de rendement par rapport à une obligation de référence (en général d'une obligation d'Etat). En s'agissant donc d'un swap de défaillance dans lequel l'incident de crédit est l'élargissement du spread.

La contrepartie n'a pas à définir précisément les incidents de crédit, contrairement à ce qui se passe avec un swap sur défaillance ou un swap sur rendement total. Quelle que soit la cause de l'élargissement de l'écart, le versement intervient. L'acheteur de l'option de vente paie une prime initiale au vendeur de l'option en échange d'un engagement de paiement, si l'écart dépasse un seuil préétabli, en général lors du contrat.²(Voir figure 09).

¹HENRY Gérard Marie, *Op.,cit*, p 95.

²*Ibid.* 96.

2-2 Les outils utilisés par les hedge funds

Les outils des hedge funds sont divers, nous citons : la vente à découvert, l'effet de levier et l'arbitrage.

2-2-1 La vente à découvert

Le mécanisme de la vente à découvert est une technique largement utilisée dans le monde des hedge funds.

Vu sa complexité, ce terme n'est pas commun dans l'industrie des investisseurs classiques qui l'utilisent que rarement.¹

En se référant sur la baisse du prix d'un titre, effectué par un investisseur essentiel, la vente à découvert est une opération relative à une spéculation financière ou commerciale.

Il va vendre ce titre, bien qu'il ne le possède pas, pour être en mesure de le livrer à l'acheteur, il va emprunter le titre à un courtier et s'obliger à le lui rendre après².

Il y'a deux cas dans lesquels, il est intéressant d'avoir recours à la vente à découvert :

1^{er} cas : Profiter de la baisse du cours d'un titre

Il serait opportun, d'emprunter le titre puis de le vendre au cours actuel. Ensuite, on rachète le titre afin de le rendre à la personne qui nous l'a prêté.³

Après la vente à découvert, si le prix de l'action baisse le vendeur pourra alors racheter un nombre qui valent de titres à un prix inférieur et les restituer au courtier. Si c'est le contraire, le prix de rachat des titres sera supérieur à celui de vente, et l'investisseur va encaisser une perte.⁴

Un exemple : Un gérant emprunte un titre qui vaut 30 à $t=0$. Il pense que le titre est surévalué ou qu'un événement impliquant une révision à la baisse de sa valeur va se produire.

Il vend donc le titre qu'il a emprunté, Si à $t=1$, le titre vaut 25, il le rachète, le rend à son propriétaire et ensuite il encaisse 5 de bénéfice, qui représente la différence entre le prix d'achat et le prix de vente.⁵

2^{ème} cas : Couvrir le risque d'une position longue

En se couvrant contre le risque d'une position longue, il arrive momentanément qu'un gérant prenne une position dans certains titres mais qu'il désire couvrir sa positions sans vendre le titre. Dans ce cas, il peut vendre à découvert lié au premier afin de se couvrir.

¹ HENRY Gérard Marie, *Op.,cit*, p 124.

² LHABITANT François Serge, *Op., cit*, p 139.

³ CAPOCCI Daniel, *Op.,cit*, 124.

⁴ LHABITANT François Serge, *Op.,cit*, p140.

⁵ HAMMI Sofiane, « *Le rôle des hedge funds dans la genèse et l'exacerbation du risque systématique : cas de la crise des SUBPRIMES* », mémoire de magister en sciences économiques, 2012, p 27.

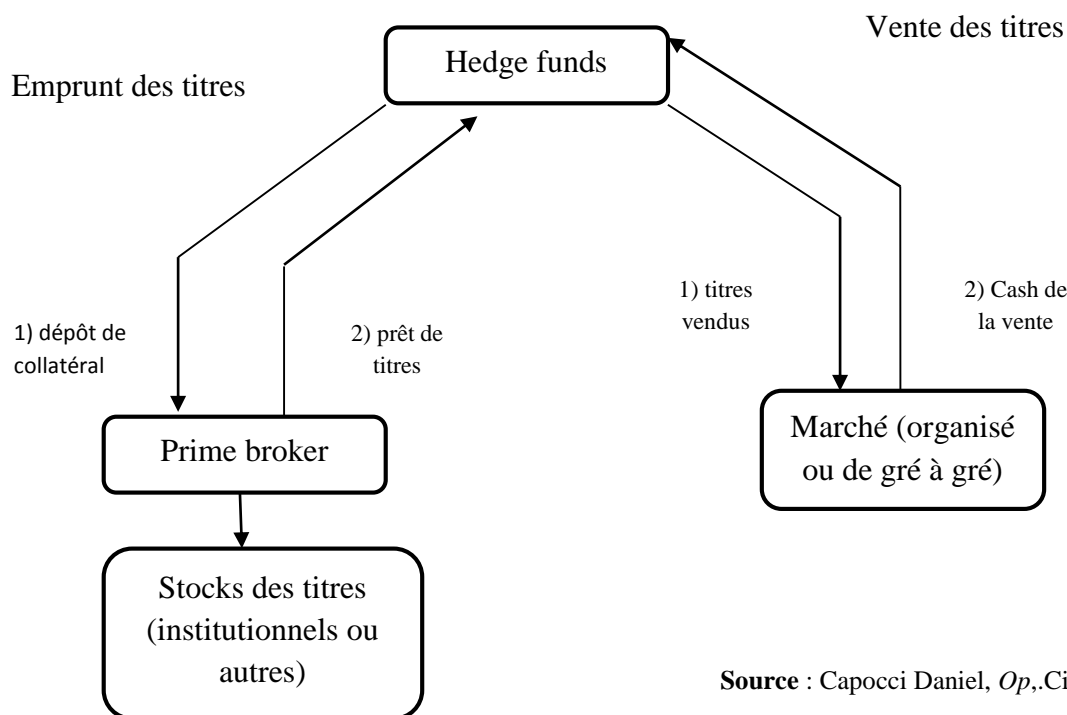
Un autre exemple est la stratégie convertible arbitrage. Les managers de tels fonds courent par la vente à découvert de l'action sous-jacente.

Lorsque le cours de l'action baisse, la perte sur la convertible est partiellement couverte par le gain sur le sous-jacent, ce qui permet de baisser les rendements au cours du temps.

Les figures (10 et 11) tirées de l'ouvrage de CAPOCCI Daniel, montrent le fonctionnement d'une vente à découvert, elles se regroupent chacune de deux parties :

La première reprend la mise en place d'une vente à découvert et la seconde ramène le dénouement.

Figure N° (10) : Mise en place d'une vente à découvert



Source : Capocci Daniel, *Op., Cit*, p 125.

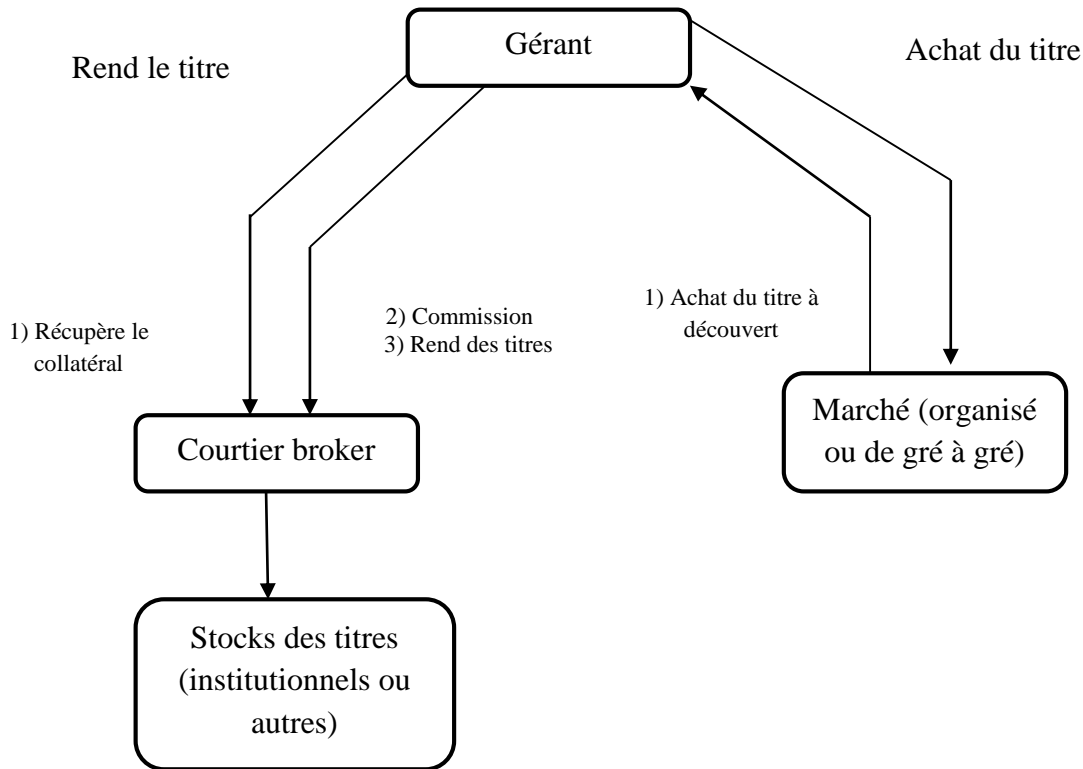
En ce qui concerne, la mise en place sur la gauche de la figure ci-dessus, le manager emprunte le titre par l'intermédiaire de son PRIME BOKER qui est un département des banques d'investissements. En échange, du prêt de titre, l'emprunteur doit être en mesure de déposer un certain pourcentage de la valeur des titres en cash ou en obligation d'état très liquide, une manière d'être apte à effectuer les ajustements journaliers de la valeur des titres vendus à découvert. Le prêteur fournit un titre qu'il a dans son stock de titres (ou qu'il emprunte à une institution).¹

¹ Capocci Daniel, *Op., cit*, p 125.

Concernant la deuxième partie de la mise en place de la transaction implique la vente du titre. Le manager qui a emprunté le titre procède à sa vente. D'un autre côté, l'acheteur paye les titres achetés comme il le ferait pour quel achat de titres.

Lorsque le gérant perçoit l'argent, il est placé à un taux sans risque. Elle n'intervient pas dans la seconde, il faut que la vente soit à découvert comme le montre la figure suivante :

Figure N° (11) : Dénouement d'une vente à découvert.



Source : CAPOCCI Daniel, op. Cit, p 126.

En suivant un processus inverse, couramment en deux étapes, sur la droite de la figure11, le général Partner achète le titre vendu à découvert sur le marché avec l'espèce obtenu par la vente à découvert et les intérêts.¹ Par la suite, il paye à l'institution qui lui a prêté les titres et il fournit les titres afin de dénouer ses positions. Il paye la commission en fonction de la rareté du titre. Enfin, il récupère le cash déposé en collatéral à sa position à découvert.²

¹ Il réalise un gain si la somme du cash obtenu par la vente à découvert et les intérêts du cash déposé en collatéral, moins la commission payée par le prêt des titres, valent plus que les titres à racheter. S'il réalise une perte, il lui faudra déboursier du cash afin de dénouer ses positions.

² CAPOCCI Daniel, Op.cit, pp 125,126.

2-2-2 L'effet de levier

L'effet de levier est un outil largement utilisé dans les établissements de gestion alternative, l'utilité de ce procédé est d'amplifier une exposition à un titre, un secteur ou un marché (et par conséquent leur risque) pour un niveau de capital initial identique.

Dans la plupart des pays, il n'existe aucune limite légale du levier auquel un fonds peut recourir.¹

D'une manière très remarquable, l'effet de levier se définit comme le rapport entre la masse d'actifs en portefeuille et la base de capital dont dispose le fonds. Par exemple, un fond à qui les investisseurs auront confié 100 millions €, mais qui aura investi pour 300 millions € présentera un effet de levier de trois (03).²

On peut créer un levier en incluant, d'une autre façon des produits dérivés comme des futures qui permettent une exposition sans l'utilisation de liquidités, le recours à des ventes à découvert ou des opérations de reprochasse agrément.³

▪ Le levier peut se définir

- En termes de bilan : il se mesure par le ratio des actifs sur leur valeur nette.
- En termes de risque : le levier est une mesure du risque économique par rapport au capital.

▪ Le levier est utilisé par les managers dans deux situations

- En premier lieu, lorsqu'ils estiment que l'investissement qu'ils projettent avec la liquidité supplémentaire leur rapportera plus que le coût de la liquidité.
- Par la suite, lorsqu'ils appliquent des stratégies d'arbitrage et en cherchant à démultiplier les gains réalisés.

Lorsque les managers souhaitent utiliser le levier financier, ils doivent par conséquent fournir un collatéral en garantie. De plus, la valeur du collatéral est suivie avec d'éventuels appels de marge en cas d'évolution défavorable.⁴ Le danger avec l'effet de levier est que les pertes seront accrues si l'investissement se découvre finalement battu en tout cas moins rentable que le coût d'emprunt.

Dans l'univers des hedge funds, que peut être obtenu de différentes façons, soit par emprunts aux près d'une banque (prime Brokers) qui offre une ligne de crédit dans la liste des services offerts à leurs clients hedge funds, soit en profitant de l'effet de levier offert par les

¹ CAPOCCI Daniel, *Op.cit*, p126.

² TEILETCHE Jérôme *Op.,cit*, p11.

³ Une opération de repurchase agreement se définit comme l'opération par laquelle une partie vend un titre et s'engage à le racheter le lendemain à un prix légèrement supérieur.

⁴ CAPOCCI Daniel, *Op.,cit*, 2010, pp 126,127.

instruments dérivés. En effet, ces outils ne sollicitent qu'une mobilisation de cash (de 2% à 15% selon les sous-jacents).¹

Nous pouvons constater qu'actuellement, l'effet de levier des hedge funds est globalement limité. Une grande partie des hedge funds n'utilise qu'un effet levier limité. 28,5% des gérants déclarent ne pas utiliser d'effet de levier et 41,4% déclarent utiliser un effet de levier inférieur à 2 ; seulement 29,8% des gérants utilisent un effet de levier important.²

2-2-3 L'arbitrage

L'arbitrage est une opération financière assurant un gain positif ou nul de manière certaine par exemple, en prenant simultanément le sens contraire d'une 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.

¹ Henry Gérard Marie, *Op.cit*, p 127.

² HABBAS Boubekour, «*Rôle des hedge funds dans les récentes crises financières*», mémoire de magistère en Sciences économiques, option économie et finances internationales, université Mouloud Mammeri, Tizi-Ouzou, p 59.

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.

Mais 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.¹

Section (03) : Les stratégies d'investissement des hedge funds

Afin de déterminer un plan cohérent permettant de bien profiter des opportunités qu'ils représentent, les hedge funds adoptent plusieurs stratégies. Généralement, nous distinguons quatre (04) familles de stratégies (voir tableau N°06)

- Les stratégies d'arbitrages (relative value arbitrage) ;
- Les stratégies dites événementielles (event driven) ;
- Les stratégies directionnelles (Tactical Trading) ;
- Les stratégies hybrides (multi-strategy).²

Tableaux N° (06) : Les stratégies des hedge funds³ :

Arbitrage	Événementielles	Directionnelles	Hybrides
Convertible arbitrage	Distressed securities	Global macro	Fonds de fonds
Fixed in come arbitrage	Merger arbitrage	Long / short equity	Multi-stratégies
Equity market neutral		Emerging markets	
		Dedicated short bias	
		Managed futures	

Source : AGLIETA Michel KHANNICHE Sabrina et RIGOT Sandra *Op.*,cit, p 106.

¹ HABBAS Boubekour, *Op.*,cit, p 60,61

² HENRY Gérard Marie, *Op*-cit, p 138.

³ *Ibid.*

3-1 Les stratégies d'arbitrage (relative value arbitrage)

Les stratégies d'arbitrage combinent différentes stratégies d'investissement, tout en cherchant à profiter des disparités de prix pour des titres souvent liés (actions, titres de dette, options et futures).

Les gérants prennent sur des titres liés des positions d'analyse technique, fondamentale et mathématique pour déterminer les inefficiences qui se traduisent par des évaluations non fondées¹.

La Relative value arbitrage combine généralement un ensemble d'autres stratégies d'arbitrage : convertible arbitrage, fixed income arbitrage et equity market neutral.

3-1-1 La stratégie dite de fixed income arbitrage (arbitrage de taux d'intérêt)

Cette stratégie s'est fortement développée au cours des années 1990, suite à la faillite de LTCM en 1998. Cette stratégie a perdu l'intérêt de plusieurs fonds et investisseurs avant de regagner un peu de terrain depuis quelques années. Les spécialistes de cette stratégie investissent dans des produits dérivés, en analysant mathématiquement les relations entre ses composantes principales afin de dégager les meilleures opportunités (souvent c'est l'achat d'une quantité de titres et vendre d'autres à découvert)².

3-1-2 Stratégie dite d'arbitrage de convertibles

En langue française, c'est l'arbitrage des obligations convertibles, qui veut dire une exposition longue aux obligations convertibles en actions et courte en vente à découvert de l'actif sous-jacent et ce afin de se protéger de la baisse du cours de la société émettrice. Les gérants qui exercent cette stratégie cherchent à arbitrer et même profiter des irrégularités entre le prix des obligations convertibles et les actions sous-jacentes³. Autrement dit, les gérants cherchent à exploiter les écarts éventuels entre la valorisation des paramètres sensibles dans l'obligation convertible et leur cotation directe sur le marché (volatilité des options, niveau des spreads de crédit de la société émettrice, niveau de taux d'intérêt).⁴

Une obligation convertible donne le droit à son détenteur de l'échanger contre un nombre d'action de la même entreprise à un prix préalablement fixé durant le cycle de vie de l'obligation. Si l'option est exercée y 'aura une attribution des actions à la faveur du détenteur

¹ HENRY Gérard Marie, *Op-cit*, p 138.

² TEILETCHE Jérôme, *Op-cit*, p 39.

³ AGLIETTA Michel, KHANNICHE Sabrina, RIGOT Sandra, *Op-cit*, p 115.

⁴ TEILETCHE Jérôme, *Op-cit*, p 40.

de l'obligation convertible, dans le cas de non exercice ; le détenteur va recevoir les tranches de l'obligation et le remboursement du principal à l'échoit du paiement¹.

3-1-3 La stratégie equity market neutral

La traduction d'equity market neutral est un investissement neutre en marché d'action.

Cette stratégie consiste à construire un portefeuille à partir des actions spécifiques tout en neutralisant l'exposition au risque de marché en combinant des positions longues considérées comme sous-évaluées et des positions courtes appelées surévaluées².

Cet objectif d'être neutre face au marché peut être représenté en termes de valeur monétaire ou en termes d'égalisation du bêta moyen des positions vendeuses et des positions acheteuses. La neutralité peut être mise en œuvre à des stades comme les décompositions géographiques et sectorielles du portefeuille³.

Les spécialistes de l'investissement neutre en marché action prennent plusieurs positions longues et courtes dans des titres tout en basant sur des modèles quantitatifs et qualitatifs pour sélectionner les titres achetés ou vendus à découvert. Ils achètent ce qui semble le plus performant et vendent ceux qui sont moins séduisants et attirants en matière de performance⁴.

▪ Avantages et inconvénients des stratégies d'arbitrage

L'avantage de ces dernières est de donner la possibilité aux gérants de repérer des inefficiences afin de générer des bénéfices ; ainsi, l'utilisation des différentes stratégies donne naissance à une création d'un portefeuille diversifié.

Comme inconvénients : dans le cas d'une multitude de stratégies, il est difficile de connaître et même de fixer les caractéristiques de chaque marché, et de concurrencer les gérants spécialisés dans la mise en œuvre d'une stratégie particulière. Un autre inconvénient qui est relié à la spécificité, il est dérivé du choix et du poids donné à chaque stratégie, c'est à dire négliger quelques investisseurs et de ne pas rémunérer convenablement leurs compétences particulières même si leurs apports est plus considérable et performante dans le portefeuille.

En d'autre part, insérer une nouvelle stratégie dans un portefeuille peut éliminer l'avantage et l'intérêt espérer à cause du manque d'entendement de cette nouvelle stratégie.⁵

¹ ANGLIETTA Michel, KHANNICHE Sabrina, RIGOT Sandra, *Op.,cit*, p 116.

² *Ibid* p 117.

³ TEILETCHE Jérôme, *Op.,cit*, p 41.

⁴ CAPOCCI Daniel, *Op.,cit*, p 189.

⁵ *Ibid.* p 192.

3-2 Les stratégies dites événementielles (event-driven)

La stratégie de la gestion événementielle regroupe l'ensemble des stratégies qui cherchent à profiter des événements spécifiques et ponctuels qui affectent une ou plusieurs entreprises ; les fonds se concentrent principalement sur les opérations de fusions-acquisitions, on parle alors (d'arbitrage de fusion) qui fait directement référence à la stratégie « Merger arbitrage, ou une restructuration de dette c'est-à-dire une réorganisation pour cause de faillite (titre en détresse).¹

La stratégie event driven (dite événementielle) regroupe deux stratégies : distressed securities et merger arbitrage.

3-2-1 Merger arbitrage

Merger arbitrage est connue aussi sous le nom « stratégie risk arbitrage » c'est-à-dire arbitrage des fusions et acquisitions. Les gérants investissent dans des titres d'entreprises concernées par une fusion ou une acquisition.² Ils suivent une étude basée sur la confrontation des positions longues sur des titres de la société cible et des positions courtes sur des titres de la société prédatrice. Généralement, lors d'une acquisition, le cours de l'action de l'entreprise rachetée s'apprécie alors que celui de l'acquéreur perd sa valeur.

Les gérants réalisent des bénéfices en cas de l'achat des actions de l'entreprise rachetée et la vente à découvert celle de l'entreprise acheteuse. Plus que les positions sont tôt plus que le bénéfice est considérable³.

3-2-2 Distressed securities

Distressed securities, en français, est une société en difficulté. Ses fonds s'adressent aux entreprises en difficultés financières ou opérationnelles. Ces difficultés sont dues à des : problèmes d'exploitation, responsabilités légales, bouleversements dans l'équipe de gestion⁴.

Les sociétés qui ont une dette (difficulté financière) généralement, leurs notations sont très faible (CCC). Cette note attribuée par des agences de notation va engendrer une situation financière défavorable qui s'exprime par une baisse générale des cours des actions et des prix des obligations, et les gérants des hedge funds spécialisés combinent entre le processus de faillite et la restructuration afin de dégager des rendements positifs.⁵

¹ HENRY Gérard Marie, *Op.,cit*, p 137

² TEILETCHE Jérôme, *Op.,cit*, P 42.

³ AGLIETTA Michel, KHANNICHE Sabrina, RIGOT Sandra, *Op.,cit*, pp118,119.

⁴ HENRY Gérard Marie, *Op.,cit*, p141.

⁵ AGLIETTA Michel, KHANNICHE Sabrina, RIGOT Sandra, *Op.,cit*, p 118.

▪ Avantages et inconvénients des stratégies dites événementielles

La stratégie événementielle donne la possibilité de gagner une performance et un rendement (gain) au cours du temps, tout en se concentrant sur des événements d'entreprise plutôt que de se focaliser sur l'évolution du marché dans son ensemble, car le rendement dégagé par ce genre d'investissement est moins lié à l'évolution des marchés financiers.

Comme inconvénients, nous pouvons citer l'impossibilité de diversifier l'investissement afin que le nombre de fusions et d'acquisitions et même de réorganisation soient dépendants de la conjoncture économique. Encore, ces multiples événements s'apparaissent en différentes périodes du cycle économique. En cas d'une expansion économique, y'aura une augmentation du nombre de fusions et acquisitions, et dans le cas contraire c'est-à-dire en période de ralentissement économique, c'est la situation de faillite qui domine¹.

3-3 Les stratégies directionnelles

Une stratégie directionnelle consiste à une stratégie où les gérants sont basés principalement sur des comportements des marchés. Le gérant s'engage à prendre un pari sur les changements dans l'entier d'un actif financier. Trois types de stratégies directionnelles peuvent être identifiés².

3-3-1 Global macro

Cette catégorie de fonds (global macro) a longtemps été la catégorie dominante dans l'univers des hedge funds. La célébrité de certains groupes tels que Julian Robertson ou Georges Soros est immense dans le milieu de la finance.³

Tableau N° (07) : Répartition des hedge funds par stratégie en 2009⁴

Convertible Arbitrage	1,78 %
Dedicated Short Bais	0,45 %
Emerging market	7,86 %
Equity market natural	1,91 %
Event-Driven	26,81 %
Fixed Income Arbitrage	3,35 %
Global marco	17,29 %
Long/Short Equity	21,59 %
Managed Futures	3,98 %
Multi-Strategy	14,96 %

Source : TASS, Janvier 2009.

¹ CAPOCCI Daniel, *Op.,cit*, p 95.

² HENRY Gérard Marie, *Op.,cit*, p 137.

³ AGLIETTA Michel, KHANNICHE Sabrina, RIGOT Sandra, *Op.,cit*, p111.

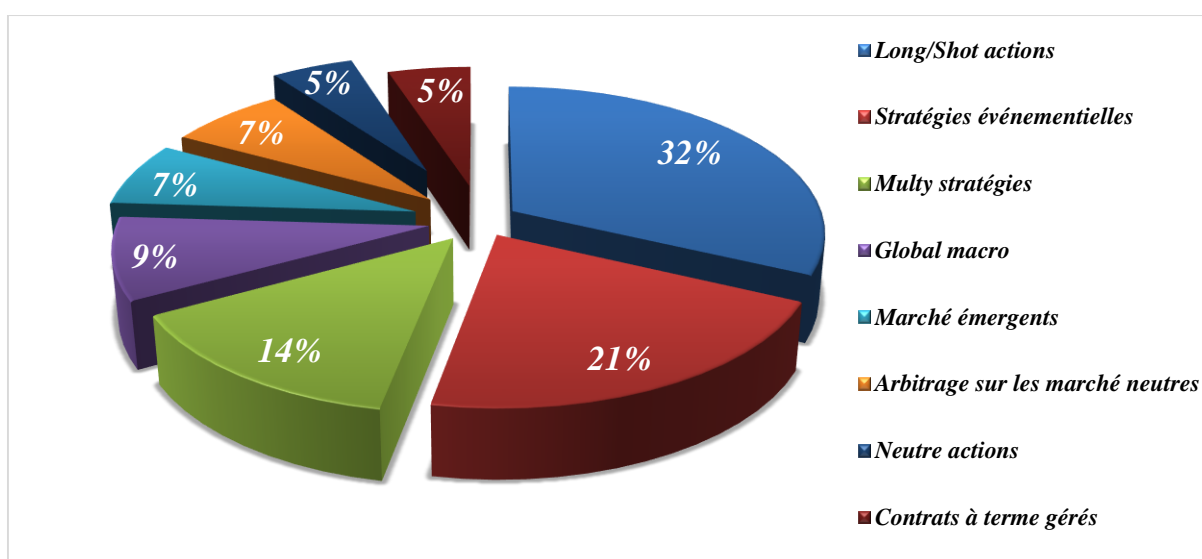
⁴ *Ibid.* p 107.

Les gérants de fonds macro sont des globaux ou des internationaux qui prennent des positions selon les anticipations qu'ils font des changements dans l'environnement économique global relative dans les prix des actions, dans les taux d'intérêt, dans l'inflation, dans les taux de change des monnaies et dans les taux de chômage. Leur capacité à dégager des profits dépend de « Market timing » et dans l'identification des déséquilibres entre valeur de marché et valeur théorique, les plus résorbées en cours terme.¹

3-3-2 Long/Short

Cette stratégie est également appelée equity hedge qui signifie couverture des actions ; ce type de stratégies est le plus présenté dans la gestion alternative². (Voir Figure N° 12)

Figure N° (12) : La répartition des actifs sous gestion par catégorie de stratégies³



Source: Banque de France, Financial stability Review, Special issue on hedge funds » N° 13, avril 2007

Les spécialistes de cette stratégie d'investissement prennent des positions longues dans quelques titres et des positions à découvert dans d'autres afin de contrôler le risque et s'adapter aux opportunités et aux conditions de marché. Les gérants peuvent aussi se diriger vers un secteur spécifique ; à titre d'exemple, les entreprises à petites et moyennes capitalisation ou à grands capitalisation et même une zone géographique.

Les rendements de cette stratégie ont deux principales sources ; d'une part, l'habilité des gérants à sélectionner les bons titres à acheter ou à vendre à découvert, d'une autre part le rehaussement des rendements grâce à l'utilisation du levier financier.⁴

¹AGLIETTA Michel, KHANNICHE Sabrina, RIGOT Sandra, *Op. cit*, pp 111,112.

²HENRY Gérard Marie, *Op. cit*, p 143.

³*Ibid.*

⁴AGLIETTA Michel, KHANNICHE Sabrina, RIGOT Sandra, *Op. cit*, pp108,109.

3-3-3 Emerging markets

Emerging markets est l'une des stratégies des fonds directionnels ; les marchés émergents représentent à peu près 85 % de la population mondiale et plus de 75 % de la masse terrestre mondiale. Ces statistiques montrent le potentiel de développement de ces marchés à long terme. Les gérants cherchent à tirer avantage du tout en analysant les rapports financiers des sociétés afin d'établir la variabilité de leurs rendements et l'utilisation du capital. Ainsi une analyse du marché dans lesquels l'entreprise est implantée, ses clients et ses concurrents afin de déterminer son potentiel de croissance.¹

3-3-4 Dedicated Short bais

La stratégie dedicated short bais est définie comme toute position nette courte prise sur le marché ; cette dernière est couverte en partie par une position longue. Les dedicated short managers ont souvent une exposition nette négative au marché ; d'une part, ils réalisent assez de ventes à découvert qu'ils ne prennent de position longue et d'une autre part, ils n'effectuent que des ventes à découvert, ce qui est le symétrique des fonds de gestion traditionnels long-only. Ces derniers ont fait faillite pendant le rally haussier des années 1990, à cours des années 2000, avec le bull market (2003), cette stratégie à gagner du terrain à nouveau².

Cette stratégie est qualifiée comme avantageuse en terme de variation du portefeuille ainsi sa relation réciproque avec les marchés. Dans la stratégie dédié short bais le rendement est assuré afin que le placement du cash soit à l'origine d'une vente à découvert au taux sans risque³.

3-3-5 La stratégie managed futures

La stratégie managed futures, encore appelée (GA commodities traders advisors), consiste à trouver une tendance de marché guidant à l'achat ou à la vente d'un sous-jacent dont le cours est déterminé à un moment fixé dans le futur. Les gérants peuvent s'orienter sur le marché à terme (marché de taux d'intérêt...) en général, ou sur un secteur en particulier comme les matières premières (métaux, CTA s'opposent : Les discrétionnaires et les systématiques.

L'approche discrétionnaire est basée sur l'analyse qualitative du marché. Les gérants cherchent une tendance potentielle à travers une analyse fondamentale d'un marché et de ses sous-jacents.

Alors que l'approche systématique porte sur des analyses quantitatives, ces gérants cherchent à identifier une tendance potentielle en accouplant de moyennes mobiles à des

¹ CAPOCCI Daniel, *Op.,cit*, p300, 303.

² AGLIETTA Michel, KHANNICHE Sabrina, RIGOT Sandra, *Op-cit*, pp 110,111.

³ HENRY Gérard Marie, *Op.,cit*, p143.

modèles dynamiques des prix sur les volumes de transaction. Les gérants prennent des positions à chaque mouvement de prix sont perçues comme une information pertinente. Une managed futures performante doit évoluer sur des marchés de forte tendance et d'une grande volatilité¹.

▪ **Avantages et inconvénients des stratégies directionnelles**

Ces stratégies d'investissement sont fortement pratiquées car elles offrent tous les avantages d'une stratégie d'investissement classique tout en permettant aux gérants de prendre position dans les titres qu'ils estiment surévalués. Cela à mener à une sorte de protection par rapport au risque de marché.

La faillite du nombre important de fonds qui appliquent ces stratégies a eu comme inconvénient qu'il est de plus en plus difficile de trouver des opportunités d'investissement intéressantes et surtout d'être le premier à les identifier².

3-4 La stratégie hybride

La stratégie hybride consiste à une combinaison de plusieurs stratégies au sein de la même structure d'un hedge funds.

Nous distinguons deux types de catégorie des stratégies dite hybrides : Les fonds de fonds (fund of fund) et les multi-stratégies (fonds hybrides).³

3-4-1 La stratégie fonds de fonds (funds of funds)

La stratégie fonds de fonds consiste à investir dans d'autres fonds, c'est-à-dire investir dans plusieurs portefeuilles qui appartiennent aux différents fonds qui sont souvent sous le contrôle des stratégies FUND OF FUND ; il s'agit d'avoir un produit diversifié tout en investissant dans un unique produit qui englobe plusieurs fonds et multiples stratégies. Le fait d'être diversifié par stratégie, le fonds de fonds limite l'impact des baisses globales des fonds qui appliquent une stratégie particulière.

Les fonds de fonds sont intéressants afin que le minimum exigé à l'investissement soit moins important que celui des fonds individuels ; il est généralement fixé autour de 50 00 dollars.⁴

3-4-2 Les fonds multi-stratégies (fonds hybrides)

Les fonds multi-stratégies sont des produits fournis par des sociétés de gestion globale, qui proposent à leurs clients plusieurs fonds individuels, ainsi un produit diversifié qui est la résultante des différents produits.

¹ TEILETCHE Jérôme, *Op.,cit*, pp34,35.

² CAPOCCI Daniel, *Op.,cit*, pp 293,300, 342.

³ HENRY Gérard Marie, *Op.,cit*, p 146.

⁴ CAPOCCI Daniel, *Op.,cit*, p 354 ,355 .

Les gérants utilisent souvent un nombre de stratégies qui sont particulières (deux à cinq stratégies) afin de multiplier leur approche. Les investisseurs ont la possibilité de se présenter individuellement à ces stratégies en sollicitant le fond qui joue un rôle d'un intermédiaire¹.

▪ **Avantages et inconvénients des stratégies hybrides**

La stratégie hybride offre une possibilité d'accès à un portefeuille de hedge funds diversifié avec un minimum d'investissement plus au moins important ; aussi, elle offre une diversification du risque des stratégies, donc une diversification du rendement.

Le principal inconvénient de cette stratégie, est la difficulté de réaliser une analyse quantitative et qualitative approfondie.

¹ CAPOCCI Daniel, *Op.,cit.*, pp 268, 269, 271,364

Conclusion

En l'absence de cadre légal dédié spécifiquement à leur activité, les hedge funds sont des véhicules d'investissement complexes qui sont difficiles à cerner ; encore aujourd'hui, ils sont les moins réglementés des produits financiers. Cette quasi-absence de contraintes réglementaires, offre aux gérants le cadre idéal pour mettre en œuvre leurs stratégies d'investissement, contrairement à la gestion traditionnelle, car cette réglementation s'applique beaucoup moins aux fonds spéculatifs réservés à des investisseurs avertis. En effet, les stratégies dites alternatives sont basées généralement sur l'utilisation des différents instruments financiers, en plus des instruments de base ; ils utilisent abondamment les produits dérivés. Ces derniers sont utilisés soit pour couvrir leurs positions ou bien pour amplifier leurs effets de levier et ce afin de spéculer sur les différents marchés.

L'analyse de ce chapitre nous a permis de comprendre l'organisation et le fonctionnement des hedge funds via les stratégies agressives adoptées par ces fonds afin de spéculer sur certains produits tout en couvrant leurs positions à travers la vente à découvert. À titre d'exemple, la plus-value qu'aurait obtenue SOROS est estimée à plus de 1,1 milliards de dollars, équivaut à 10 milliards de livres sterling et générant ainsi des risques sur la stabilité financière.

Après avoir illustré l'organisation et le fonctionnement des hedge funds, une question reste à développer : quelle est l'influence des fonds spéculatifs sur les marchés financiers en référence à la crise de subprime de 2007 ? Sujet qui sera traité dans le troisième chapitre.

Chapitre III

**L'influence des hedge funds sur les
marchés financiers (en références à la
crise des subprimes 2007)**

Chapitre III Influence des hedge funds sur les marchés financiers (en référence à la crise des subprimes 2007)

Introduction

Aujourd'hui, les hedge funds font l'objet d'une attention de la part des responsables de la politique monétaire, des intervenants de marché et d'un grand public et ce, en raison de leur croissance rapide et de leur poids significatif, de leur importance en tant que clients des banques et de l'incidence de leurs activités de négociation sur les marchés financiers mondiaux.

Leur progression rapide et leur perturbation posée sur le marché par la déconfiture de long terme capital management (LTCM) en 1988 et la faillite du fonds Amaranth en 2006, ont poussé certains analystes à penser que les fonds spéculatifs sont une source de risque systématique ; cela serait toutefois peu probable. Un examen profond des mécanismes de transmission par lesquelles les hedge funds pourraient créer des problèmes systémiques montre que même si cette industrie peut être à l'origine d'une perturbation majeure qui n'en résulte pas de très fortes turbulences sur les marchés financiers.

Cependant, les hedge funds renforcent la robustesse du marché financier de différentes façons : Ils offrent des opportunités de placement et améliorent la disparition des risques dans l'ensemble de l'économie. En plus, les hedge funds favorisent la stabilité des marchés financiers en assumant des risques que d'autres opérateurs ne sont pas prêts en mesure de supporter par le fait qu'ils apportent de la liquidité

Notre objectif dans ce dernier chapitre (qui est le plus important de notre travail) est d'attirer l'attention sur l'influence des hedge funds sur le marché financier en référence à la crise des subprimes en 2007. Ainsi, nous répartissons ce chapitre en deux sections, la première section sera consacrée aux opportunités, performances et risques liés aux hedge funds, et en dernière section à l'analyse des hedge funds en référence à la crise des subprimes en 2007.

Section 1 : Opportunités, performances et risques liés aux hedge funds

De façon générale, la réglementation des activités financières des hedge funds se base sur deux types de considérations : la protection des investisseurs et la sauvegarde du système financier dans son ensemble contre d'éventuels risques systémiques. Il serait important de souligner que les hedge funds sont une source d'inquiétude pour les acteurs financiers.

1-1 Opportunités liés aux hedge funds

Cependant, les avantages que les hedge funds offrent aux investisseurs sont bien déterminés. En revanche, nous remarquons moins bien, comment ces fonds favorisent le partage des risques et la stabilité des marchés financiers.

1-1-1 Avantages pour les investisseurs

Un portefeuille de hedge funds bien diversifié semble être en mesure de dégager les rendements intéressants, avec un risque inférieur à celui induit par les actions. Pour évaluer ces avantages, il convient de formuler quelques avertissements. Tout d'abord, s'il existe des instruments permettant de répliquer les rendements des indices boursiers tels que le MSCI-W et le S&P500, ce n'est pas le cas pour les performances des indices des hedge funds, car nombre des fonds compris dans ces indices sont fermés aux nouveaux investisseurs.

Ensuite, de nombreuses données laissent à penser que les indices des hedge funds surestiment considérablement les rendements de ces fonds, et en sous estiment nettement les risques. Enfin, les hedge funds sont nettement moins liquides que les actions.¹

1-1-2 Partage des risques

Lorsque les institutions qui facilitent le partage des risques, tels que les marchés d'actions, des dérivés et de l'assurance, fonctionnent correctement, elles permettent de transférer les risques aux parties les plus disposées et les mieux armées pour les supporter ; ce qui peut favoriser l'efficacité d'une économie. Les hedge funds sont devenus des investisseurs de plus en plus actifs ; certains ont pour vocation exclusive d'investir dans le risque assurantiel.

Au fil du temps, les assureurs feront, de plus en plus, appel aux hedge funds, qui complètent la réassurance dans les domaines tels que les risques aigus de catastrophe, pour lesquels les assureurs ne disposent pas de suffisamment de financement.

¹Banque de France, « *Revue de la stabilité financière* », Numéro spécial hedge funds, N° 10, avril 2010, p 52.

Chapitre III Influence des hedge funds sur les marchés financiers (en référence à la crise des subprimes 2007)

A plus grande échelle, les hedge funds absorbent les risques de crédit des autres institutions financières, dont les banques ; ce qui répartit ces expositions sur le plus large éventail d'investisseurs détenant des portefeuilles divers.¹

1-1-3 Stabilité des marchés financiers

L'amélioration du partage des risques permise par les hedge funds est de nature à stabiliser les marchés. En supportant une partie du volume croissant des risques crédit et de catastrophe aux cotées des établissements qui jouent un rôle d'amortisseurs, ce qui peut endiguer la propagation des préjudices causés par les récessions, les crises de crédit et les catastrophes naturelles.

Les hedge funds peuvent aussi contribuer à stabiliser les marchés en période de turbulences par d'autres mécanismes. Lorsque la liquidité devient rare et que d'autres participants du marché évitent de négocier sur un titre donné, les hedge funds entrent souvent en jeu ; par exemple, sur des titres de sociétés proches du défaut. Cette intensification des transactions améliorent la liquidité du marché, ce qui fait diminuer les primes de risque associées aux actifs financiers.

Lorsque le cours d'une monnaie ou d'un titre sur le marché s'écarte fortement de sa valeur fondamentale, les hedge funds recherchent des opportunités d'arbitrage sur la différence, ce qui favorise le retour des prix des actifs à leurs niveaux fondamentaux.

Les hedge funds sont les seuls à pouvoir agir de la sorte, car leurs investisseurs sont généralement tenus d'obéir à des règles de durée minimum d'investissement (lock-up) pendant un certain temps. Les hedge funds disposent également de lignes de crédit auprès des banques, qu'ils peuvent utiliser lorsque des opportunités d'investissement se présentent.²

1-2 Performances des hedge funds

Autrefois, méconnus et réservés uniquement à des individus très fortunés, les hedge funds sont devenus, à l'heure actuelle, un des véhicules de placement préférés des investisseurs institutionnels et individuels.

Avec environ 10 200 hedge funds sur le marché, les investisseurs ont besoin d'outils d'évaluation de performance à adapter afin de pouvoir sélectionner et suivre ces fonds de manière efficace.

¹ Banque de France, *Op., cit.*, p 52.

² *Ibid.*

Chapitre III Influence des hedge funds sur les marchés financiers (en référence à la crise des subprimes 2007)

Les performances des hedge funds largement influencées par leur mode de gestion, qui diffère de celui des fonds classiques (les mutual funds et les fonds de pension) nécessitent la mise en œuvre des traitements adaptés. Ces derniers sont classés :

1-2-1 Le ratio de Sharpe

Etant une mesure de l'écart de rentabilité d'un portefeuille d'actifs financiers (actions par exemple) par rapport aux taux de rendement d'un placement sans risque (autrement dit la prime de risque positive ou négative), divisé par un indicateur de risque, l'écart type de la rentabilité de ce portefeuille (autrement dit sa volatilité).¹ Le taux de rendement du portefeuille est considéré comme étant le référentiel de comparaison choisi (en général le taux de placement sans risque), et l'écart type du taux de rendement du portefeuille considéré.²

Une manière de simplifier la définition, nous pouvons considérer ce ratio comme un indicateur de la rentabilité (marginale) obtenue par unité de risque pris dans cette gestion. L'analyse de ce ratio permet de répondre à la question suivante : Le gestionnaire pourrait-il obtenir un rendement supérieur au référentiel, mais avec davantage de risque ?

Nous pouvons distinguer trois situations :

- Si le ratio est négatif, le portefeuille est moins performant que le référentiel ; la situation est très mauvaise.
- Si le ratio est compris entre 0 et 1, le sur rendement du portefeuille considéré par rapport au référentiel se fait pour une prise de risque trop élevée où le risque pris est trop élevé.³
- Si le ratio est supérieur à 1, le rendement du portefeuille sur performance le référentiel pour une prise de risque adhoc.

Autrement dit, la sur performance ne se fait pas au prix d'un risque trop élevé. Une variante est le ratio de sortino, qui prend pour indicateur de risque la volatilité négative (donc qui ne prend en compte que les baisses de cours alors que la volatilité complète tient compte autant des hausses que des baisses).

1-2-2 Le ratio d'information

Ce ratio est égal au rendement moyen d'un actif par rapport à la moyenne d'un point de référence, divisé par l'erreur de suivi de ce dernier.

¹ TIBERGHIEU Gregoire, « *Les hedge funds, entre risques et performances, quels types de stratégies adoptent-ils?* », mémoire en vue de l'obtention de master 2, en économie et finance, option : Trading- finance Négoce Internationale ESLSCA, 2012, p38.

² *Ibid.* p 39.

³ *Ibid.*

Chapitre III Influence des hedge funds sur les marchés financiers (en référence à la crise des subprimes 2007)

En effet, un ratio d'information élevé signifie que l'actif dépasse régulièrement le point de référence. Il fait partie des indicateurs statistiques utilisés pour sélectionner les meilleurs OPCVM dans une catégorie.

Etant donné qu'il permet d'établir dans quelle mesure un actif obtient un rendement supérieur par rapport à un point de référence, il s'agit alors d'un indicateur synthétique de l'efficacité du couple rendement/ risque associé à la gestion du portefeuille.¹

1-2-3 Le ratio de Treynor : Ce dernier se calcule par la formule suivante

$$T_i = \frac{(R_i - R_f)}{B_i}$$

T_i : Le ratio de Treynor ;

R_i : La rentabilité du portefeuille i ;

R_f : Le taux sans risque ;

B_i : Le Bêta du portefeuille i.

Plus ce ratio est élevé, plus le portefeuille présente une rentabilité intéressante par rapport au risque connu.

1-2-4 Le CAMP (Capital asset Pricing Model)

Le medaf ou « Capital asset Pricing Model » explique la manière de réalisation de l'équilibre du marché par l'offre et la demande pour chaque titre. Il permet de déterminer le rendement d'un actif risqué par son risque systématique.

Les transactions cessent lorsque les opérateurs ont un portefeuille identique. La formule est une fonction de la mesure de risque systématique de l'actif, c'est-à-dire au risque non diversifiable (l'investisseur diversifie son portefeuille) directement sur le marché.

$$E(R_{\text{actif}}) = R_f + B_{\text{actif}} \cdot [E(R_m) - R_f]$$

Représente la prime de risque du marché, c'est-à-dire le surplus de rentabilité exigé par les investisseurs lorsque ces derniers placent leur argent sur le marché, plutôt que dans un actif sans risque.

E_r : est la volatilité de la rentabilité de l'actif considéré rapporté à celle du marché, mathématiquement parlant, elle correspond au rapport entre la covariance de la rentabilité du marché et de la variance de la rentabilité du marché.

¹TIBERGHIEU Gregoire, *Op.,cit*, p39.

Chapitre III Influence des hedge funds sur les marchés financiers (en référence à la crise des subprimes 2007)

$$\mathbf{Bactif} = \frac{Cov(RM, Ractif)}{Var(RM)}$$

Dans le modèle MEDAF (ou CAPM), nous pouvons montrer que ce coefficient correspond à l'élasticité du cours du titre par rapport à l'indice boursier représentant le marché.¹

$$\mathbf{Bactif} = \frac{\sigma_{actif} * \sigma_M}{\sigma_M \sigma_{actif}}$$

1-3 La performance des hedge funds avant la crise des subprimes 2007

Les hedge funds ont créé leur place dans le paysage financier. La perspective de rendements élevés affranchis de la tendance des marchés a trouvé écho auprès des investisseurs, secoués après la crise de la bulle internet et partis à la recherche de rendements nouveaux. La gestion alternative a attiré les investisseurs privés en premier lieu et institutionnels par la suite.

En s'appuyant sur une politique d'allocation dynamique du risque, les gérants de fonds alternatifs sont parvenus à dégager des rentabilités positives, là où la gestion traditionnelle réalise des performances moyennes, c'est précisément la déception des investisseurs institutionnels et des fonds de pension envers la gestion traditionnelle qui a favorisé un déplacement de l'épargne marginale vers l'industrie des hedge funds. Cela s'est traduit par un accroissement très rapide des volumes investis et du nombre de fonds et ce à partir de 2000 et jusqu'à l'aggravation de la crise financière lors de l'été 2007.

Le montant d'actifs sous gestion est passé de 490 milliards de dollars en 2000 à 1868 milliards de dollars en 2007, soit un taux de croissance annuel moyen de 21% (données 2009 de la base hedge fund Research). En comptant le levier d'endettement, ce chiffre atteindrait près 6000 milliards de dollars (Mckinsey Global Institute 2007).

Par ailleurs, le nombre de hedge funds a plus que doublé en sept (07) ans. En 2000, près de 4000 fonds étaient en activité ; en 2007, il y'en avait un peu plus de 10000, soit presque le triple.

L'industrie des hedge funds a observé une diversification et une institutionnalisation de sa clientèle.

Ce fort intérêt a été l'un des facteurs du BOOM des hedge funds d'autant plus que ces investisseurs institutionnels présentent des montants sous gestion non négligeables, dans la mesure où le capital à gérer dépend en grande partie de ce que les investisseurs institutionnels

¹TIBERGHIEEN Gregoire, *Op. cit*, p 40.

Chapitre III Influence des hedge funds sur les marchés financiers (en référence à la crise des subprimes 2007)

délèguent en gestion (60% de la clientèle des hedge funds en 2006 selon Mckinsey & Company).¹

En ce qui concerne la performance des hedge funds par rapport aux fonds d'investissement traditionnels, nous pouvons constater que l'indice crédit Suisse Tremont Hedge Fund permet une comparaison de la performance des hedge funds et celles des fonds d'investissement traditionnels.

Un investisseur dans un indice de hedge funds en 1994, qui aurait conservé cet investissement jusqu'en 2006 aurait obtenu un rendement de 259% (net des frais de gestion et des commissions de performance), soit un rendement annuel moyen de 10,8%.

Un investisseur qui aurait investi dans le Standard & Poor's 500 aurait obtenu sur la même période 211%, soit un rendement annuel de 10,3%.

Les OPCVM, en tant que groupe, ne font pas mieux que le marché boursier. Les hedge funds ont donc, sur la même période, de meilleurs résultats que les fonds d'investissement traditionnels. Si il y'aura la mesure du risque par la volatilité, l'indice hedge funds est beaucoup moins volatile que le Standard & Poor's 500 : l'écart-type annualisé de l'indice hedge funds est de 7,8% contre 14,5% pour le Standard & Poor's 500.

Comme les deux investissements ont des rendements annuels fort voisins mais que le risque S&P 500 est le double du risque hedge funds, l'investisseur hedge funds a fait deux fois mieux que l'investisseur traditionnel en performance ajustée par ce risque.

Ainsi, l'indice hedge funds a de moins bons résultats que l'indice S&P 500 (de 1994 à 2000). Mais depuis cette date, il est bien plus performant que son concurrent traditionnel. Ce retournement est assez logique avec la croissance très rapide des actifs gérés par les hedge funds de 218 milliards de dollars en 2000 à près de 2000 milliards de dollar en 2007, alors que les actifs gérés par les hedge funds traditionnels ont beaucoup moins progressé (de 7000 milliards de dollars en 2000 à 11000 milliards de dollars en 2007 pour les mutual funds américains).²

1-4 Risques liés aux hedge funds

Etant une société d'investissement privée, les hedge funds induisent deux grandes catégories de risque pour les investisseurs et les milieux financiers dans leur ensemble : le risque systémique et le risque non systémique.

¹ KHENNICHE Sabrina, « Les hedge funds : quelles implications en termes de risque systémique ? », Revue d'économie Financière 2011 /1 (N°101) p 87-88.

² HENRY Gérard Marie, Op., Cit, p 148,149.

Chapitre III Influence des hedge funds sur les marchés financiers (en référence à la crise des subprimes 2007)

1-4-1 Le risque non systémique

Une grande partie des risques auxquels est exposé un fond spéculatif lui sont spécifiques. Dans cette situation, nous assistons à deux risques qui touchent directement les investisseurs et les banques créancières (risque opérationnel et risque de fraude) ; notamment aux USA et au Royaume-Uni, les autorités de régulation partent du principe que puisque ces fonds ne sont réservés qu'aux clients de haut de gamme avertis, il appartient à ces derniers et non aux pouvoirs publics de mettre en œuvre des procédures de due diligence sur les fonds sur lesquels ils misent.

Ces dernières années, nous assistons à des pertes exorbitantes de plusieurs fonds spéculatifs qui ont perdu des centaines de millions, voire des milliards de dollars (voir tableau N°08). Sur les vingt et un cas rapportés par diverses sources publiques, deux catégories de fonds (arbitrage sur les marchés obligataires et global macro) totalisent ensemble 47% des incidents déclarés et 63% des pertes.¹

Tableau N°(08) : Lourdes pertes et défaillances des hedge funds
(Pertes estimées en millions de dollars)

Fonds	Stratégie	Année	perte estimée	Origine du problème
Amaranth	Multi stratégie	2006	- 6 400	Exposition excessive aux prix de l'énergie
Long-Term Capital Management	Arbitrage sur marchés obligataires	1998	3 600	Effet de levier excessif pendant la crise russe (moratoire sur la dette)
Tiger Management	<i>Macro</i>	2000	2 600	Pari malencontreux sur le yen : 2 milliards de dollars Perdus
SorosFund	<i>Macro</i>	2000	2 000 - 5 000	Lourdes pertes sur les titres Internet technologiques
Fenchurch Capital	Arbitrage sur marchés obligataires	1995	1 264	Concentration sur le marché américain, Pas de diversification sur les marchés européens
Princeton Economics Inter	Macro	1999	950	Pertes sur le marché, fraude
Vairocana Ltd.	Arbitrage sur marchés obligataires	1994	700	Pertes sur le marché, pari sur la baisse des taux
Lipper	Arbitrage sur titres convertibles	2001	700	Pertes sur le marché, fraude

¹ Banque de France, *Op.cit* p 53.

Chapitre III Influence des hedge funds sur les marchés financiers (en référence à la crise des subprimes 2007)

Suite tableau N°(08) : Lourdes pertes et défaillances des hedge funds

Askin Capital Management	Arbitrage sur marchés obligataires (titres adossés)	1994	660	Pas de couverture, pertes sur le marché, appels de marge
Lancer	à des crédits hypothécaires) <i>Long/short actions</i>	2003	600	Fraude
Beacon	Arbitrage sur marchés obligataires	2002	500	Pertes sur les dérivés hypothécaires, pas d'évaluation en <i>mark to market</i>
Manhattan InvestmentFund	<i>Long/short actions</i>	1999	400	Fraude
MotherRock	Fonds énergétique	2006	230	Pertes sur le marché du gaz naturel
Global SystemsFund	<i>Macro</i>	1997	125	Emporté par l'effondrement du baht thaïlandais
Argonaut Capital Management	<i>Macro</i>	1994	110	Pertes sur le marché
MaricopaInvestment	<i>Long/short actions</i>	2000	59	Pertes sur le marché, fraude
Cambridge Partners	<i>Long/short actions</i>	2000	45	Fraude
HL Gestion/Volter	<i>Contrats à terme gérés</i>	2000	40	Pertes sur le marché, intervention des autorités de régulation
Ashbury Capital Partners	<i>Long/short actions</i>	2001	40	Fraude
ETJ Partners	Valeur relative	2001	21	Pertes sur le marché, fraude
Ballybunion Capital	<i>Long/short actions</i>	2000	7	Fraude

Source : FERGUSON Roger, LASTER David, hedge funds et risque systémique, Banque de France Revue de la stabilité financière – Numéro spécial *hedge funds* • N° 10 • Avril 2007, p 53.

Ces données confirment l'observation selon laquelle ces deux stratégies comptent parmi celles qui affichent les taux de mortalité les plus élevés de ce segment. La fraude était à l'origine de 43% de ces vingt et un(21) cas.¹

¹ Banque de France, *Op.cit.* p 53.

Chapitre III Influence des hedge funds sur les marchés financiers (en référence à la crise des subprimes 2007)

1-4-2 Le risque systémique

En étant l'une des préoccupations majeures des risques que peuvent engendrer les hedge funds sur les marchés financiers, les décideurs redoutent de les hedge funds voir contribuer au risque systémique, vu qu'ils occupent une place assez intéressante sur les marchés financiers. Ce pourrait être le cas si un hedge funds défaillant provoquerait l'effondrement d'un grand établissement financier qui lui est directement exposé.¹

Un cas illustre cet effondrement de LTCM en 1998 à l'automne, dix-sept contreparties, (essentiellement des grandes banques) auraient perdu collectivement entre 3 et 5 milliards de dollars, si LTCM n'avait pas été renfloué par un regroupement de certaines de ces contreparties.

Nombre d'entre elles étaient directement exposées à LTCM, pour la plupart par le biais des dérivés de gré à gré (DTC).²

Cette crise de LTCM explique pourquoi il est possible d'éviter les turbulences sur les marchés même en cas de défaillance d'un fonds dont les contreparties sont fortement exposées. Tout d'abord, elles doivent comprendre qu'elles couvrent un risque et agissent dans leur propre intérêt en intervenant comme dans l'affaire LTCM.

Les banques se sont trop fiées à la réputation des associés du fonds mais ne disposaient pas d'une vision claire du profil de risque général de ces fonds, entre autres, deux futurs lauréats du « prix Nobel d'économie » (Myron Scholes et Robert Merton) et un vice-président en exercice de la banque centrale (FED) aux USA (David Mullins).

A la suite de l'affaire LTCM en 1998, le comité de Bale a remarqué que le potentiel de perturbations indirectes des marchés était plus préoccupant que la possibilité de produire un effet direct sur les établissements financiers. Plusieurs raisons ont été identifiées par le comité, en illustrant pourquoi les hedge funds font couvrir un risque aux marchés financiers :

- Parce qu'ils recourent à l'effet de levier ; et ce les fonds spéculatifs peuvent accentuer les mouvements des marchés s'ils sont certains de liquider des titres afin de répondre aux appels de ménages ;
- Cette contrainte de vendre peut se révéler d'autant plus impérieuse que les hedge funds prennent souvent des positions analogues et tendent à investir dans des titres plus illiquides ;
- La perturbation peut être aggravée, si les courtiers qui procèdent aux appels de marge utilisent en leur profit des informations fournies par les hedge funds ;

¹ Banque de France, *Op.cit.p 54.*

² *Ibid.*

Chapitre III Influence des hedge funds sur les marchés financiers (en référence à la crise des subprimes 2007)

- Beaucoup de hedge funds sont de courte durée ; leur taux de mortalité historique s'est établi à environ 10% par an. Cet horizon temporel rapproché peut les inciter à prendre davantage de risques, puisque leurs stratégies sont axées sur les gains à court terme. D'autres fonds ont enregistré des pertes comme le cas récent, un fond multi stratégies de très bonne réputation (Amaranth) gérant 9 milliards de dollars, a récemment perdu 65% de ses actifs en moins de deux semaines (des statistiques qui datent de 2006¹).

Amaranth a perdu 35% de sa valeur pendant la semaine du 11 septembre en recourant à une stratégie à fort effet de levier misant sur les spreads sur le marché du gaz naturel.

1-4-3 Les hedge funds, acteurs rassurant quant au risque systémique

Bien qu'ils puissent connaître des défaillances, parfois spectaculaires, les hedge funds ne comportent généralement pas de risques systémiques. Il existe aussi d'autres raisons d'être convaincu. Depuis la faillite de LTCM, les marchés ont amélioré leurs pratiques, en protégeant le système bancaire par des fonds propres qui sont davantage calculés en fonction du risque. Pour les USA, par exemple, les ratios de fonds propres de premier niveau en regard du risque, se sont stabilisés aux alentours de 8,5% ; ce qui est bien supérieur aux 6,5% habituels au début des années 90.

Il y a une légère amélioration et ce grâce aux efforts fournis par les autorités de supervision bancaire des banques et des courtiers, à la participation des investisseurs institutionnels et à l'institutionnalisation des fonds spéculatifs.

- Les superviseurs bancaires incitent les banques qui prêtent aux fonds spéculatifs à adopter de meilleures pratiques de gestion de risque. A leur tour, ces banques encouragent les fonds à renforcer leur gestion de risques.
- Après l'épisode LTCM, les gestionnaires de risques des banques et des courtiers ont fondé le Counterparty Risk Management Policy Group, qui a élaboré des recommandations et les a appliquées correctement.
- A mesure que les investisseurs institutionnels, autrement dit les zins-zins, augmentaient les montants qu'ils ont alloués aux hedge funds, la question de la gestion de risque de ces fonds s'est posée avec de plus en plus de lucidité. Selon une enquête récente, les investisseurs dans les hedge funds estiment que la gestion de risque constitue désormais l'une de leurs principales préoccupations.

¹FERGUSON Roger, LASTER David, *Op.cit*, p 55.

Chapitre III Influence des hedge funds sur les marchés financiers (en référence à la crise des subprimes 2007)

Il apparaît que le rôle des hedge funds dans la crise financière a été exagéré ; en effet, beaucoup de fonds n'utilisent pas l'effet de levier et la plupart en font un usage très modéré.¹

1-4-4 Motifs d'inquiétude

Les hedge funds peuvent induire un risque systémique à travers principaux mécanismes : La convergence des styles, la superposition des opérations de levier et les transactions pour compte propre des banques.

La convergence des styles, nous pouvons craindre que si plusieurs hedge funds ont choisi des modèles et des styles de négociation semblables, ils finissent par générer des perturbations sur le marché en allant tous dans le même sens ; ce qui les pousserait à vendre tous au même moment en cas d'apparition d'un événement déterminant. Fung et Hsieh (2000) ont observé une convergence des styles qui peut amener les fonds à procurer les mêmes transactions, peut-être pour des raisons différentes.

La superposition des opérations de levier, l'impact de ce comportement moutonnier pourrait être aggravé par une superposition des opérations de levier. Les investisseurs empruntent pour investir dans des fonds de fonds ou d'autres catégories de hedge funds ; ces fonds de fonds empruntent à leur tour pour investir dans les hedge funds ainsi les hedge funds empruntent et utilisent des dérivés pour se financer. Il serait opportun de se méfier d'une telle pratique, qui peut exposer les fonds à de lourdes pertes.

Ce recours à cet effet de levier est généralement problématique car les banques risquent d'aggraver les difficultés des marchés financiers en retirant des liquidités pendant ces périodes délicates. En effet, les opérations pour compte propre des grandes banques, qui pratiquent des stratégies de négociation semblables à celles des hedge funds, sont de plus en plus nombreuses et volumineuses.

Le risque lié à ces dernières vient de l'interdépendance entre les primes brokers et les hedge funds en particulier lorsque ces organismes octroient des lignes de crédit aux hedge funds pour des raisons de contrepartie.

Entre 2003 et 2005, les sociétés membres du NYSE (les statistiques qui datent aussi de 2006) ont gagné davantage sur ces opérations que sur les commissions de courtage. Sur les neuf (09) premiers mois de l'année 2006, elles leur ont rapporté deux fois plus que leurs commissions.²

¹ FERGUSON Roger, LASTER David, *Op.*, cit. p 56.

² *Ibid.* p 58.

Chapitre III Influence des hedge funds sur les marchés financiers (en référence à la crise des subprimes 2007)

SECTION 02 : Analyse des hedge funds en référence à la crise des subprimes 2007

Les *hedge funds* sont soumis à des risques de pertes extrêmes lorsque des chocs défavorables se produisent sur les marchés au cours de la crise des subprimes en 2007. Ces risques sont amplifiés par l'effet de levier utilisé sans aucune restriction. Par ailleurs, l'interaction entre le risque de crédit et de liquidité entraîne des ventes de détresse d'actifs afin de répondre aux appels de marge des primes brokers.

2-1 Aperçu général sur les marchés financiers internationaux et la crise des subprimes 2007

2-1-1 Les marchés financiers internationaux

Les marchés financiers sont des marchés où, s'échangent, circulent et s'effacent des créances et des actifs monétaires et financiers liés à des opérations ou de circulations internationales de flux financiers ; ils permettent la confrontation de l'offre et de la demande des capitaux, donc il s'agit d'un lieu où s'échange l'instrument financier ; ces derniers sont représentatifs :

- De propriété, c'est-à-dire les obligations ;
- De liquidité, c'est-à-dire marché monétaire et de devise, c'est-à-dire marché des changes ;
- De contrat à terme, c'est-à-dire les futures.

2-1-1-1 Rôle du marché financier international

Son rôle consiste en :

- La collecte des capitaux (financement d'entreprise) ;
- La liquidité de l'épargne investie à long terme ;
- La négociation des risques [titrisation] ;
- Un instrument d'ouverture et de présentation et de regroupement des entreprises.¹

2-1-1-2 Les différents compartiments des marchés financiers internationaux

Nous distinguons trois (03) principaux compartiments des marchés financiers internationaux : les marchés des euro- devises, le marché des euros-crédit et le marché des euro-obligations.

A- Marché eurodevise : on appelle eurodevise, des devises déposées dans une banque en dehors des pays d'émission de ces devises. Par exemple, on appelle euro-dollars des dollars déposés en dehors des Etats Unies d'Amérique (USA).

B- Marché eurocrédit : les pays émergents demandent souvent ces crédits sur le plan international, c'est le FMI et la banque mondiale qui prêtent le plus, mais les états

¹ Site officiel de l'autorité du marché financier : www.amf.fr, consulté le 12/10/2017, à 18 :20.

Chapitre III **Influence des hedge funds sur les marchés financiers (en référence à la crise des subprimes 2007)**

choisissent plus le FMI. Le marché eurocrédits représente une forme importante du financement à moyen terme. En réalité, les eurocrédits constituent des financements à court terme que les banques prêteuses refinancent sur le moyen terme (crédit ROLL-OVER).

C- Marché euro-obligation : c'est un marché à long terme ; on entend par une obligation émise par un emprunteur (une entreprise, une organisation, une unité publique). L'obligation libellée en devises est placée sur plusieurs places financières internationales, il s'agit par exemple de l'émission par un emprunteur brésilien d'euro-dollars sur le marché Anglais et Suisse.¹

2-1-2 Aperçu sur la crise des subprimes

La crise des subprimes est une crise financière qui toucha le secteur des prêts hypothécaires à risque (en anglais : subprime mortgage) aux États-Unis à partir de juillet 2007. Avec la crise bancaire et financière de l'automne 2008, ces deux phénomènes inaugurent la crise financière mondiale débutant en 2007 et la crise économique mondiale des années 2008 et suivantes.

La crise est en grande partie la conséquence de la politique monétaire de la Fed : entre 2001 et 2004, elle a procédé à une baisse de ses taux directeurs et à une injection massive de liquidité dans le système monétaire globale (notamment suite aux événements de 2000 – chute des valeurs technologiques du Nasdaq – et 2001 – les attentats terroristes). Les investisseurs ont profité des taux bas pour spéculer sur le marché immobilier, ce qui a mené à une hausse des prix de l'immobilier. Les banques, elles aussi, ont prêté généreusement en prenant un risque soutenu car les prêts étaient gagés sur la valeur de l'immobilier.²

Les ménages américains à risque, les « subprimes », ont bénéficié des conditions d'octroi de crédit favorables : taux bas les premières années, mais puis indexé sur les taux du marché.

Après 2004, suite à une inflation devenue galopante, la Fed a procédé à un durcissement de la politique monétaire et à la hausse des taux, qui sont passés de 1% à 5,25% en quelques années. Sur le marché immobilier, les prix commencent à chuter à partir de 2006. Les prêts étant à taux variable et l'immobilier ayant baissé sous sa valeur de garantie, les ménages les plus fragiles font défaut. Les banques saisissent les biens des emprunteurs insolubles et les

¹ Didactique en bourse et marchés financier, sur : www.edubourse.fr, consulté le 12/10/2017, à 10 :15.

² André Cartapanis, Jérôme, Revue d'économie financière « les hedge funds et la crise financière internationale », 2016, p 1.

Chapitre III Influence des hedge funds sur les marchés financiers (en référence à la crise des subprimes 2007)

stocks de logement augmentent, avec un impact sur le prix de l'immobilier qui continue de baisser.

La contagion de la crise des subprimes aux marchés financiers, à l'économie américaine et à l'échelle mondiale s'est produite par le biais de la titrisation. Le marché monétaire et obligataire a été frappé par une grave crise de liquidité : les investisseurs en quête de liquidité et ne pouvant revendre ses actifs titrisés, se sont tournés vers le marché des Commercial Papers.

La crainte que les emprunteurs sur le marché monétaire soient détenteurs d'actifs titrisés. La baisse du moral des ménages, de l'activité du secteur financier et le resserrement des conditions de crédit en termes de prix et de qualité ont mené à une baisse de la consommation des ménages et de l'investissement des entreprises qui n'ont plus les financements nécessaires et, en suite, à la baisse de la croissance et ralentissement de l'économie américaine.

Les impacts les plus importants à l'échelle mondiale se sont fait ressentir dans les pays développés, notamment en Europe. Toutefois, ils restent limités du fait que les moteurs de croissance de l'économie mondiale ne sont plus les Etats Unis, mais les pays émergents comme la Chine et l'Inde, qui ont joué un rôle d'amortisseur dans la crise¹.

Les statistiques ont montré qu'entre 2001 et 2006 :

- Les montants ont été multipliés par sept (07) pour passer de 94 à 685 milliards de dollars ;
- augmentation des emprunts à taux variables au détriment des emprunts à taux fixe : les premiers passent de 1 à 13% et les derniers de 41 à 26% ;
- En 2006, les prêts hybrides représentent 15% des prêts subprimes (contre moins de 3% en 2005) ;
- Les produits dérivés représentent l'essentiel de la masse monétaire, 630 000 milliards de dollars, c'est-à-dire 13 fois le PIB mondial ;
- Les CDS (crédit default swap) qui sont au cœur de la tempête représentent 62 000 milliards de dollars dans le monde.

2-2 Hedge funds : forces déstabilisantes des marchés financiers

En s'agissant d'un univers divers, ayant seulement de grandes caractéristiques communes. Nous allons nous focaliser sur les conséquences du développement des hedge funds, à travers les deux mécanismes :

- La variabilité accrue des marchés financiers
- La contagion des crises d'un marché à l'autre.

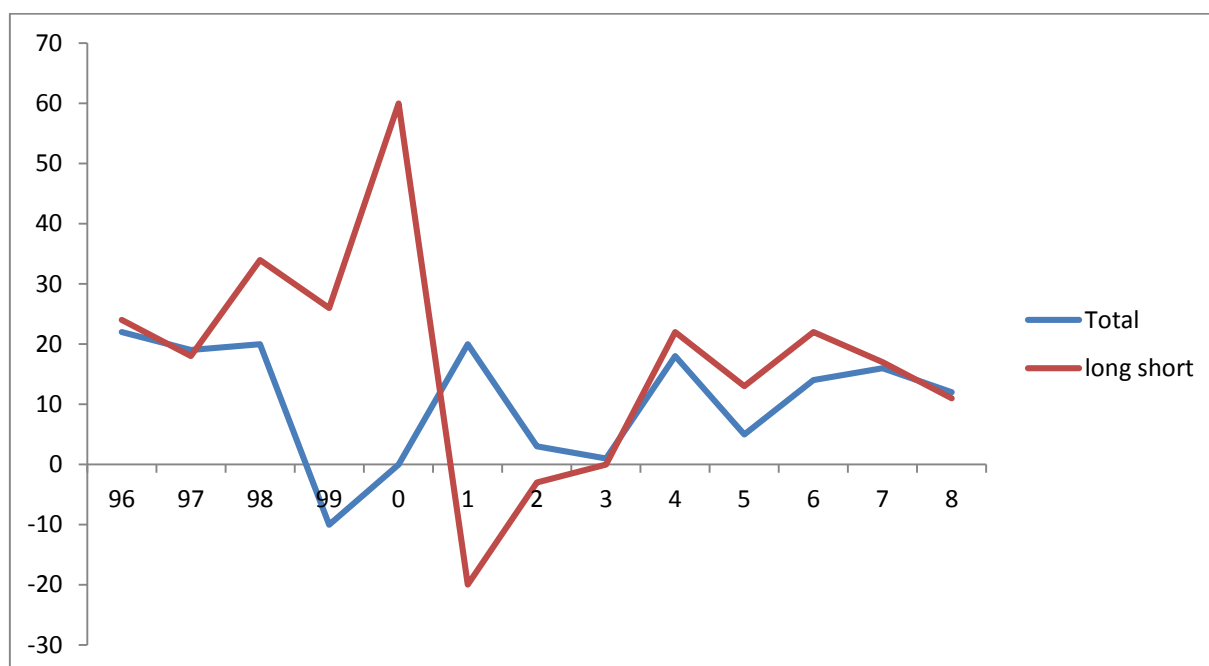
¹ www.lesechos.fr. Comprendre la crise subprime.

Chapitre III Influence des hedge funds sur les marchés financiers (en référence à la crise des subprimes 2007)

2-2-1 La variabilité accrue des marchés financiers

Nous remarquons dans la figure N° 13 que le rendement des hedge funds n'est pas linéairement lié à celui des marchés financiers (obligations d'entreprise surtout d'actions). Les hedge funds sont négativement affectés par les reculs du marché, suite à leur délai de réaction¹

Figure N° (13) : Rendement des hedge funds (GA en %)



Sources : ARTUS Patrick : « Les hedge funds ont-ils une influence déstabilisante ? », Revue d'économie financière, N°93, 2008, p 105.

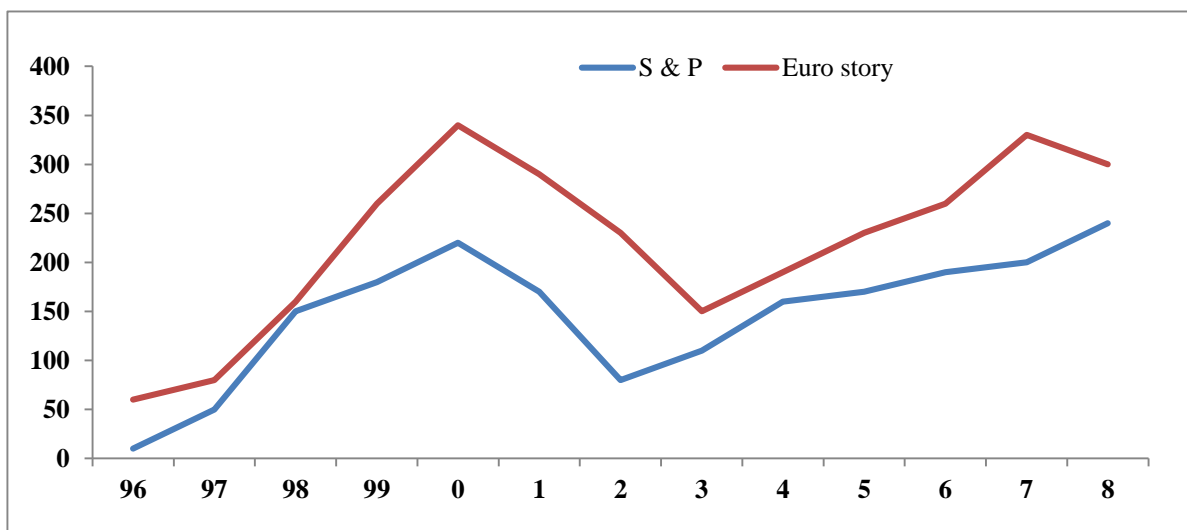
Ainsi, en août 2007, le recul des cours boursiers (figure N° 14) pousse à une performance négative (-3% sur le mois) pour les hedge funds ; sur la même année 2007 dès septembre, la performance redevient fortement positive pour l'industrie de 14% environ. Lorsque le marché des actions (ou de crédit) recule, certains fonds ont naturellement des performances très mauvaises.

Ils prennent des paris directionnels sur des tendances ou sur l'impact d'un catalyseur (de type opération de fusion-acquisition pour certains titres), paris qui échouent si les marchés se retournent brutalement à la baisse. Mais, l'observation des rendements montre que le plus souvent, les hedge funds gèrent leur exposition (corrélation) avec le marché (leur bêta), à la hausse quand le marché progresse, et vice versa. L'effet négatif des reculs des marchés sur leur performance est démontré dans la figure N°15.

¹ ARTUS Patrick, « les hedge funds ont-ils une influence déstabilisante ? », Revue d'économie financière, N°93, 2008, p 103.

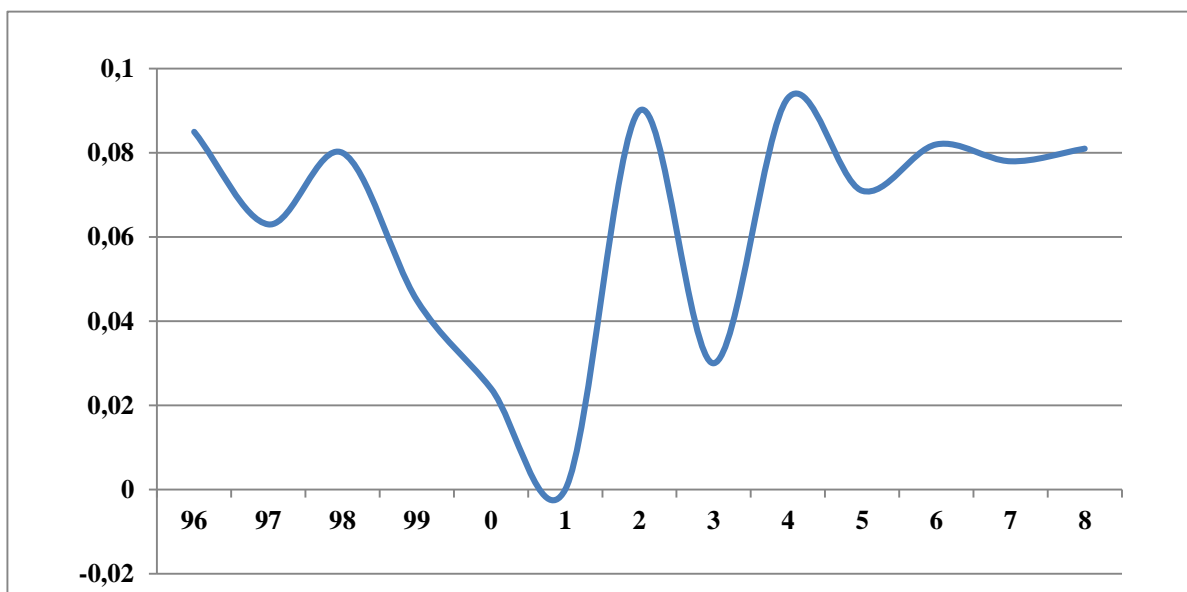
Chapitre III Influence des hedge funds sur les marchés financiers (en référence à la crise des subprimes 2007)

Figure N° (14) : Indice boursier



Source : PATRICK ARTUS, les hedge funds ont-ils une influence déstabilisante ?, p 106.

Figure N° (15) : Corrélation glissante sur 24 mois des rendements des hedge funds avec l'indice MSCI Monde en \$



Source : PATRICK ARTUS, les hedge funds ont-ils une influence déstabilisante ?, p 107.

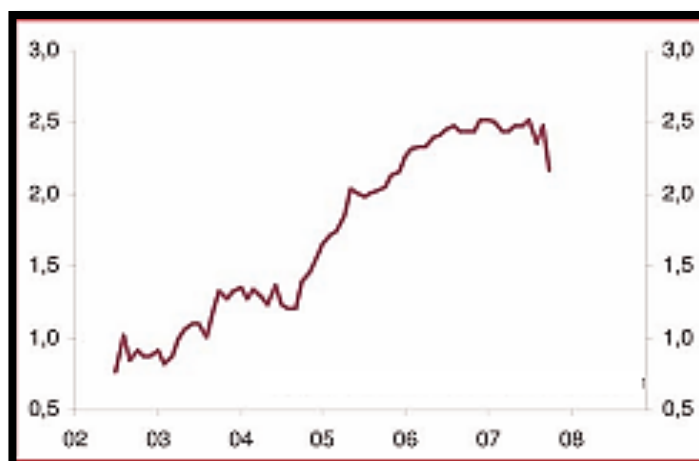
Nous remarquons que le rendement des hedge funds est similaire au rendement des actions quand celui-ci est favorable (2003-2006), il est bien meilleur que le rendement des actions quand celui-ci est défavorable (2001-2003).¹

Les hedge funds se distinguent des fonds classiques par leur capacité à gérer rapidement au cours du temps leur sensibilité aux évolutions de marchés (leur bêta) ainsi que par leur niveau de levier d'endettement. (Voir figure N° 16).

¹ARTUS Patrick , *Op.*, cit, p3.

Chapitre III Influence des hedge funds sur les marchés financiers (en référence à la crise des subprimes 2007)

Figure N° (16) : Levier des stratégies Long/short Equity



Source : PATRICK ARTUS, op. Cit, p 107.

L'estimation économique permet de mettre en évidence le lien non linéaire (de type optionnel) entre le rendement des hedge funds et celui des actions. Lorsque le rendement des actions est négatif, ces fonds se transforment en actif sans risque et leur rendement est indépendant de celui des actions (de l'ordre de 4%) ; lorsque le rendement des actions est positif, les hedge funds se corrént aux actions : l'élasticité du rendement de ces fonds spéculatifs au rendement des actions est alors de l'ordre de 0,9.

Cette manière de dire peut être paradoxale, cette caractéristique de gestion prudente du risque par les hedge funds est globalement déstabilisante pour les marchés financiers. En effet, les hedge funds dont l'encours géré est devenu considérable, sont vendus quand les prix de marché (les cours boursiers, les spreads de crédit) baissent ; ils sont acheteurs quand les prix des marchés augmentent.

Si une catégorie d'investisseurs sur un marché financier est vendeuse et non acheteuse lorsque les prix baissent, nous remarquons que son influence est déstabilisante.¹Ceci avait déjà été observé dans le passé pour les garanties en capital associés aux fonds d'investissements et qui impliquent des ventes en cas de baisse des cours. Nous avons observé qu'il y a donc une amplification des fluctuations spontanées des marchés financiers.

Dans la période récente, nous avons constaté, aussi bien pour les cours boursiers que pour les spreads de crédit, une hausse rapide des marchés, qui traduit une baisse des spreads interrompue par des « Mini-crisis » brutales : Mai-Juin 2005, Mai-Juin 2006, février-mars 2007, juillet-août 2007, décembre 2007-janvier 2008. Les crises correspondent aussi à des remontées brutales mais de courte durée de la volatilité.²(Voir figures N° 17 et 18)

¹ ARTUS Patrick , *Op.*, cit, p4.

² Ibid,p5.

Chapitre III Influence des hedge funds sur les marchés financiers (en référence à la crise des subprimes 2007)

Figure N°(17) : Spreads de crédit High Yield contre swaps

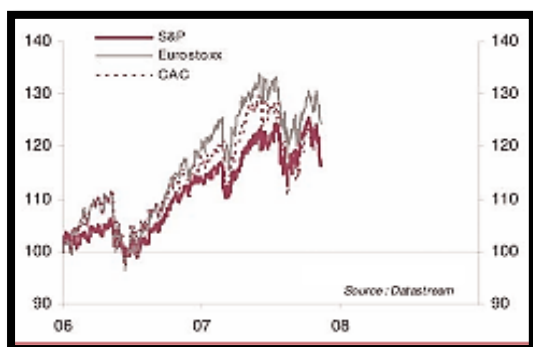
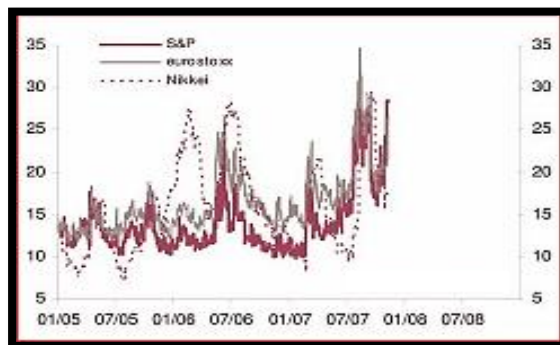


Figure N°(18) : Volatilité implicite des actions



Source :ARTUS Patrick, La revue du trésor, janvier, 2008, N° 01, p 5.

Nous parvenons donc à une première conclusion pertinente : contrairement à une idée reçue, les hedge funds sont des investisseurs prudents, se decorrèlent des marchés en majorité quand l'évolution devient favorable. Mais c'est ce comportement prudent qui accroît la variabilité des marchés, tandis que les hedge funds sont vendeurs lorsque les prix des actifs baissent.¹

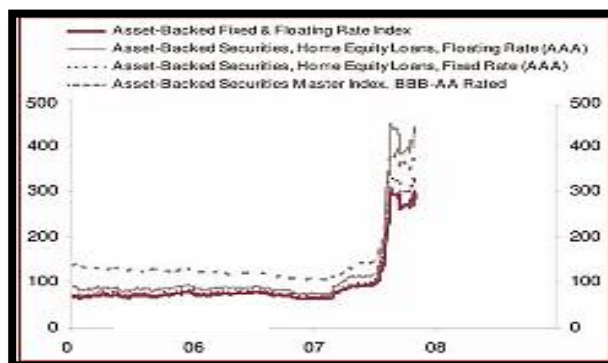
2-2-2 Transmission des crises d'un marché à l'autre

La première caractéristique des hedge funds, c'est qu'ils sont des investisseurs prudents, ils transfèrent les risques vers les marchés et accroissent ainsi la volatilité de marché.

Leur seconde caractéristique est qu'ils peuvent transmettre une crise d'un marché à un autre. Le cas de l'été 2007 est assez éclaircissant. Cette crise financière débute par la chute de la valeur des actifs complexes liés aux subprimes et ce en raison de la forte hausse des défauts sur les crédits subprimes (17% à la fin de 2007).

Comme nous le voyons dans la figure qui suit, il y a une chute des prix (une hausse des spreads) pour les ABS bâtis à partir des crédits immobiliers.(Voir figure N° 19)

Figure N° (19): Spreads ABS



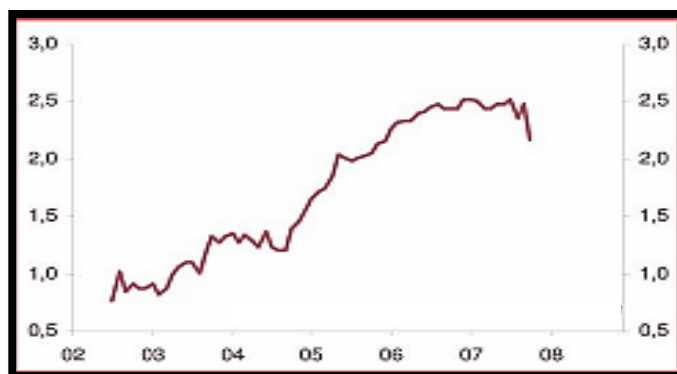
Source :ARTUS Patrick, La revue du trésor, janvier, 2008, N° 01, p 6.

¹ARTUS Patrick, *Op.*,cit p 6.

Chapitre III Influence des hedge funds sur les marchés financiers (en référence à la crise des subprimes 2007)

Ensuite, elle se transmet aux autres produits structurés, comme les structurés de crédit (CDO) en raison de la ressemblance du montage entre ces produits et les ABS de crédits immobiliers et de la perception par les investisseurs de l'insuffisance de la liquidité sur ces produits. Nous assistons alors à l'ouverture induite des spreads sur les CDS (Voir figure N°20).¹

Figure N° (20) : Indice ITRAXX



Source :ARTUS Patrick, La revue du trésor, janvier, 2008, N° 01, p6.

Ce recul intéressant de la valeur des ABS et des CDO (produits titrisés basés sur ces crédits bancaires et structurés de crédit) entraîne des pertes considérables chez les hedge funds qui détenaient ces actifs ; il génère aussi un renforcement des conditions du crédit par les banques qui octroient le levier d'endettement aux banques (appel de marge, non renouvellement de certains crédits, réduction du crédit en relation des actifs sous-jacents...) ; il génère aussi la sortie de certains investisseurs qui demandent aux hedge funds de rembourser leurs parts.

En cherchant à obtenir la liquidité qui leur est nécessaire, ils doivent alors vendre des actifs détenus en portefeuille autre que ceux qui sont initialement affectés par la crise.

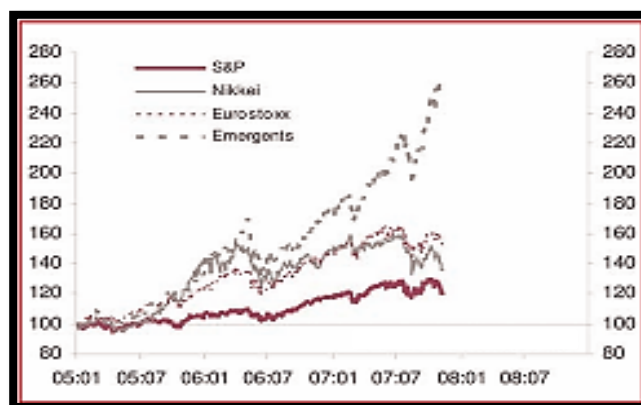
Les ventes d'actions, par certains hedge funds à la recherche de liquidité au début de 2008, il y'a l'amplification du recul du marché des actions, à l'été 2007 (comme nous le constatons à travers la figure ci-dessous). Ce comportement moutonnier des hedge funds à la recherche de liquidité est devenue plus importante en 2007, il implique qu'ils vendent des actifs dont les fondamentaux n'ont pas varié, pour satisfaire leur besoin d'activité venant de la perte de la valeur d'autres actifs. Ceci transmet la crise, la perte de valeur des marchés d'actifs où cette perte de valeur légitime vers les marchés d'actifs où elle n'est pas fondée, d'où les mécanismes de contagion fondamentalement incompréhensibles.² (Voir figure N°21)

¹ ARTUS Patrick, *Op.*, cit. p 8

² Ibid, p 89.

Chapitre III Influence des hedge funds sur les marchés financiers (en référence à la crise des subprimes 2007)

Figure N° (21) : Indice boursier (100 en 2006)



Source : Patrick ARTUS, Les hedge funds sont-ils déstabilisants?, revue de trésor, N° 05, p 3.

2-3 Cas de la crise des subprimes (2007)

2-3-1 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 aux risques systémiques. 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 étendue 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.¹

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 *primes brokers* qui sont presque toujours des départements de grandes banques d'investissement. C'est le 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.

¹ Patrick ARTUS, *Op. cit.*, p 3.

Chapitre III Influence des hedge funds sur les marchés financiers (en référence à la crise des subprimes 2007)

Le problème vient de l'interdépendance entre les *primes 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.¹

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 N° 09). 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.²

Tableau N° (09) : La place des *hedge funds* dans la détention de CDO avant la crise

En %

	Assurances	Hedgofunds	banques	Asset managers
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	1396	746	564

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

Les hedge 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).

¹HABBAS Boubeker, *Op.cit*, p 91.

²<http://www.letemps.ch/Facet/print/Uuid/ac71f036-4b2a-11df-9497-62>.

Chapitre III Influence des hedge funds sur les marchés financiers (en référence à la crise des subprimes 2007)

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 nous l'avons 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.

2-3-2 Les hedge funds générateurs de risque systémique

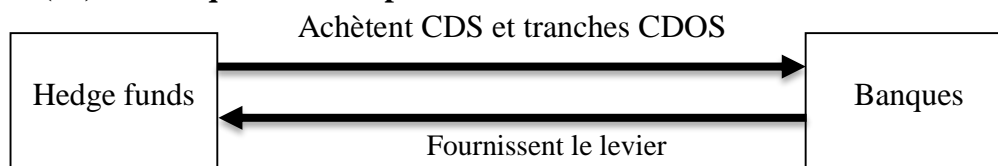
« La recherche systématique de rendements absolus au-dessus de 20% dans des économies à croissance faible, où les taux d'intérêt obligataires sont au tour de 5%, la prime de risque action de 6% et le rendement des actions de 8 à 10%, n'est possible qu'en prenant des risques très importants.

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.¹

Le levier moyen des hedge funds serait d'environ 3 (6tr\$ d'actifs détenus avec un apport des investisseurs de 2 trillions. 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.

Le levier entraîne d'importants risques de contrepartie entre les hedge funds et les *primes brokers*.

Figure N° (22) : Le risque de contrepartie



Source : Michel Aglietta et Sandra Rigot, p 52.

¹AGLIETTA Michel et RIGOT Sandra, *Op.cit*, p 53.

Chapitre III Influence des hedge funds sur les marchés financiers (en référence à la crise des subprimes 2007)

Dans la phase d'expansion spéculative du crédit les primes 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 entant 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 l'ami-2003, atteignant en 2005 un pic sans égal auparavant».¹

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 la figure 22, 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 *primes brokers* acceptent de financer.

¹ANDRÉ Catapanis et TEILETCHE Jerome, *Op., cit.* p7.

Chapitre III Influence des hedge funds sur les marchés financiers (en référence à la crise des subprimes 2007)

Si la valeur des positions d'actifs du hedge funds 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.

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 risque pris sur les actifs illiquides.¹

2-4 Les effets dévastateurs de cette crise sur l'industrie des hedge funds

L'industrie des hedge funds a connu la crise la plus importante de son existence. S'ils ont joué un rôle de bouc émissaire dans la propagation du risque systémique dans la crise qui a éclaté en juillet 2007, ils en sont également devenus des victimes sous le triple effets d'une forte baisse de leurs rendements, des retraits des capitaux des investissements dont les locks up sont arrivés à expiration et des appels de marges des primes brokers.

Selon les indices construits par l'observation des hedge funds HFR (Hedge funds Research), les stratégies, qui ont été plus touché en 2008, sont les stratégies d'arbitrage opérant à la fois dans les marchés du crédit et d'action (convertible arbitrage) et du crédit d'action (relative value arbitrage).

Ces stratégies sont sensibles aux phénomènes extrêmes qui font diverger les spreads de crédits dangereusement, à cause de leur énorme levier, alors que les paris spéculatifs sont construits sur leur rétrécissement.

La réaction des primes brokers à l'encontre des pertes de hedge funds, en octobre 2008, en exigeant de 25 à 40% de la position d'actif en collatérale afin de constituer une marge initiale, contre 10 à 15% en avril, a aggravé la situation financière de ces fonds.

Les stratégies qui ont tirés profit de la situation sont « equity market neutral », stratégie qui est effectivement construite pour être orthogonale aux mouvements des marchés boursiers, « Global Macro » et bien sûr, « Short Bias », une stratégie construite sur des paris boursiers et financé par des ventes à découvert.²(Voir Tableau N° 10).

¹ ANDRÉ Catapanis et TEILETCHE Jerome, *Op., cit.* p 18.

² AGLIETTA Michel, KHANNICHE Sabrina, RIGOT Sandra, *Op., cit.* p 179.

Chapitre III Influence des hedge funds sur les marchés financiers (en référence à la crise des subprimes 2007)

Tableau N° (10) : Performance des hedge funds en 2008

	Décembre 2007- Décembre 2008	Janvier 2008- Juin 2008	Juin 2008 Décembre 2008
Convertible arbitrage	-33,93%	-6,46%	-30,76%
Distressed	-25,27%	-2,80%	-23,43%
Emerging Markets	-36,16%	-6,87%	-35,19%
Equity Hedge	-26,27%	-3,79%	-25,63%
Equity Market Neutral	-5,50%	2,49%	-6,95%
Event-driven	-22,03%	-2,65%	-20,97%
Fund of funds	-21,02%	-2,42%	-20,11%
Short Bias	28,81%	9,90	24,28%
Macro	5,86%	6,54	-5,87%
Merger arbitrage	-5,63%	-0,90	-19,01%
Multi-Strategy	-20,27%	-2,41	-17,41%
Relative Calue	-17,51%	--1,39	-19,00%
Indice global des hedges funds	-18,59%	-1,36	

Source: HFR calculus Sabrina, Khanhiche, Goupama-am, p 182.

Au second semestre 2008, nous remarquons que la dégradation foudroyante des performances s'est réalisé, c'est l'a qu'on assiste à l'apparition du risque extrême.¹

Certains hedge funds réagissent mieux que d'autres, ce fut le cas des gestionnaires des stratégies macro et short bias car ils n'ont pas tous le même comportement en phase de crise.

La détérioration des stratégies « Emerging markets » montre bien les mauvais paris des hedge funds qui ont été piégés dans la croyance dans le fameux découplage des pays émergents.

Il existe des différences énormes de performance, non seulement selon les stratégies mais aussi selon les hedge funds individuels pour une même stratégie. (Voir tableau N°11).

Tableau N° (11) : Performances 2008 de quelques hedge funds célèbres

Nom	Rendement 2008 (%)	Stratégie
Ceberus	-10,0	Distressed
GLG European	- 15,0	Long/short equity
Tudor BVI	- 4,8	Global macro
AHL Diversified	33,2	Managed futures
London Diversified	-27,7	Fixedincorne
PaulsonAdvantage +	37,8	Event- driven
Ferox	-51,4	Convertible arbitrage
Harbinger	-27,1	Event-driven

Source : HFR.

¹ AGLIETTA Michel, KHANNICHE Sabrina, RIGOT Sandra, *Op.*, cit, pp179,180.

Chapitre III Influence des hedge funds sur les marchés financiers (en référence à la crise des subprimes 2007)

En illustrant le cas de JOHN PAULSON, qui a fait des gains substantiels en 2008, toujours comme GEORGE SOROS en 1992, en spéculant sur la baisse de la livre sterling contre les banques au Royaume Uni ; la FSA (Financial Services Authority¹) qui est le gendarme du marché financier accuse Paulson d'avoir été le principal responsable de la défiance boursière dont ont été victimes les plus prestigieuses banques Britanniques (HBOS, Royal Bank of Scotland, Lloyds.TSB et Barclays) en septembre et en octobre 2008. ²

Les performances des hedge funds se sont à peu près tenues jusqu'à septembre 2008, où tout s'est effondré non seulement mais des baisses importantes de valeurs des actifs de 30 à 40% ont entraîné le retrait des investisseurs et la fermeture de nombreux hedge funds.

Les hedge funds se sont comportés comme une banque en se gavant d'actifs illiquides tout en abusant des marches du crédit à terme pour les financer, c'est une manière de se mettre dans la dépendance de la confiance des marchés qui est instable par nature.

Pourtant, ils avaient mieux fait que le marché boursier dans la première partie de l'année 2008, les 30 principaux hedge funds américains spécialisés dans le trading des actions ont sous performé un marché boursier en chute libre après la fin août.

Au total, 600 milliards de dollars d'actifs, sur un montant global de 1900 milliards sous gestion, ont disparu dans l'année 2008, année pendant laquelle 1500 fonds ont été liquidés. Grâce aux politiques de relance budgétaire et d'injection massive de liquidités par les banques centrales prêteurs en dernier ressort ont remis de l'ordre dans les prix des actifs.

A partir de mars 2009, le rebond des bourses et le reflux des spreads de crédit ont permis aux hedge funds, comme à n'importe quel autre gérant d'actifs, de refaire des profits. A cette période, seule la stratégie « short Bias » a été lourdement perdante.

Malgré cela, l'industrie des hedge funds est énormément affaiblie par rapport à ses ambitions de garantie de rendements absolus et de capacité à faire de « alpha », ambitions qui apparaissent de plus en plus pour ce qu'elles sont : une illusion. Suite à la contestation, des commissions exorbitantes qui sont tirées aux clients, une annonce a été faite par CALPERS sur cette question. CALPERS étant l'un des plus importants fonds de pension du monde ait mis aussi longtemps pour s'en rendre compte est un mystère. ³(Voir tableau N°12).

¹Financial Services Authority) est une ancienne autorité britannique de régulation du secteur financier, qui a existé de 2001 à 2013.

²AGLIETTA Michel, KHANNICHE Sabrina, RIGOT Sandra, *Op.,cit*, pp. 181,182.

³*Ibid*, pp183,184,185

Chapitre III Influence des hedge funds sur les marchés financiers (en référence à la crise des subprimes 2007)

Tableau N° (12) : Performance des hedge funds de janvier à juillet 2009

Convertible	38,63%
Distrssed	12,16%
Equity hedge	15,81%
Emerging markets	25,22%
Equity market Neutral Index	0,50%
Event-driven Index	12,55%
Macro Index	1,76%
Merger Arbitrage	6,87%
Multi-Strategy	15,86%
Relative Value Index	16,00%
Short Bias	-15,20%
Indice global des hedge funds	12,17%

Source : HFR.

Les fonds de fonds étant un segment de l'industrie des hedge funds qui souffre le plus. Grâce à leur connaissance supposée des meilleurs gérants, ils remettent une couche de commissions seulement pour offrir aux investisseurs un portefeuille diversifié de hedge funds.

Les performances désastreuses de 2008 ont entraîné une crise de confiance entre les hedge funds et les investisseurs ; ils remettent en cause les slogans rendements absolus et de « Alpha ». Les menaces de rachat de parts par ces derniers et les rachats dès que cela a été possible ont aggravé les vente forcées d'actifs.

Ils ont contribué à la réduction de la taille de l'industrie dont le montant d'actifs sous gestion s'établie en 2008 à près de 1900 milliards de dollars US, suite aux désengagements des investisseurs dont la confiance a été lourdement altérée. Le montant des encours aurait diminué de moins de 20%, selon Eureka hedge cette année-là. Malgré une collecte positive de 16,5 milliards de dollars au 1^{er} trimestre 2008, elle est de même inférieure de près de la moitié de 30,4 milliards de dollars constatés le dernier trimestre de 2007. Un fort ralentissement s'est fait sentir à partir du deuxième semestre 2008. Les investisseurs ont retiré près de 250 milliards de dollars entre octobre 2008 et mars 2009 (selon HFR).

En effet, une étude de la Bank of new York Mellar et la société de conseil Casey quirk & Associates, dévoile que sur la période 2008-2009, la clientèle de particuliers fortunés devrait représenter 80% des rachats des hedge funds, soit plus de 500 milliard de dollars, contre 20% pour les investisseurs institutionnels. L'année 2009 s'annonce comme l'année de la reprise, selon Eureka hedge, les hedge funds ont, au mois de mai, enregistré des entrées de capitaux d'un montant de 11,3 milliard de dollars qui ne compensent pas les sorties de 2008.

Chapitre III Influence des hedge funds sur les marchés financiers (en référence à la crise des subprimes 2007)

D'après HFR, près de 1500 fonds ont fermé, soit 15% de l'industrie. Certes, ce n'est pas la première fois que les hedge funds subissent le désintérêt des investisseurs. Lors de la crise obligataire de 1994, ces soi-disant (supermen) de la finance n'avaient pas mieux anticipé la remontée des taux d'intérêt que tout un chacun à la suite du durcissement de la politique monétaire américaine en février.¹

¹ANGLIETTA Michel, KHANNICHE Sabrina, RIGOT Sandra, Op., Cit, p.185, 186, 187,188

Chapitre III Influence des hedge funds sur les marchés financiers (en référence à la crise des subprimes 2007)

Conclusion

En guise de conclusion, nous pouvons déduire que les hedge funds sont très favorables aux investisseurs mais générateurs de risques macro-économiques. Nous avons vu que la flexibilité de leur corrélation aux marchés des grandes classes d'actifs (actions, crédits) permettait aux fonds spéculatifs d'être extrêmement attrayants pour les investisseurs : rendements élevés, risques faibles, protection grâce à cette corrélation flexible contre les mouvements des marchés.

Mais son développement est une source de déstabilisation pour les marchés financiers puisque la gestion des hedge funds les a amené, en moyenne, à être acheteurs quand les prix sont élevés et vendeurs quand les prix sont bas, et une source de contagion entre marchés d'actifs. Les disfonctionnements de certains marchés se transmettent d'un marché à l'autre où les déterminants fondamentaux de la valeur des actifs n'ont pas variés ; ceci est dû au besoin de la liquidité qui apparaît pour eux lorsqu'ils réalisent des pertes sur certains marchés et qu'ils ne peuvent satisfaire qu'en vendant d'autres actifs de bonne qualité.

D'une manière à l'autre, les hedge funds progressent rapidement et leurs activités ont une incidence considérable sur les marchés financiers en se référant à la crise des subprimes mais cette crise aussi a eu des effets assez énormes sur leurs performances.

Conclusion

Générale

Conclusion générale

En étant l'un des compartiments des investisseurs institutionnels, les hedge funds sont devenus des acteurs au cours des dernières années, des produits financiers très sollicités par les investisseurs et, tout particulièrement, par les investisseurs. Les hedge funds sont des véhicules d'investissement qui utilisent un large éventail de techniques financières permettant de spéculer sur l'évolution des marchés, quelle que soit la tendance des marchés.

Malgré que ces fonds sont peu transparents, limités dans leur taille, souvent domiciliés dans les paradis fiscaux, ces derniers occupent une place importante dans la finance moderne grâce à la croissance rapide qu'a connu ce secteur sur les marchés des capitaux. D'autre part, les hedge funds sont considérés comme des véhicules financiers moins réglementés des produits financiers. C'est pourquoi cette quasi-absence de contraintes réglementaires, offre aux gestionnaires de hedge funds un cadre idéal pour mettre en œuvre leurs stratégies d'investissements sophistiquées contrairement à la gestion traditionnelle. La gestion alternative est un mode de gestion très risqué mais est désormais à la tête de près de 6500 milliards de dollars US d'actifs répartis dans 562 entités (avec 54% des allocations, l'Amérique du Nord reste la destination privilégiée tandis que l'Europe recueille 33% des actifs alternatifs contre 8% pour l'Asie pacifique et 6% pour le reste du monde).¹

Les stratégies utilisées par ces fonds dits alternatifs sont basées sur l'utilisation de différents instruments qu'ils utilisent à savoir les produits dérivés, les obligations convertibles, les dérivés de crédit et les instruments de base (obligations, actions...), ces dernières sont utilisés soit pour couvrir leurs positions ou bien pour amplifier leur effet de levier afin de spéculer sur différents marchés. Nous constatons que les hedge funds sont très favorables pour les investisseurs mais générateurs de risques systémiques, ces dernières années, la gestion des risques des hedge funds s'est améliorée grâce aux efforts des autorités de régulation, des banques et des intermédiaires, aux préférences des investisseurs institutionnels et à l'institutionnalisation des hedge funds, les hedge funds pourraient perturber les marchés financiers, si ils emploient des stratégies d'investissement analogues, s'ils superposent plusieurs strates d'effet de levier ou encore en raison des opérations pour compte propre des banques. Bien souvent, ils apportent de la liquidité et stabilité au marché financier et ils soutiennent le prix des actifs fortement dévalorisés.

L'objet de notre travail est d'analyser l'influence des hedge funds sur les marchés financiers pendant la crise des subprimes en 2007. Dans cette perspective, nous présenterons

¹www.boursier.com, consulté le 08/10/2017 à 17h30.

Conclusion générale

premièrement, une revue historique sur les éléments d'identification des hedge funds dans le premier chapitre. Nul doute que leurs spécificités en matière de taille, de liquidité et de transparence, de système de rémunération de leurs gérants et surtout les investisseurs qu'ils soient privés ou institutionnels qui s'intéressent beaucoup à ces fonds en leur offrant des opportunités de diversification d'où le slogan rendement absolu quelle que soit la tendance du marché. Depuis le retournement des marchés en mars 2000, la forte croissance de l'industrie des hedge funds a été très favorisée par la demande des investisseurs institutionnels, les paradis fiscaux sont la destination de ces fonds spéculatifs. Ensuite, après avoir illustré les éléments d'identification des hedge funds, nous avons consacré le deuxième chapitre à l'organisation et fonctionnement des hedge funds. Pour mieux comprendre l'organisation et le fonctionnement, il serait important de se concentrer sur le cadre réglementaire, la structure et la construction, les instruments et les outils auxquels ils font recours mais tout en se focalisant sur les stratégies d'investissement de ces fonds spéculatifs.

La façon dont sont structurés les hedge funds montre bien l'innovation qu'apporte ces fonds au secteur de la finance vu que les hedge funds contrairement aux fonds traditionnels, ne sont pas obligés de fournir des informations sur ces positions et sur la taille de leurs actifs sous gestion. Les techniques et les outils utilisés par ces fonds afin de spéculer sur les marchés sont des produits extrêmement risqués en termes de placement. En effet, les stratégies qu'ils adoptent sont des méthodes d'investissement dites agressives, c'est à dire qu'ils investissent massivement sur les marchés.

Afin de répondre à notre problématique, en dernier lieu nous avons consacré le dernier chapitre sur l'analyse de l'influence des hedge funds sur les marchés financiers en référence à la crise des subprimes en 2007, nous avons vu en premier lieu, les opportunités, les performances et les risques liés aux hedge funds. Et, en dernier lieu, l'analyse des hedge funds en référence à la crise des subprime en 2007 dans le but de développer les forces déstabilisantes des hedge funds sur les marchés financiers pendant la crise des subprimes en 2007, tout en faisant un aperçu sur cette crise et illustrer ses effets sur les hedge funds.

Au terme de cette analyse, nous constatons que les hedge funds sont malgré tous des investisseurs prudents et risqués qui présentent des opportunités pour les investisseurs, améliorent la répartition des risques et stabilisent les marchés financiers en période de turbulence pour d'autres mécanismes lorsque la liquidité devient rare et que d'autres participants du marché évitent de négocier sur un titre donné, mais le développement des hedge

Conclusion générale

funds est une source de déstabilisation des cours sur les marchés des actifs, puisque la gestion des hedge funds les poussent à être acheteurs quand les prix sont élevés et vendeurs quand les prix sont bas, et surtout une source de contagion entre les marchés d'actifs.

Suite à l'instabilité des marchés financiers lors de cette crise des subprimes, les hedge funds ont enregistré des mauvaises performances à cette période, cela a incité des retraits de remboursement et la faillite de nombreux fonds. En effet, les hedge funds du point de vue des responsables des institutions financières et monétaires, l'opinion politique comme des fauteurs de trouble sur les marchés, des épouvantails de la finance moderne et il suffit de voir les médias en faire la critique au fil du temps.

Du point de vue des initiés, les hedge funds ont une réputation importante de par leur activité permettant au marché de récupérer un peu de sa liquidité et l'opportunité de placement pour les investisseurs.

Comme dans tous les travaux de recherche, des difficultés ont été retrouvées dans plusieurs étapes lors de l'élaboration de ce travail. En effet, les hedge funds influencent sur tout le système financier mais dans notre travail nous avons eu l'opportunité de se focaliser uniquement sur l'analyse des hedge funds, avantages et influences déstabilisantes des marchés en référence à la crise des subprimes en 2007. En second lieu, au manque de documentation actuelle sur le thème à la bibliothèque centrale.

Suite aux travaux effectués plusieurs à développer et à améliorer, parmi lesquelles nous citons :

- La réglementation des hedges funds par rapport aux autres investisseurs institutionnels.
- Les enjeux des hedge funds en matière de gouvernance des entreprises.
- Les hedge funds et la crise internationale de l'emploi (chômage).

Bibliographie

Bibliographie

🚩 Ouvrages

- 1- AGLIETTA Michel, KHAANNICHE Sabrina, RIGOT Sandra, « Les Hedge Funds (Entrepreneurs ou requins de la Finance ?) », Edition Perrin, Paris, 2010.
- 2- CAPOCCI Daniel, « Introduction aux hedge funds », 2^{ème} édition, Economica, Paris, 2010.
- 3- GERARD Marie Henry, « les Hedge Funds », édition Groupe Eyrolles, Paris, 2008.
- 4- LHABITANT François Serge, « Hedge Funds, origine, stratégies, performance », édition, Dunod, Paris, 2008.
- 5- ROCCI Jean Michel, Arnaud Chriens, « Hedge Funds, investir dans la gestion alternative d'aujourd'hui et de demain », édition défi, 2009.
- 6- TEILETCHE Jérôme, « les hedge funds », Edition la découverte, Paris, 2009.

🚩 Mémoires

- 1- FROMONT Emmanuel, « L'évaluation du risque et de la performance des hedge funds », thèse de doctorat en Sciences de gestion, Ecole de doctorat en Sciences Economiques et de Gestion, Université de Rennes 1, 2006.
- 2- HABBAS Boubekour, « Rôle des hedge funds dans les récentes crises financières », mémoire de magistère en Sciences économiques, option économie et finances internationales, université Mouloud Mammeri, Tizi-Ouzou.
- 3- HAMMI Sofiane, « le rôle des hedge funds dans la genèse et l'exacerbation du risque systématique : cas de la crise des SUBPRIMES », mémoire de magistère, 2012.
- 4- TIBERGHIEEN Gregoire, Les hedge funds, entre risques et performances, quels types de stratégies adoptent-ils ? Mémoire en vue de l'obtention de master 2, en économie et finance, option : Trading- finance Négoce Internationale ESLSCA, 2012.

🚩 Revues

- 1- ARTUS Patrick : « Les hedge funds ont-ils une influence déstabilisante ? », Revue d'économie financière, N°93, 2008
- 2- Banque de France, revue de la stabilité financière, Numéro spécial « hedge funds », N° 10, avril 2010.
- 3- CARTAPANIS André, Jérôme, Revue d'économie financière « les Hedge Funds et la crise financière internationale », N° 10, 2016.
- 4- DANIELSSON et ZIGRAND, « Quel avenir pour la régulation financière », revue de la banque de France, N°13, 2007.

Bibliographie

- 5- FERGUSON Roger et LASTER David, Banque de France, Revue de la stabilité financière, numéro spécial hedge funds, N° 10, Avril 2007.
- 6- J. DANIELSSON et J. P. ZIGRAND, « quelle forme de régulation pour les hedge funds ? ». Revue de la stabilité financière, N° 11, avril 2007.
- 7- KHENNICHE Sabrina, « Les Hedge Funds : quelles implications en termes de risque systémique ? », Revue d'économie Financière N°101, 2011.
- 8- Revue de la stabilité financière numéro spécial, banque de France, « Hedge Funds », N°09, Avril 2007

Sites web

- 1- www.agenceecofin.com.
- 2- www.amf.fr
- 3- www.boursier.com .
- 4- www.boursorama.com
- 5- www.économie.matin.fr.
- 6- www.edubourse.fr
- 7- www.hfr.com
- 8- www.lesechos.fr.
- 9- www.marhedge.com
- 10- www.valeursactuelles.com

Liste des tableaux et figures

Liste des tableaux

Tableau N° 01 : Volume et part de transaction des hedge funds en 2006 (en Mds de dollars et en %)	28
Tableau N° 02 : Les plus grands hedge funds fin 2005 (en MDS dollars)	30
Tableau N° 03 : Top des 10 hedge funds en Europe et aux Etats Unis	30
Tableau N°04 : Evolution de la structure de clientèle des hedge funds (taux de croissance en %)	37
Tableau N° (05) : Les notes de crédit attribuées par Standard & Poor's	51
Tableaux N° (06) : Les stratégies des hedge funds	65
Tableau N° (07) : Répartition des hedge funds par stratégie en 2009	69
Tableau N°(08) : Lourdes pertes et défaillances des hedge funds	83-84
Tableau N° (09) : La place des <i>hedge funds</i> dans la détention de CDO avant la crise	97
Tableau N° (10) : Performance des hedge funds en 2008	101
Tableau N° (11) : Performances 2008 de quelques hedge funds célèbres	101
Tableau N° (12) : Performance des hedge funds de janvier à juillet 2009	103

Liste des figures

Figure N° 01 : Répartition des investisseurs américains	35
Figure N°02 : Répartition des investisseurs non américains dans les Hedge funds	35
Figure N°03 : Utilisation des Hedge funds par les investisseurs institutionnels	36
Figure N° (04) : La structure d'un hedge funds	45
Figure N° (05) : La sensibilité d'une obligation aux variations de taux	50
Figure N° (06) : Fonctionnement d'un swaps de taux	56
Figure N° (07) : Option de vente sur écart de crédit	58
Figure N° (08) : Swap sur le rendement total	58

Liste des tableaux et figures

Figure N° (09) : Swaps sur défaillance	59
Figure N° (10) : Mise en place d'une vente à découvert.....	61
Figure N° (11) : Dénouement d'une vente à découvert.....	62
Figure N° (12) : La répartition des actifs sous gestion par catégorie de stratégies	70
Figure N° (13) : Rendement des hedge funds (GA en %)	91
Figure N° (14) : Indice boursier	92
Figure N° (15) : Corrélation glissante sur 24 mois des rendements des hedge funds avec l'indice	92
Figure N° (16): Levier des stratégies Long/short Equity	93
Figure N°(17) : Spreads de crédit High Yield contre swaps	94
Figure N°(18) : Volatilité implicite des actions.....	94
Figure N° (19): Spreads ABS	94
Figure N° (20) : Indice ITRAXX	95
Figure N° (21) : Indice boursier (100 en 2006)	96
Figure N° (22) : Le risque de contrepartie	98

Table des matières

Remerciements	
Dédicaces	
Liste des abréviations	
Sommaire	
Introduction générale.....	7
Chapitre I.....	12
Eléments d'identification des hedge funds	12
Introduction	13
SECTION 01 : Définitions, caractéristiques et sources de financement des hedge funds	13
1-1 Définitions des hedge funds	14
1-1-1 Définition de la financial Services Authority	14
1-1-2 Définition de l'Alternative Investment Management Association (AIMA).....	14
1-1-3 Définition de Daniel Capocci	14
1-1-4 Définition de Roger Ferguson et David Laster.....	14
1-2 Caractéristiques des hedge funds	14
1-2-1 Fonds limités dans leur taille et leur liquidité.....	15
1-2-1-1 L'existence d'une taille critique.....	15
1-2-1-2 Investissements peu liquide	16
1-2-2 Fonds peu transparents	17
1-2-3 Gérants rémunérés à la performance (rendement).....	18
1-2-4 Clients qualifiés et fortunés	20
1-3 Sources de financement des hedge funds	21
1-3-1 Particuliers fortunés.....	21
1-3-2 Emprunt à des primes Brokers »	21
1-3-3 Fonds de pension	22
Section 02 : Histoires, évolution et répartition des hedge funds par zone géographique et par taille.	22
2-1 Histoire des hedge funds	22
2-1-1 1949 Alfred Winslow : le 1er hedge funds.....	22
2-1-2 Emergence des hedge funds de 1966 à 1974.....	24
2-1-3 L'impact de la globalisation financière des années 80 sur le monde des hedge funds..	25
2-1-4 Les facteurs favorisant l'émergence des hedge funds et leur développement à partir des années 80.....	27
2-2 Répartition des hedge funds par zone géographique et par taille.....	28
2-3-1 Répartition par zone géographique.....	29

Table des matières

2-3-2 Répartition des hedge funds par taille	29
SECTION 03 : Catégories et principaux investisseurs des hedge funds	32
3-1-1 Les macros funds	32
3-1-2 Les fonds d'arbitrage	33
3-2 Les principaux investisseurs des hedge funds	33
3-2-1 Les investisseurs privés	33
3-2-2 Les investisseurs institutionnels	35
3-2-3 Les fonds de fonds	38
Conclusion	40
Chapitre II	41
hedge funds : Organisation et fonctionnement	41
Introduction	42
SECTION (01) : Le cadre réglementaire, la structure et la construction	43
1-1 Le cadre réglementaire des hedge funds	43
1-1-1 La réglementation des hedge funds en France	44
1-1-2 La gestion alternative française se délocalise	44
1-1-3 Les nouvelles structures définies par la loi du 1 Aout 2003	44
1-2 La structure des hedge funds	45
1-2-1 Fonds maître et fonds nourricier	45
1-2-2 Le promoteur et les investisseurs	47
1-2-3 La société de gestion, les conseillers en investissement	47
1-3 Construction des hedge funds	47
1-3-1 L'analyse qualitative	48
Elle se fait à travers	48
SECTION(02) : les instruments et les outils utilisés par les hedge funds	48
2-1 Les instruments des hedge funds	49
2-1-1 Les obligations	49
2-1-2 Les actions	52
2-1-3 Les produits dérivés	53
2-1-4 Les obligations convertibles	57
2-1-5 Les dérivés de crédit	57
2-2 Les outils utilisés par les hedge funds	60
2-2-1 La vente à découvert	60

Table des matières

2-2-2 L'effet de levier	63
2-2-3 L'arbitrage	64
Section (03) : Les stratégies d'investissement des hedge funds	65
3-1 Les stratégies d'arbitrage (relative value arbitrage)	66
3-1-1 La stratégie dite de fixed in come arbitrage (arbitrage de taux d'intérêt)	66
3-1-2 Stratégie dite d'arbitrage de convertibles	66
3-1-3 La stratégie equity market neutral	67
3-2 Les stratégies dites événementielles (event-driven)	68
3-2-1 Merger arbitrage	68
3-2-2 Distressed securities	68
3-3 Les stratégies directionnelles.....	69
3-3-1 Global macro	69
3-3-2 Long/Short.....	70
3-3-3 Emerging markets.....	71
3-3-4 Dedicated Short bais.....	71
3-3-5 La stratégie managed futures.....	71
3-4 La stratégie hybride	72
3-4-1 Fonds de fonds(funds of funds).....	72
3-4-2 Les fonds multi-stratégies (fonds hybrides)	72
Chapitre III_L'influence des hedge funds sur les marchés financiers (en références à la crise des subprimes 2007).....	75
Introduction	76
Section 1 : Opportunités, performances et risques liés aux hedge funds	77
1-1 Opportunités liés aux hedge funds	77
1-1-1 Avantages pour les investisseurs	77
1-1-2 Partage des risques	77
1-1-3 Stabilité des marchés financiers.....	78
1-2 Performances des hedge funds	78
1-2-1 Le ratio de Sharpe.....	79
1-2-2 Le ratio d'information	79
1-2-3 Le ratio de Treynor.....	80
1-2-4 Le CAMP (Capital asset Pricing Model).....	80
1-3 La performance des hedge funds avant la crise des subprimes 2007.....	81
1-4 Risques liés aux hedge funds.....	82

Table des matières

1-4-1 Le risque non systémique	83
1-4-2 Le risque systémique	85
1-4-3 Les hedge funds, acteurs rassurant quant au risque systémique.....	86
SECTION 02 : Analyse des hedge funds en référence à la crise des subprimes 2007.....	88
2-1 Aperçu général sur les marchés financiers internationaux et la crise des subprimes 2007.....	88
2-1-1 Les marchés financiers internationaux	88
2-1-2 Aperçu sur la crise des subprimes	89
2-2 Hedge funds : forces déstabilisantes des marchés financiers	90
2-2-1 La variabilité accrue des marchés financiers.....	91
2-2-2 Transmission des crises d'un marché à l'autre.....	94
2-3 Cas de la crise des subprimes (2007)	96
2-3-1 Les hedge funds comme aggravateurs.....	96
2-3-2 Les hedge funds générateurs de risque systémique.....	98
2-4 Les effets dévastateurs de cette crise sur l'industrie des hedge funds.....	100
Conclusion.....	105
Conclusion.....	106
Générale.....	106
Bibliographie	110
Liste des tableau et figures.	
Table des matières.	
Résumé.	

Résumé

Résumé

Un hedge funds ou fonds alternatif dit fonds de couverture, aussi fonds spéculatif est un organisme de détention collective d'actifs financiers, dont la particularité réside dans le rendement élevé de ses placements.

Les gestionnaires sont rémunérés en fonction de leurs performances. Les hedge funds recherchent des rentabilités élevées en prenant des risques tout en utilisant abondamment les produits dérivés, en particulier les options.

Les hedge funds combinent deux activités à savoir :

- La vente à découvert : les gestionnaires empruntent des titres et les vendent en les anticipant de les racheter à un prix plus bas sur les marchés avant le moment où ils devront les rembourser aux prêteurs.
- L'effet de levier, c'est-à-dire à engager un volume de capitaux qui soit un multiple plus ou moins grand de la valeur de leur capitaux propres.

Depuis la création du premier hedge fonds par Alfred Jones Winslow en 1949 aux USA, les hedge funds n'ont cessé d'accroître, En 2016, nous comptons environ 10200 fonds spéculatifs avec un montant d'actifs géré de plus de 2960 milliards de dollars US.

Les hedge funds, ces sociétés d'investissement peu réglementées utilisent des stratégies d'investissement alternatives en offrant une opportunité aux investisseurs ayant l'objectif de performance absolue quelle que soit la tendance du marché contrairement aux fonds traditionnels.

Ces fonds offrent des opportunités aux investisseurs en matière de diversification de leur portefeuille qu'ils soient privés ou institutionnels, et ils étaient toujours une source de déstabilisation des marchés financiers comme s'est vérifié lors de nombreuses crises financières, particulièrement la crise la plus dévastatrice que le système ait connu, la crise des subprimes en 2007.

Mots clés :

hedge funds – marché financier – investisseurs institutionnels – produits dérivés – crises de subprimes 2007.

Abstract

A hedge fund or alternative hedge fund, also hedge fund is a collective holding of financial assets, whose particularity lies in the high return of its investments. Managers are paid according to their performance. Hedge funds seek high returns by taking risks while making extensive use of derivatives, especially options.

Hedge funds combine two activities namely:

- Short Selling: Managers borrow securities and sell them in anticipation of buying them back at a lower price in the markets before they have to pay them back to the lenders.
- Leverage, that is to say to commit a volume of capital that is a multiple greater or lesser of the value of their equity.

Since the creation of the first hedge fund by Alfred Jones Winslow in 1949 in the US, hedge funds have steadily increased, In 2016, we have about 10200 hedge funds with assets managed of more than 2960 billion dollars US.

Hedge funds, these low-regulated investment companies use alternative investment strategies by offering an opportunity to investors with the objective of absolute performance regardless of the trend of the market unlike traditional funds.

These funds provide opportunities for investors to diversify their portfolios, be they private or institutional, and they have always been a source of destabilization of the financial markets as has been proven in many financial crises, particularly the most devastating crisis. that the system has known, the subprime crisis in 2007.

Keywords

hedge funds - financial market - institutional investors - derivatives - subprime crises 2007.