

RSF

REVUE
**DE LA STABILITÉ
FINANCIÈRE**

AVRIL 2007

NUMÉRO SPÉCIAL
HEDGE FUNDS



www.banque-france.fr

« Aucune représentation ou reproduction, même partielle, autre que celles prévues à l'article L. 122-5.2° et 3° a) du Code de la propriété intellectuelle ne peut être faite de la présente publication sans l'autorisation expresse de la Banque de France ou, le cas échéant, sans le respect des modalités prévues à l'article L. 122-10 dudit code. »

© Banque de France - 2007
ISSN 1637-4681

SOMMAIRE

AVANT-PROPOS	5
ÉTUDES	
<i>Hedge funds, transfert du risque de crédit et stabilité financière</i> ROGER T. COLE, GREG FELDBERG ET DAVID LYNCH, Board of Governors of the Federal Reserve System	7
<i>Évolution et régulation des hedge funds</i> ANDREW CROCKETT, JPMorgan Chase International	19
<i>Quelle forme de régulation pour les hedge funds ?</i> JÓN DANÍELSSON ET JEAN-PIERRE ZIGRAND, London School of Economics et Financial Markets Group	31
<i>Hedge funds et stabilité financière</i> MARIO DRAGHI, Financial Stability Forum et Banca d'Italia	41
<i>Hedge funds et risque systémique</i> ROGER FERGUSON ET DAVID LASTER, Swiss Re	49
<i>Stratégies de réplication des hedge funds : conséquences pour les investisseurs et les régulateurs</i> WILLIAM FUNG, London Business School DAVID A. HSIEH, Duke University	61
<i>Hedge funds et prime broker dealers : éléments de proposition en matière de « bonnes pratiques »</i> PHILIPP M. HILDEBRAND, Banque nationale suisse	73
<i>Exigences de transparence et hedge funds</i> CALLUM McCARTHY, Financial Services Authority, Royaume-Uni	85
<i>Risques et rendement des activités bancaires liées aux hedge funds</i> JEAN-PIERRE MUSTIER, Société Générale, Banque de financement et d'investissement ALAIN DUBOIS, Lyxor Asset Management	93
<i>La supervision indirecte des hedge funds</i> DANIÈLE NOUY, Commission bancaire, France	105
<i>Quelles sont les principales questions liées aux hedge funds ?</i> CHRISTIAN NOYER, Banque de France	117
<i>La surveillance des hedge funds : un point de vue de stabilité financière</i> LUCAS D. PAPADEMOS, Banque centrale européenne	125
<i>Le monde des hedge funds : préjugés et réalité – La contribution de l'AMF au débat sur les stratégies de gestion alternative</i> MICHEL PRADA, Autorité des marchés financiers, France	139
<i>Conditions financières, gestion alternative et risques politiques : tenter de comprendre notre époque</i> RAGHURAM G. RAJAN, University of Chicago	149
<i>Les hedge funds sur les marchés émergents</i> WILLIAM A. RYBACK, Hong Kong Monetary Authority	157
<i>Les fonds de hedge funds : origine, rôle et perspectives</i> PATRICK STEVENSON, Atlas Capital Limited	165
<i>Hedge funds : un point de vue de banque centrale</i> AXEL A. WEBER, Deutsche Bundesbank	177
BIBLIOGRAPHIE	187
ÉTUDES PUBLIÉES	201
COUPON-ABONNEMENT	205

AVANT-PROPOS

Cette dixième édition de la *Revue de la stabilité financière* de la Banque de France est un numéro spécial consacré aux *hedge funds*, reflet de l'intérêt croissant qu'ils suscitent en raison de leur rôle sur les marchés financiers.

Afin d'apporter un éclairage sur les multiples questions qui se posent dans ce domaine, la revue rassemble différentes contributions provenant d'un ensemble influent de professionnels et d'économistes représentant différents domaines d'activité : institutions financières, milieux universitaires, autorités de surveillance et banques centrales. La revue comporte également une bibliographie très complète. Les divers points de vue exprimés dans cet ouvrage permettent de mieux cerner les thèmes majeurs en matière de stabilité et de régulation financières et contribueront probablement à influencer le débat sur les défis que les *hedge funds* posent à l'économie mondiale.

Je souhaite donc exprimer ma profonde gratitude à chacun de nos éminents contributeurs. Nous leur sommes redevables de nous permettre de bénéficier de l'expertise et l'expérience considérables qu'ils ont acquises au cœur même du système financier.

A handwritten signature in black ink, appearing to read 'C. Noyer', is centered on a light gray rectangular background.

Christian NOYER

Hedge funds, transfert du risque de crédit et stabilité financière

ROGER T. COLE

Directeur

GREG FELDBERG

Assistant du directeur

DAVID LYNCH

Analyste financier senior chargé de la Supervision

Division of Banking Supervision and Regulation, Board of Governors of the Federal Reserve System

Au cours de la dernière décennie, l'attention portée par les banquiers centraux et les autorités de surveillance aux hedge funds s'est accrue en raison du rôle de plus en plus important que ceux-ci jouent sur les marchés financiers mondiaux.

La croissance de ce secteur a renforcé de manière significative l'efficacité de marché et la stabilité financière en accroissant la liquidité sur de nombreux marchés financiers, en améliorant le processus de découverte des prix et, enfin, en abaissant le coût du capital. Ces fonds et leurs stratégies d'investissement alternatives ont contribué à une expansion significative des marchés mondiaux et permis d'accélérer l'essor de produits tels que les dérivés de crédit, les CDO (collateralized debt obligations) et la titrisation d'une gamme croissante d'actifs traditionnellement peu liquides.

Toutefois, le manque de transparence et l'absence d'un système de surveillance de ces véhicules de placement ont conduit les autorités monétaires et de supervision à s'inquiéter des enjeux en termes de protection des clients et de risque systémique. Le présent article traite des questions clés auxquelles les superviseurs sont confrontés du fait de la croissance récente des fonds d'investissement privés et des changements rapides en matière de transfert du risque de crédit. Il examine en particulier les implications de ces évolutions pour la stabilité financière et le risque systémique.

NB : Les auteurs remercient les personnes suivantes pour leurs contributions à cet article : John Colwell, Robert Cote, James Embersit, Patrick Parkinson et les autres membres du Federal Reserve Board et de la Federal Reserve Bank of New York (FRBNY).

Les fonds d'investissement privés adoptent des stratégies d'investissement différentes. C'est pourquoi il nous semble utile de commencer par distinguer les fonds spécialisés dans les investissements non cotés (fonds de capital-investissement) et des fonds spécialisés dans les instruments négociables (*hedge funds*). Si les frontières sont de plus en plus floues entre ces deux catégories, de telles distinctions permettent aux autorités de supervision et aux législateurs de mieux identifier les questions susceptibles de poser problème. Les *hedge funds*, principal sujet de ce symposium, peuvent se définir comme des fonds d'investissement privés qui investissent dans des instruments négociables (produits monétaires et dérivés), qui ont parfois recours à l'effet de levier par différents moyens, notamment l'utilisation de positions courtes, et qui ne sont généralement pas régulés. Leur rôle croissant en tant que contreparties de banques d'investissement et de banques universelles établies, conjugué au fait qu'ils adoptent souvent les mêmes stratégies que les opérateurs régulés, a suscité des inquiétudes croissantes quant à leur contribution potentielle au risque systémique. En effet, en cas de crise financière majeure, la gamme complexe d'expositions prises par les *hedge funds* à fort effet de levier et par les banques opératrices peut augmenter le risque de propagation des problèmes d'une institution financière vers d'autres institutions. Compte tenu des difficultés posées par la création d'un cadre global de supervision des *hedge funds*, une responsabilité majeure incombe à la fois aux banques opératrices qui prêtent aux *hedge funds* et à leurs autorités de supervision. Les procédures en matière de gestion du risque mises en œuvre par les banques opératrices permettent d'éviter une crise financière due à cette propagation.

1 | L'IMPORTANCE CROISSANTE DES HEDGE FUNDS

Au cours des dix dernières années, les *hedge funds* ont enregistré une croissance rapide, tant en termes de taille que d'importance. Fin 2006, on estime

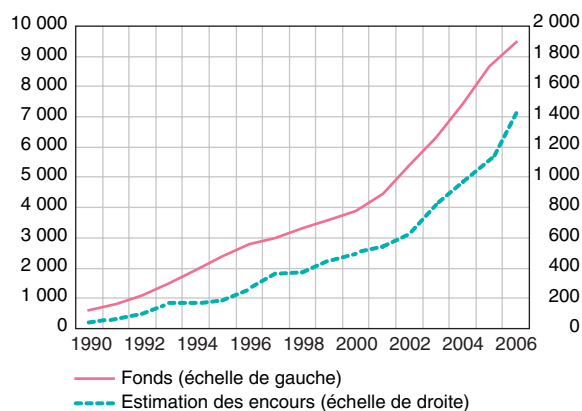
qu'ils géraient 1 426 milliards de dollars d'actifs, soit plus de 700 % de plus qu'en 1995. (graphique 1¹). Les *hedge funds* représentent aujourd'hui une part significative des transactions sur de nombreux marchés.

Cette croissance s'est accompagnée d'une maturité relative. Autrefois de petits groupes d'entrepreneurs, ce sont aujourd'hui, le plus souvent, de grandes institutions financières qui emploient des centaines de personnes. En 1990, les stratégies « macro » représentaient plus de 70 % des encours des *hedge funds*. Aujourd'hui, les *hedge funds* investissent dans de nombreuses classes d'actifs et stratégies, et aucune stratégie ne représente plus d'un tiers des encours des *hedge funds* (graphique 2²)³. Même au sein de chaque stratégie, les *hedge funds* utilisent aujourd'hui des méthodes plus variées de sélection et de gestion de leurs positions. Même si les *hedge funds* prennent encore parfois des positions concentrées sur un seul marché, la diversité de leurs méthodes diminue la probabilité que les *hedge funds* agissent de concert et perturbent les marchés en effectuant des opérations similaires, ce qui était l'une des principales inquiétudes des autorités de supervision. Selon des études universitaires, il est rare que les *hedge funds* aient été directement à l'origine d'un écart entre les cours et les fondamentaux économiques lors de crises majeures⁴.

Graphique 1
Croissance des *hedge funds*

(en nombre)

(en milliards de dollars)



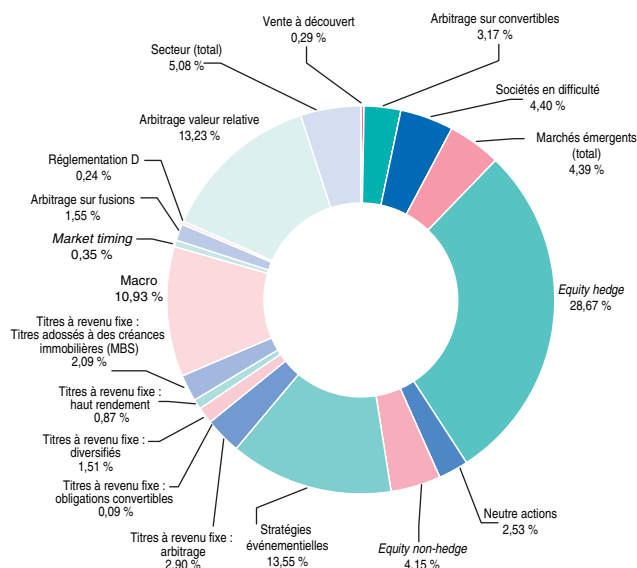
1 Hedge Fund Research, Inc., © HFR, Inc., janvier 2007, www.hedgefundresearch.com

2 Hedge Fund Research, *Ibid.*

3 Les fonds « macro » essaient d'identifier les valorisations inefficaces sur les marchés boursiers, des taux d'intérêt, des taux de change et des matières premières. Leur approche descendante (top-down) s'attache à comprendre comment les événements macroéconomiques et politiques influent sur les valorisations des instruments financiers ; ils disposent généralement de mandats d'investissement larges qui leur permettent de prendre des positions sur pratiquement tous les instruments financiers et tous les marchés.

4 Fung (W.) et Hsieh (D. A.) (2000): "Measuring the market impact of hedge funds", *Journal of Empirical Finance*, vol. 7, p. 1-36

Graphique 2
Estimation de la composition des stratégies par encours



2 | MARCHÉS DE TRANSFERT DU RISQUE DE CRÉDIT

La croissance des actifs gérés par les *hedge funds* et la diversité accrue de leurs stratégies traduisent l'importance des *hedge funds* sur un nombre important de marchés financiers. Il est particulièrement intéressant de noter le rôle de fournisseur de liquidité et de preneur de risque joué par les *hedge funds* sur les marchés dynamiques de transfert du risque de crédit, qui sont notamment constitués des dérivés de crédit, des prêts bancaires sur le marché secondaire, des opérations de titrisation, à l'image des titres adossés à des créances immobilières et d'autres produits structurés. Indicateur du rôle croissant joué par les *hedge funds* sur les marchés de transfert du risque de crédit, le pourcentage des encours des *hedge funds* classés dans les stratégies qui investissent généralement dans des titres indexés sur un risque de crédit est passé de 6 % en 1990 à 16 % en 2006. Les *hedge funds* investissent aujourd'hui dans des actifs autrefois essentiellement détenus par les banques dans le cadre de leur activité de prêt ⁵.

Alors que les banques commerciales utilisaient traditionnellement leurs dépôts et leurs autres sources

de financement pour financer, initier et détenir des emprunts jusqu'à échéance, elles ont aujourd'hui la possibilité de sortir ces emprunts, ou le risque de crédit y afférent, de leurs bilans grâce à la titrisation, les marchés obligataires, l'émission de produits dérivés ou la vente sur les marchés secondaires des prêts. En 2006, un total de 4 600 milliards de dollars a été émis sous la forme d'instruments de crédit sur les marchés américains ⁶. En comparaison, les encours de l'ensemble des banques commerciales américaines assurées s'élevaient à 9 600 milliards de dollars à septembre 2006 ⁷. De nombreuses banques ont adopté un modèle économique performant d'initiateur et de distributeur du risque de crédit, dont les *hedge funds* sont devenus les principaux acheteurs et preneurs de risque. Les *hedge funds* offrent ainsi deux avantages aux banques. D'une part, ils réduisent les risques de crédit des banques en retirant des actifs de leurs bilans, d'autre part ils améliorent la liquidité des banques en leur procurant un marché pour leurs opérations de titrisation et leurs autres stratégies de financement. En contrepartie bien entendu, les *hedge funds* représentent pour leurs banques partenaires une source de nouveaux défis en matière de gestion du risque de crédit, du risque de marché et du risque opérationnel. C'est ce que nous allons aborder plus en détail dans la suite de ce document.

Aujourd'hui, les banques participent de plusieurs manières aux marchés de transfert du risque de crédit. Elles utilisent les opérations de syndication, de titrisation et les dérivés de crédit pour transférer le risque de crédit à d'autres banques, ce qui leur permet de réduire leurs concentrations de crédit et diversifier leurs risques. Les banques utilisent également ces techniques pour distribuer le risque de crédit à d'autres investisseurs, en réduisant leur propre exposition au crédit ainsi que celle du secteur bancaire. Dans la mesure où la base d'investisseurs dans ces produits de crédit s'est élargie, les banques sont devenues des opérateurs sur les marchés de transfert du risque de crédit, servant d'intermédiaires entre les investisseurs qui ajustent leurs expositions à différents risques de crédit. Les établissements qui entrent dans la dernière catégorie sont les banques opératrices, à savoir les banques d'investissement, et les banques universelles qui agissent en qualité de teneurs de marché sur les marchés des instruments de crédit négociables.

⁵ Comité de Bâle sur le contrôle bancaire (2005) : "Credit risk transfer", mars, donne un aperçu de la négociation du risque de crédit.

⁶ Securities Industry and Financial Markets Association (2007) : "US market outlook", janvier

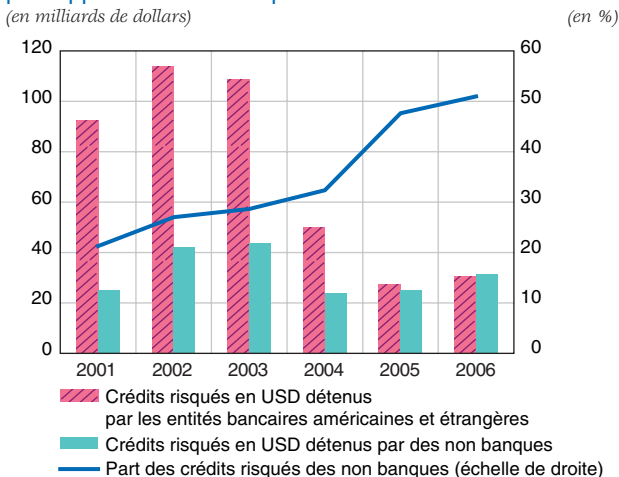
⁷ Données Call Report

Tableau 1
Part du total des engagements

(en %)	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Entités bancaires américaines	46,2	45,2	45,4	46,4	44,8	44,3
Entités bancaires étrangères	45,6	45,2	43,8	41,6	42,0	41,5
Entités hors banques	8,2	9,5	10,9	12,0	13,2	14,3

Il est difficile de quantifier le rôle joué par les *hedge funds* dans la désintermédiation de la fonction traditionnelle de créancier exercée par les banques commerciales, les *hedge funds* n'étant pas tenus de publier leurs positions. Néanmoins, les autorités américaines de contrôle bancaire disposent d'un certain degré de connaissance de l'activité des *hedge funds* par le biais du programme Shared National Credit (SNC), un examen conjoint annuel des principaux crédits syndiqués aux États-Unis. D'après les données du SNC, les prêteurs hors banques (dont font partie les *hedge funds*) ont augmenté leurs positions sur les prêts syndiqués aux États-Unis de 178 milliards de dollars en 2002 à 267 milliards de dollars en 2006, soit 14 % du total des crédits (tableau 1). Les données du SNC révèlent que les *hedge funds* (conjointement avec les sociétés d'investissement, les fonds de pension et les compagnies d'assurance) sont devenus d'importants détenteurs de certains actifs les plus risqués du secteur financier : entre 2002 et 2006, les prêteurs non bancaires ont renforcé leurs positions

Graphique 3
Les entités hors banques détiennent une part croissante des crédits risqués
Classification totale : banques américaines et étrangères par rapport aux non banques



8 Federal Reserve Board, Shared National Credit Examinations

sur les crédits risqués de 27 % à 51 % du total des crédits risqués (graphique 3)⁸. En 2006, un total de 10 milliards de dollars de ces crédits auraient été considérés comme non productifs s'ils avaient été détenus par des banques. La prédisposition des *hedge funds* à détenir des actifs à haut rendement a manifestement offert aux banques une nouvelle occasion de se désengager des crédits risqués.

2|1 Inquiétudes en matière de supervision du transfert du risque de crédit

Bien que le transfert du risque par les banques vers les *hedge funds* permette aux banques de gérer plus efficacement leurs risques de crédit, il suscite certaines inquiétudes en matière de supervision. L'une de ces inquiétudes est que ce risque a en fait été transformé en risque de contrepartie vis-à-vis du *hedge fund*. À titre d'exemple, lors de l'achat d'une protection contre le risque de crédit sur un prêt auprès d'un *hedge fund* par le biais d'un *swap* sur défaut, une banque n'encourra plus un risque direct de crédit vis-à-vis de l'emprunteur initial mais plutôt un risque de contrepartie vis-à-vis du *hedge fund*. Une autre préoccupation tient au fait que les actifs titrisés des banques qui financent les *hedge funds* risquent de réapparaître à leur bilan à des moments inopportuns si les pertes enregistrées sur les actifs titrisés provoquent la faillite des *hedge funds*.

Les banques opératrices sur les marchés du risque de crédit doivent adapter leurs outils traditionnels de gestion du risque de marché. Les nouveaux instruments de risque de crédit sont source de défis supplémentaires : à titre d'exemple, de nombreux dérivés de crédit nécessitent la livraison d'instruments de dette *senior* en cas de défaillance. Le montant de la dette *senior* qui doit être livrée pour respecter les contrats dérivés de crédit peut être supérieur au montant de la dette *senior* qui a été émise par une société. Les intervenants de marché ont développé avec diligence un processus méthodique de respect des contrats dérivés de crédit, mais ce dernier n'a pas encore été réellement mis à l'épreuve. Par ailleurs, les banques opératrices rencontrent également des difficultés pour valoriser les nouveaux instruments de crédit. Sans l'existence

de marchés liquides permettant de fournir des prix de référence, les différentes banques opératrices peuvent valoriser leurs transactions de manière relativement hétérogène. À mesure que les conditions de liquidité s'améliorent, ces banques devront ajuster et calibrer leurs valorisations sur ces marchés.

Une autre inquiétude porte sur la manière dont les *hedge funds* interagiront avec les banques commerciales au moment de restructurer un prêt avec un emprunteur. Par le passé, les banques qui détenaient des prêts inscrits au bilan avaient un intérêt financier à trouver un accord à l'amiable avec les emprunteurs. Néanmoins, lorsque les banques titrisent les prêts, cet intérêt financier diminue car elles ne supportent pas autant de risque de défaut. On ne sait pas vraiment si les *hedge funds* qui supportent aujourd'hui ces risques contrôleront la situation de l'emprunteur ou chercheront à arranger un prêt avec autant de diligence. L'avènement des produits dérivés repousse les limites de cette inquiétude : par exemple, les *hedge funds*, voire les banques, peuvent tirer parti d'une défaillance, s'ils ont acheté par le biais d'un *swap* sur défaut une protection supérieure à l'encours des prêts qu'ils détiennent. À cette inquiétude fait contrepoids le potentiel des *hedge funds* à forcer les restructurations nécessaires ou à accélérer la décision d'arranger ou de clôturer l'emprunt. Le rôle des *hedge funds* demeure flou dans ces situations. Il est possible que les *hedge funds* commencent à se spécialiser sur les actifs pour lesquels des arrangements sont anticipés.

Le transfert du risque de crédit illustre certains dilemmes auxquels sont confrontées les autorités de supervision. La participation des *hedge funds* aux marchés de transfert du risque de crédit réduit les risques encourus par les institutions financières réglementées et offre une liquidité au transfert de ce risque. Néanmoins, leur participation peut également empêcher les emprunteurs proches de la faillite de résoudre leurs problèmes. Ainsi, en ayant recours aux produits dérivés, les *hedge funds* peuvent finalement contribuer à une augmentation ou une diminution des défaillances. L'importance relative de ces effets et des autres facteurs de faillite n'est pas claire, tout comme la réponse que doivent apporter les autorités de supervision.

3 | DISCIPLINE DE MARCHÉ ET APPROCHE INDIRECTE

Les autorités de régulation ont adopté une approche indirecte afin de résoudre une grande partie des problèmes posés par les *hedge funds*. Un des éléments clés de cette approche indirecte est la dépendance envers la discipline de marché, à savoir la dépendance envers les clients des *hedge funds*, les créanciers et les contreparties afin de récompenser les *hedge funds* efficacement gérés et de réduire leur exposition aux *hedge funds* risqués et mal gérés. Afin de garantir une discipline de marché efficace, les intervenants de marché doivent bien entendu comprendre les activités des *hedge funds* avec lesquels ils opèrent, pour en évaluer la solvabilité et les rendements corrigés du risque. Si les *hedge funds* sont très réticents à l'idée de partager ce type d'informations, et n'en sont pas habituellement tenus par la loi ni par la réglementation, il est de la responsabilité des investisseurs et des contreparties de faire pression sur les fonds pour qu'ils publient davantage d'informations. Les fonds efficacement gérés doivent avoir conscience qu'il est dans leur intérêt d'améliorer la transparence de leurs activités. Le manque de transparence coûte très cher, puisqu'il diminue le nombre d'investisseurs et qu'il entraîne un traitement moins favorable par les banques. Même si des informations de base sur les activités des *hedge funds* commencent à être diffusées, les investisseurs et les contreparties obtiennent encore généralement trop peu d'informations de la part des *hedge funds*.

Les investisseurs institutionnels devraient jouer un rôle essentiel dans la promotion de la transparence des *hedge funds*. Une part significative de la croissance enregistrée par les *hedge funds* ces dernières années est attribuable à la demande des investisseurs institutionnels d'alternatives financières aux positions acheteuses classiques sur les marchés d'actions et les investissements sur les marchés de taux. En 2006, les investissements dans les *hedge funds* engagés par les régimes de retraite à prestations définies, un segment de l'activité de gestion des retraites, ont progressé de 69 %, à 50,5 milliards de dollars⁹.

9 Williamson (C.) (2007): "Solid growth pushes assets above USD 50 billion", *Pensions & Investments*, 22 janvier

Tableau 2

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

* Les données 2006 sont tirées des informations mises à disposition par la base de données TASS au 12 janvier 2007.

Les investisseurs institutionnels ont la responsabilité fiduciaire d'effectuer les contrôles appropriés de *due diligence* lorsqu'ils investissent dans les *hedge funds*. De leur propre chef ou à l'aide de conseillers en investissement, ils doivent effectuer des examens initiaux et un suivi continu du respect par les *hedge funds* des stratégies énoncées, des politiques et des dispositifs de gestion du risque et des contrôles internes. Ils doivent tout particulièrement porter leur attention sur les politiques internes et les contrôles opératoires des fonds au niveau de l'utilisation de l'effet de levier. En outre, les investisseurs institutionnels doivent de plus en plus imposer aux *hedge funds* dans lesquels ils investissent de respecter plusieurs normes sectorielles, à l'image des normes de valorisation, d'information et de déontologie, publiées par le Chartered Financial Analyst Institute, et des normes de gestion du risque établies par la Managed Funds Association¹⁰. Il est certain que l'étendue du contrôle effectué par les investisseurs institutionnels est variable. Les plus grands investisseurs peuvent en effet consacrer davantage de ressources aux examens de *due diligence* que les petits investisseurs, et ils disposent d'un plus grand pouvoir de négociation pour exiger de la transparence. Certains observateurs ont remis en question la qualité des contrôles de *due diligence* réalisés par les gérants mandatés par les petits fonds institutionnels et les petits fonds de pension publics, notamment eu égard aux investissements dans les fonds de fonds¹¹.

Les banques et les autres institutions financières sont également une source de discipline de marché, parce qu'elles doivent effectuer des évaluations de crédit avant de financer ou effectuer des transactions sur produits dérivés avec les *hedge funds*. Ces évaluations prennent habituellement la forme d'un tableau de bord, dans le cadre duquel la banque attribue une note à la gestion du fonds, son effet de levier, son évaluation du risque, sa liquidité et sa stratégie. La transparence joue également un rôle dans l'évaluation de crédit d'un fonds. Ces examens doivent déterminer le degré de risque que prendra une banque lorsqu'elle finance un *hedge fund*, et reposent sur les informations fournies par les *hedge funds*. Dans la mesure où l'information se limite généralement à des données financières de base, la capacité des banques à déterminer la solvabilité des *hedge funds* est également limitée.

Malgré l'existence d'études contradictoires, il semble qu'il existe certains domaines où la discipline de marché s'exerce d'elle-même. En raison de l'afflux de capitaux des investisseurs sophistiqués vers le secteur des *hedge funds*, les fonds efficacement gérés ont tendance à croître, compte tenu de l'attrait exercé par leurs performances satisfaisantes sur les nouveaux investisseurs, tandis que les fonds mal gérés ont tendance à diminuer en taille ou à se retirer du marché. La performance est ainsi un facteur déterminant dans le taux de rotation du secteur. Comme l'illustre le tableau 2, 2 187 *hedge funds* ont

¹⁰ Voir CFA Institute: "Code of ethics and professional standards", "CFA global investment performance standards", "CFA asset manager code of professional conduct"; Managed Funds Association: "2005 Sound practices for hedge fund managers"; Government Financial Officers Association: "Standards and practices for selection of asset managers"; Greenwich Roundtable: "Best practices in hedge fund investing: due diligence."

¹¹ Les fonds de fonds sont des gestionnaires d'actifs ou des *hedge funds* qui ont recours aux fonds de placement de multiples investisseurs et investissent les produits dans des *hedge funds* multi-gérants ou des dépôts titres avec mandat d'administration. Le gérant de fonds de fonds peut allouer des actifs à plusieurs *hedge funds* qui adoptent la même stratégie ou des stratégies multiples. L'objectif de l'investisseur initial est d'obtenir un portefeuille diversifié qui investit sur le secteur ou la stratégie des *hedge funds*.

cessé d'alimenter une base de données très utilisée entre 1999 et 2005 ¹², sans qu'aucune de ces clôtures de *hedge funds* n'ait entraîné de crise systémique.

D'après les informations disponibles, l'approche indirecte a été suffisante. Au cours des dix années durant lesquelles les *hedge funds* sont devenus d'importants opérateurs de marché, les marchés ont fait preuve d'une surprenante résistance face aux crises majeures, notamment lors de l'éclatement de la bulle internet, la récession des années 2001 et 2002, les événements du 11 septembre 2001, les deux guerres, et lors de la série de scandales financiers. Or, la période la plus récente a été caractérisée par une croissance économique régulière, une faible volatilité de marché et des primes de risque à de bas niveaux. Une forte incertitude demeure quant à la capacité actuelle du secteur financier à faire face à des crises macroéconomiques ou financières plus graves, et la question de savoir si les autorités de supervision doivent surveiller de plus près les activités des *hedge funds* continue de faire l'objet d'un vif débat.

Même si les investisseurs, les banques et les autres institutions financières reçoivent aujourd'hui des informations financières de base de la part des *hedge funds*, le manque de transparence demeure un problème. Les *hedge funds* ont un intérêt légitime à protéger leurs stratégies de négociation pour compte propre, et un équilibre doit être trouvé entre les intérêts des investisseurs, des contreparties et des gérants de *hedge funds*. Les banques doivent disposer des indicateurs quantitatifs et qualitatifs de la valeur liquidative d'un *hedge fund*, de ses expositions au risque et de sa liquidité. Si un *hedge fund* n'est pas disposé à fournir ces informations, les contreparties doivent durcir les conditions d'appels de marge et autres conditions de crédit. Les conséquences ne sont pas les mêmes pour tous les *hedge funds* : ceux qui fournissent davantage d'informations sur leurs stratégies peuvent attirer plus d'investisseurs et obtenir de meilleures conditions de crédit ; d'autres *hedge funds* qui fournissent moins d'informations protègent leurs stratégies de la concurrence mais limitent leur clientèle d'investisseurs et bénéficient de conditions de crédit moins avantageuses.

4 | LES HEDGE FUNDS ET LA GESTION DU RISQUE DES BANQUES

Les autorités de supervision bancaire attendent des établissements bancaires qu'ils comprennent et gèrent efficacement l'ensemble des risques de crédit, de liquidité et risques opérationnels que les *hedge funds* font peser sur leurs activités. Les autorités de supervision attendent des banques et des autres institutions financières qu'elles mettent constamment à jour leur gestion du risque et modes opératoires afin de suivre l'évolution des activités des *hedge funds* et de l'innovation financière de manière plus générale. Sous-estimer la croissance d'un nouveau produit peut contraindre la banque à perdre des opportunités financières ou, pire encore, peut se traduire par des pertes substantielles, si la banque n'a pas mis en place des contrôles suffisants ou investi dans les bonnes infrastructures. Dans certains cas, les banques peuvent collectivement sous-estimer la croissance d'une entreprise ou d'un produit, ou peuvent méconnaître les risques et les contrôles d'une nouvelle activité ou d'un nouveau produit, ce qui risque de mettre en péril l'intégrité du secteur financier dans son ensemble.

4|1 Risque de crédit de contrepartie

Le risque de crédit de contrepartie ¹³ est le risque le plus important pour les institutions financières dans le cadre de leur relation avec les *hedge funds*. Son calcul est complexe du fait de sa nature bilatérale ; en d'autres termes, l'exposition nette entre deux institutions peut évoluer en fonction des fluctuations des cours. Dans le cas de certains instruments, une des parties peut devenir un débiteur net. Une mesure simple mais essentielle du risque de contrepartie est l'exposition actuelle, à savoir l'exposition nette aux valeurs actuelles de marché. Cet indicateur fournit le montant que perdrait la banque si un *hedge fund* devait faire faillite aujourd'hui. Une mesure plus complète est

¹² Les données sont tirées de la base de données TASS® de Lipper. Cette source d'informations peut être considérée comme une référence pour le nombre de fonds qui ont été lancés ou clôturés sur une année donnée. Elle est cependant imprécise, puisqu'il existe d'autres raisons pour lesquelles un fonds change de catégorie.

¹³ Les expositions aux contreparties sont le fait de la négociation de produits dérivés de gré à gré et de transactions financières telles que le prêt de marge sur actions, les mises en pension et le prêt/emprunt de titres. Les *hedge funds* peuvent également exposer les banques au risque de crédit traditionnel, dans ce sens que les banques peuvent augmenter directement le montant des prêts accordés aux *hedge funds*, même si elles le font rarement. Les banques peuvent également s'exposer au risque de marché en investissant dans le capital des *hedge funds*.

L'exposition potentielle future, qui correspond au degré maximal de l'exposition sur une période future avec un niveau de confiance statistique élevé, si le *hedge fund* pâtit de l'évolution des marchés. En outre, les banques « stressent » les expositions potentielles afin d'estimer leur augmentation éventuelle dans des contextes de marché défavorables.

Les institutions financières limitent leurs expositions au risque de crédit de contrepartie en utilisant des contrats de garantie, qui imposent aux *hedge funds* de souscrire quotidiennement à une garantie auprès des institutions financières afin de couvrir l'augmentation de l'exposition actuelle résultant des fluctuations du marché. Ces contrats imposent généralement au *hedge fund* de souscrire à une garantie supplémentaire supérieure à la valeur de marché de la transaction, lors de l'initiation d'une transaction, afin de couvrir l'exposition potentielle future. Cette garantie est souvent appelée marge initiale. En conséquence du dispositif quotidien d'appel de marge, le risque de crédit de contrepartie des *hedge funds* est généralement entièrement couvert par la garantie, ce qui permet aux institutions financières de compenser leurs pertes en cas de défaillance d'un *hedge fund*.

En revanche, des inquiétudes en matière de risque systémique demeurent. Lors d'une crise notamment, le déblocement en chaîne des positions serait le principal mécanisme qui permettrait de transférer les risques d'une institution à une autre, ce qui risquerait de transformer une perturbation banale en crise systémique. En 1998, la quasi-faillite de Long-Term Capital Management (LTCM), un *hedge fund* qui avait pris d'importantes positions à effet de levier sur des actifs illiquides, a suscité un vif intérêt de la part des autorités de supervision sur ces questions. D'après ces dernières, l'endettement excessif et la mauvaise gestion du risque de contrepartie pratiqués par les banques et les autres créanciers amenaient à se demander si les opérateurs de marché cherchant à céder leurs positions en une seule fois pouvaient avoir impacté négativement les cours, et affecté ainsi indirectement les autres opérateurs de marché, à l'image des gérants de fonds et des fonds de pension.

La plupart des autorités de supervision bancaire ont rassemblé les bonnes pratiques promulguées par le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire (CBCB) au sein de recommandations et de procédures d'examen applicables aux activités financières dans l'année qui a suivi l'incident LTCM¹⁴. Aujourd'hui, les autorités de supervision des pays où les banques effectuent de nombreuses opérations avec les *hedge funds* passent en revue les politiques et pratiques de gestion du risque des banques vis-à-vis des *hedge funds* dans le cadre d'enquêtes sur place régulières¹⁵. Le Système fédéral de réserve effectue également, de manière périodique, des enquêtes ciblées sur les pratiques de gestion du risque de crédit des banques qui sont d'importantes contreparties des *hedge funds*. Lors de ces enquêtes, le Système fédéral de réserve analyse de manière approfondie les pratiques des banques par rapport aux principes établis par le CBCB et le Système fédéral de réserve, et identifie les domaines à améliorer. Les autorités de supervision continuent de faire pression pour que les pratiques en matière de gestion du risque de crédit de contrepartie soient améliorées. Si les banques en ont apportées de nombreuses, elles ne sont pas encore suffisantes.

4|2 Les progrès effectués depuis 1998

D'après la plupart des observateurs, les banques et les autres opérateurs ont sensiblement amélioré leur gestion du risque de contrepartie depuis 1998. Lorsqu'ils effectuent des contrôles de *due diligence*, les opérateurs ont pour habitude de mener des enquêtes sur place et d'entretenir des contacts réguliers avec les *hedge funds* pour contrôler leurs activités et évaluer leurs compétences en matière de gestion du risque. En conséquence, les *hedge funds* fournissent généralement davantage d'informations sur leurs activités aux contreparties qu'en 1998, et les banques sont aujourd'hui moins susceptibles d'être surprises par un incident du type LTCM. Les banques opératrices ont également amélioré leur gestion du risque de contrepartie. Les techniques permettant d'estimer l'exposition potentielle sont plus sophistiquées et s'appuient davantage sur des modèles.

¹⁴ Comité de Bâle sur le contrôle bancaire (1999) : "Sound practices for banks' interactions with highly leveraged institutions", janvier

¹⁵ À titre d'exemple, le Système fédéral de réserve examine régulièrement les pratiques de gestion du risque de contrepartie afin de s'assurer que les banques :

- effectuent les diligences appropriées et collectent suffisamment d'informations pour évaluer l'activité, les expositions au risque et la solvabilité de leurs contreparties ;
- fixent, contrôlent et garantissent le respect des limites quantitatives des expositions au risque pour chacune de leurs contreparties ;
- utilisent des systèmes appropriés de mesure et de gestion du risque de contrepartie ;
- et utilisent des contrôles internes appropriés afin de garantir l'intégrité de leurs processus de gestion du risque de contrepartie.

L'utilisation de la garantie pour les expositions aux produits dérivés négociés sur les marchés de gré à gré a fortement progressé ; d'après l'International Swaps and Derivatives Association¹⁶, 63 % des expositions aux produits dérivés négociés de gré à gré ont fait l'objet de garanties en 2005, contre 29 % en 2002. Aujourd'hui, les opérateurs exigent généralement des *hedge funds* qu'ils souscrivent quotidiennement une garantie pour couvrir les expositions actuelles de crédit et qu'ils souscrivent une garantie supplémentaire, ou marge initiale, afin de couvrir les expositions potentielles. Les expositions actuelles et futures de contrepartie sont souvent calculées par produit pour chaque *hedge fund* et pour chaque catégorie de *hedge fund*.

Les systèmes informatiques permettant de gérer le risque de contrepartie se sont nettement améliorés depuis 1998. Les banques ont engagé des investissements significatifs afin de contrôler de façon exhaustive les expositions de crédit de la contrepartie. Ces investissements ont permis aux banques d'effectuer des analyses de risque plus sophistiquées.

Les études des autorités de supervision révèlent que les expositions au risque de crédit de la contrepartie des banques vis-à-vis des *hedge funds* demeurent relativement limitées par rapport au total de leurs encours ou de leur capital. Lors d'une récente enquête des autorités de supervision, ces expositions représentaient seulement une part réduite du total des expositions actuelles au risque de crédit de la contrepartie pour les banques dont les données étaient disponibles. Quant à elles, les expositions potentielles des portefeuilles de *hedge funds* des banques étaient de l'ordre de celles qu'ont les banques vis-à-vis de grands emprunteurs privés hors secteur financier. L'utilisation de contrats de garantie a permis de limiter l'exposition aux *hedge funds*, malgré la forte hausse enregistrée par les encours des *hedge funds*.

4|3 Des besoins d'amélioration

Si ces améliorations sont l'illustration des progrès effectués par les banques, la tâche de celles-ci n'est

pas encore achevée. En réalité, en raison de la nature dynamique des *hedge funds* et des innovations au sein des marchés financiers, les banques doivent continuellement améliorer leur gestion du risque de crédit de contrepartie. Les autorités de supervision ont identifié plusieurs domaines où le besoin d'amélioration est le plus pressant.

Alors que les systèmes de gestion des informations se sont améliorés, les exigences vis-à-vis de ceux en matière de gestion du risque de crédit de contrepartie des *hedge funds* sont importantes et complexes¹⁷. Dans le cas de l'exposition au risque de marché, il existe un seul calcul de la *value at risk (VaR)* pour l'ensemble des positions d'une société. À l'inverse, les calculs du risque de crédit de contrepartie doivent être effectués pour de nombreuses contreparties¹⁸, souvent sur différents horizons de temps. Les mesures du risque de crédit de contrepartie exigent également des simulations informatiques complexes. Par ailleurs, la gestion de ce risque est rendue difficile du fait de la complexité des structures organisationnelles des *hedge funds*, de leurs droits juridiques, de leurs contrats de garantie et de la fréquence de leurs opérations. Il est important que les banques développent des systèmes permettant de collecter et analyser régulièrement les données de l'ensemble de leurs différents systèmes internes, dans le but de gérer leurs expositions aux risques de crédit de contrepartie sur les *hedge funds*. Une inquiétude tient du fait que les exigences du système informatique sont telles que les banques risquent de brûler les étapes ou d'omettre des éléments importants de ce système. C'est la raison pour laquelle les autorités de supervision doivent contrôler les systèmes informatiques des institutions assujetties afin de s'assurer qu'ils sont à jour et capables de mesurer et suivre le risque.

Un autre élément important de la gestion du risque de crédit de contrepartie est la détention d'un capital suffisant affecté au risque de crédit de contrepartie. Les autorités de supervision internationales ont actualisé le montant du capital minimum à détenir afin de couvrir ce risque, dans le cadre des exigences de capital de Bâle II¹⁹. Le nouvel accord a fourni une série d'approches des exigences de capital pour

¹⁶ International Swaps and Derivatives Association: "ISDA margin survey 2006"

¹⁷ Comité de Bâle sur le contrôle bancaire (2005) : "The application of Basel II to trading activities and the treatment of double default effects", juillet, décrit les pratiques opérationnelles de gestion du risque de contrepartie que les autorités de tutelle attendent des banques.

¹⁸ Une seule contrepartie peut avoir plusieurs expositions différentes, par exemple si les droits de compensation de certains produits ne sont pas garantis. C'est la raison pour laquelle il existe davantage d'expositions que de contreparties.

¹⁹ Comité de Bâle sur le contrôle bancaire (2005) : "The application of Basel II to trading activities and the treatment of double default effects", juillet

couvrir le risque de crédit de contrepartie, rendant ces exigences plus sensibles aux profils de risque des contreparties. L'accord intègre également de nouvelles importantes incitations visant à réduire le risque de contrepartie par le biais de l'utilisation d'une garantie, de contrats de garantie et de contrats de compensation.

Les banques ont également besoin de contrôler la concentration de leurs positions par contreparties sur les différents marchés. En septembre 2006, Amaranth Advisors LLC a rencontré des difficultés en raison de sa diversification insuffisante et de sa position dominante sur certains marchés où il opérait. Les banques opératrices suivent habituellement la taille de leurs propres positions par rapport aux marchés où elles traitent. Cette pratique devrait également être étendue aux positions de leurs contreparties.

D'autres inquiétudes demeurent quant à la supervision des pratiques de gestion du risque de crédit. Premièrement, les autorités de supervision s'inquiètent des études qui montrent que la concurrence que se livrent les banques sur le secteur des *hedge funds* s'est traduite par une baisse des marges initiales. Elles s'inquiètent notamment du fait que la réduction des marges initiales ne semble pas être justifiée par une réduction du risque. Deuxièmement, elles s'inquiètent de savoir si les banques évaluent de façon adéquate leurs expositions au risque de contrepartie, compte tenu de la complexité des transactions auxquelles les *hedge funds* participent. Troisièmement, elles s'inquiètent de la quantité et de la qualité des simulations de crise (*stress testing*). Les exercices de simulation de crise sont essentiels car ils obligent les entreprises à imaginer et à se préparer à des scénarios dont la probabilité de réalisation est faible et auxquels elles n'ont jamais été confrontées. Les autorités de supervision souhaiteraient que l'utilisation des *stress tests* se généralise au niveau de chaque contrepartie de *hedge funds* et qu'elle soit consolidée à l'ensemble de la clientèle de *hedge funds*. En dernier lieu, le montant de l'exposition au risque de crédit d'un *hedge fund* doit refléter la quantité et la qualité des informations disponibles sur le fonds, le degré de réduction de l'exposition grâce à l'appel de marge et aux autres conditions de crédit, et le capital alloué par la banque pour couvrir l'exposition.

De récents examens ciblés réalisés par le Système fédéral de réserve, conjointement avec d'autres autorités de supervision nationales et internationales, se sont focalisés tout particulièrement sur ces questions.

4|4 Risque de liquidité de marché

En plus des risques *directs* de contrepartie et des autres risques de crédit que font peser les *hedge funds* sur les institutions supervisées situées au cœur du système financier, les autorités de supervision s'inquiètent des risques *indirects* liés à l'assèchement de la liquidité sur un compartiment de marché résultant de la faillite ou de la réduction d'activité d'un ou plusieurs grands *hedge funds*. Sur de nombreux marchés, les *hedge funds* sont d'importants fournisseurs de liquidité et contribuent généralement à disperser le risque.

Une inquiétude tient du fait que, sur des marchés illiquides, les *hedge funds* peuvent être forcés de céder des positions pour satisfaire aux exigences d'appel de marge, ce qui exerce une pression à la baisse sur les cours. Dans des cas extrêmes, le *hedge fund* peut faire baisser la valeur de positions existantes d'un montant supérieur au produit de la vente initiale, ce qui provoque des ventes supplémentaires²⁰. Ces « trous noirs de liquidité » ont plusieurs causes et ils ont suscité un intérêt important de la part des universitaires²¹. Lorsque les contreparties ont des positions concentrées, les pertes enregistrées par ces positions sont plus susceptibles de se traduire par une réduction significative de la liquidité. Par ailleurs, la taille et la position dominante des *hedge funds* sur certains marchés font courir le risque de ventes désordonnées.

En raison de ces risques, les autorités de supervision se focalisent sur la capacité des banques à identifier et réduire les risques liés à une diminution brutale de la liquidité de marché. Les banques et les autres intervenants de marché doivent pour cela approfondir leur connaissance de leur propre sensibilité aux chocs, en renforçant leurs exercices de simulation de crise et d'analyse de scénarios, notamment au niveau des scénarios

20 Managed Funds Association: "MFA's 2005 sound practices for hedge fund managers", voir p. AI-13: "The liquidity crisis cycle"

21 Persaud (A.) (2003): "Liquidity black holes: understanding, quantifying and managing financial liquidity risk", London: Risk Books

qui peuvent générer des pertes à la fois pour leurs contreparties et pour leurs propres positions. Les banques doivent être en mesure de consolider et appliquer des exercices de simulation de crise par facteurs clés de risque à l'ensemble de leurs expositions directes de portefeuille et au niveau du risque de contrepartie. Elles doivent également apprendre à mieux connaître les contrôles et pratiques qu'utilisent d'autres sociétés à effet de levier pour gérer le risque de liquidité de marché et le risque de liquidité de financement.

4|5 Risque opérationnel

Les autorités de supervision s'inquiètent également des risques systémiques qui peuvent découler des insuffisances de l'infrastructure de compensation et de règlement sur laquelle s'appuient les activités de négociation des *hedge funds*. Comme cela se produit souvent sur des marchés à forte croissance, les transactions sur certains marchés sont trop importantes pour permettre aux sociétés de mettre à jour efficacement leur infrastructure et leurs modes opératoires. En particulier, la Federal Reserve Bank of New York (FRBNY) et la Financial Services Authority au Royaume-Uni ont pris conscience des problèmes liés à l'infrastructure de compensation et de règlement utilisée au niveau des produits dérivés négociés sur les marchés de gré à gré, notamment les dérivés de crédit, à la suite d'enquêtes habituelles de la gestion du risque de crédit de contrepartie. Sur la base de ce constat, un groupe du secteur privé, le Counterparty Risk Management Policy Group II, a publié, en juillet 2005, un rapport soulignant (1) un retard croissant au niveau des confirmations de transactions non signées et (2) une pratique de plus en plus étendue au sein des intervenants de marché consistant à accepter des cessions de transactions par une contrepartie sans l'accord préalable de l'autre contrepartie, en dépit des obligations de documenter les opérations et d'obtenir un accord préalable ²².

En septembre 2005, quatorze grands opérateurs américains et étrangers sur les marchés des produits dérivés, se sont réunis dans le cadre de l'enquête du FRBNY et ont convenu de résoudre ces problèmes. Des progrès significatifs ont rapidement été réalisés par ce groupe d'intervenants de marché. À septembre 2006, les quatorze opérateurs avaient ainsi quasiment éliminé les cessions non autorisées, réduit de 85 % les confirmations de transactions de dérivés de crédit en suspens depuis plus de trente jours, et augmenté la part des transactions de dérivés de crédit confirmées électroniquement de 47 % à 82 %. Le groupe d'intervenants de marché a également collaboré avec l'International Swaps and Derivatives Association, dans le cadre de la rédaction d'un protocole immédiatement disponible portant sur le règlement des *swaps* sur défaut *via* un processus d'enchères en cas de défaillance – un protocole qui est aujourd'hui prêt à être utilisé au cours du prochain événement de crédit.

Un autre résultat de ces réunions a été la création par la Depository Trust and Clearing Corporation, en 2006, d'une base de données sur les opérations du secteur et d'une infrastructure de support destinée à standardiser et automatiser le traitement des dérivés de crédit. Afin que la base de données puisse être utilisée dans le cadre des traitements post-opératoires, à l'instar du calcul des paiements, des réconciliations de portefeuilles, du traitement de la garantie et du règlement des événements de crédit, les transactions existantes sont importées dans la base de données.

Beaucoup reste encore à faire. Le groupe d'opérateurs, qui compte de nouveaux membres, s'est de nouveau réuni, en septembre 2006, au FRBNY et a promis de continuer de travailler sur l'automatisation des traitements et sur la gestion des opérations en suspens au niveau d'autres produits dérivés, et en particulier sur les dérivés actions. Les autorités de supervision continuent de suivre leurs progrès.

22 Counterparty Risk Management Policy Group II (2005): "Toward greater financial stability: a private sector perspective", 27 juillet

Les autorités de contrôle ont cherché à résoudre les questions systémiques et de stabilité financière soulevées par les hedge funds en favorisant une approche indirecte. L'un des éléments clés de cette approche est le soin apporté à l'intégrité de la gestion du risque et l'adéquation des fonds propres des contreparties réglementées qui financent les hedge funds. En tant que principaux créanciers des hedge funds, ces institutions, ainsi que les investisseurs, sont idéalement positionnés pour contrôler les risques créés par les hedge funds compte tenu de leurs intérêts financiers manifestes. En effet, le président du groupe de travail sur les marchés financiers a récemment fixé des principes fondamentaux applicables aux fonds d'investissement privés. La philosophie à la base de ces principes est d'encourager et d'améliorer la publication d'informations par les fonds et les gérants et de renforcer la discipline de marché et des contreparties, sans décourager l'innovation, en défendant la publication d'informations internes²³.

Bien que cette approche nous ait servi, la mondialisation des marchés de capitaux impose de plus en plus une coordination de la supervision à l'échelle mondiale. Dans le cadre de l'approche actuelle de supervision, le périmètre mondial des hedge funds nécessite des efforts coordonnés afin de mener diverses actions collectives. L'effort, dont la FRBNY fut le fer de lance, consistant à réorganiser le traitement des produits dérivés négociés de gré à gré, est la preuve qu'une action collective permet de résoudre un problème touchant l'ensemble du secteur.

Il est parfois difficile de déterminer si une action collective des autorités de supervision pose problème. Cela est particulièrement vrai dans le cas d'innovations financières qui sont ou non susceptibles d'être acceptées par le marché. C'est la raison pour laquelle les autorités de supervision ont fait méthodiquement évoluer leurs approches du transfert du risque de crédit et des hedge funds. Si on constate une volonté forte de généraliser les avantages procurés par ces innovations, il convient également de rester vigilant en se protégeant contre d'éventuels problèmes systémiques, par le biais d'une action individuelle ou collective²⁴. Les innovations des institutions financières ont contribué de manière significative au développement des marchés de transfert du risque de crédit. Leur développement s'est largement accompagné d'une supervision de ces marchés, et les autorités de supervision ont atténué et continueront d'atténuer les inquiétudes suscitées par les marchés de la titrisation et des produits dérivés à mesure qu'ils se développent.

Afin que les investisseurs institutionnels et les banques puissent respecter une discipline de marché efficace, ils doivent obtenir des informations adéquates sur les hedge funds avec lesquels ils traitent. L'approche indirecte de la réglementation des hedge funds repose sur la capacité de ces acteurs majeurs à obtenir des informations sur la gestion d'un hedge fund, ses positions et son endettement, tout en respectant la nature propre des stratégies d'investissement des hedge funds. Si un hedge fund n'est pas disposé à fournir suffisamment d'informations, les banques doivent durcir leurs conditions de marge, de garantie et autres conditions de crédit. Les investisseurs doivent s'assurer que les informations fournies sont suffisantes pour leur permettre d'investir dans ce hedge fund.

Le cas Amaranth a prouvé qu'une insuffisance du contrôle des activités d'un hedge fund qui prend des positions très concentrées est une source de risques. Si cet incident n'a pas eu de conséquences systémiques, il s'est produit dans des conditions économiques et de marché favorables. Aussi, les autorités de supervision et les intervenants de marché ne doivent pas se contenter des pratiques existantes. À mesure que le rôle des hedge funds évolue, les autorités de supervision bancaire et les banques centrales doivent continuer de contrôler les pratiques de gestion du risque de contrepartie et les questions d'infrastructure systémique, et doivent périodiquement réévaluer l'efficacité des pratiques de gestion du risque de contrepartie adoptées par les banques.

23 Steel (R. K.) (2007): "Remarks of under secretary for domestic finance Robert K. Steel on private pools of capital", 27 février

24 Ferguson (R.) (2006): "Financial regulation: seeking the middle way", 4ème conférence de la Banque centrale sur la gestion du risque et le risque systémique, Francfort, Allemagne, novembre

Évolution et régulation des *hedge funds*

ANDREW CROCKETT

Président

JPMorgan Chase International

Sur la période récente, les hedge funds ont suscité une attention croissante, liée, notamment, au fait que les investissements effectués dans ces fonds sont devenus monnaie courante. La faveur croissante que rencontrent ces véhicules de placement auprès des investisseurs est allée de pair avec une rapide augmentation de leur nombre de fonds et du volume des actifs gérés.

En partie, cet intérêt accru a également résulté des inquiétudes relatives à l'influence déstabilisatrice que les hedge funds pourraient exercer dans certaines circonstances. Compte tenu de l'augmentation de la part de marché de ces fonds et de leur plus grande « visibilité » sur le marché, des craintes ont été exprimées à propos du manque de transparence et de l'absence de réglementation du secteur.

Même si l'attention portée aux hedge funds est récente, leur origine remonte à plus de cinquante ans. Il est généralement admis que le premier de ces fonds a été créé en 1949 aux États-Unis par Alfred Winslow Jones. Le terme de hedge fund (fonds de couverture), qui n'a été forgé qu'ultérieurement, a été retenu parce que le style de placement du fonds d'origine était conçu pour rester neutre aux évolutions générales des marchés en combinant des positions courtes et longues. De cette manière, les fonds pouvaient chercher à réaliser des rendements absolus dans des conditions de marché variables. Sur la période plus récente, toutefois, le terme de hedge fund est appliqué à tout véhicule de placement collectif privé destiné à des investisseurs « sophistiqués », peu réglementé et ayant recours à l'effet de levier.

Depuis les années cinquante, le nombre de hedge funds a constamment progressé, tout comme le volume d'actifs gérés. Des statistiques précises font défaut, compte tenu de l'absence d'obligation de déclaration et des difficultés qu'il y a à définir un champ de couverture exhaustif des institutions concernées. Toutefois, la croissance la plus rapide a probablement été observée au cours de la période écoulée depuis 1990, avec une interruption en 1998-1999 liée à la quasi-faillite de Long Term Capital Management (LTCM).

L'attention des régulateurs pour les hedge funds remonte à une dizaine d'années, à l'affaire LTCM et à la crise financière asiatique survenue à peu près à la même période. Les problèmes rencontrés par LTCM ont mis en évidence la taille de certains fonds et leur capacité, par l'intermédiaire de leurs positions à effet de levier auprès d'un certain nombre de contreparties, à générer des répercussions systémiques. La crise asiatique a, selon certains, montré que le pouvoir de marché de ces fonds pouvait, dans certaines circonstances, saper les politiques des autorités. À la suite de ces épisodes, une série de rapports officiels relatifs aux activités des hedge funds et aux questions concernant le principe et les modalités de la régulation de ces fonds ont été publiés.

Dans cet article, je commencerai par analyser les caractéristiques qui distinguent les hedge funds des autres instruments d'investissement. Je poursuivrai en examinant les tendances récentes du secteur et les évolutions potentielles futures. J'évaluerai ensuite certaines des interrogations exprimées à propos de leur régulation et conclurai par quelques remarques sur les approches alternatives en la matière.

NB : Les opinions exprimées dans cet article sont celles de l'auteur.

1 | DÉFINITION ET CARACTÉRISTIQUES DES HEDGE FUNDS

Toute tentative d'analyse ou de régulation doit commencer par une définition : qu'entendons-nous exactement par le terme « *hedge fund* » ? Il n'existe pas de critères universellement acceptés pour qualifier telle ou telle institution de *hedge fund*. Les *hedge funds* sont des véhicules de placement collectif, ce qui est aussi le cas de bien d'autres supports, tels que les fonds communs de placement. Les *hedge funds* recourent à l'effet de levier et aux instruments dérivés pour faciliter la constitution de positions, tout comme le font les services de négociation pour compte propre de nombreux grands établissements financiers.

La définition d'un *hedge fund* n'est pas qu'une question de sémantique. Si les *hedge funds* forment une « classe d'actifs » distincte et identifiable, il convient d'en tenir compte dans les décisions d'allocation. En revanche, s'ils ne constituent qu'un moyen parmi d'autres d'obtenir l'exposition aux risques et les rendements inhérents à ceux d'autres instruments, ils seront perçus différemment. La grande diversité des « styles » d'investissement, dont nous traiterons plus loin, montre en fait que les *hedge funds* ne doivent pas être considérés comme une seule classe d'actifs, mais plutôt comme un produit spécialisé permettant d'accéder aux risques et aux rendements de classes d'actifs plus fondamentales.

Les problèmes de définition ont également des conséquences sur les tentatives de régulation. Ces dernières nécessitent de définir l'univers des institutions sur lesquelles s'exercera la supervision. Et la définition doit être non seulement logique et cohérente, mais aussi solide face aux actions engagées par ceux qui veulent éviter ce contrôle.

Pour comprendre ce qu'est un *hedge fund*, le plus simple consiste peut-être à observer certaines de ses caractéristiques. Les *hedge funds* ont généralement un ensemble limité d'investisseurs, pour la plupart sophistiqués, constitué d'individus très fortunés (*high net worth individuals*) et, de plus en plus, de fonds de pension et de fondations. Aux États-Unis,

la Securities and Exchange Commission (SEC) a, en effet, arrêté des critères régissant le nombre et le type d'investisseurs permettant à un *hedge fund* d'échapper à certaines restrictions (par exemple, sur la vente à découvert, les commissions de gestion et les techniques de marketing) auxquelles sont soumis les autres véhicules de placement.

Les *hedge funds* sont généralement immatriculés dans un pays et le plus souvent gérés dans un autre. Cette stratégie permet de simplifier les conséquences fiscales de leurs activités. La plupart des *hedge funds* imposent à l'investisseur une période d'indisponibilité fixe de son capital (*lock-up*), ce qui leur confère davantage de liberté pour suivre la stratégie d'investissement qu'ils ont retenue et réduit le montant qu'ils doivent affecter à la gestion du risque de liquidité.

Autre caractéristique propre à de nombreux fonds : la mise à profit des imperfections du marché. Pour ce faire, ils combinent des positions vendeuses et acheteuses sur des actifs dont le prix relatif s'est écarté de sa valeur fondamentale ou exploitent d'autres anomalies de prix. Ils mettent en œuvre des instruments et des stratégies de marché, tels que la vente à découvert et les produits dérivés, ce que ne peuvent pas faire les fonds communs de placement.

Les *hedge funds* utilisent l'ingénierie financière pour prendre des positions plus volumineuses. Ils recourent à l'effet de levier, empruntant auprès de banques et d'autres institutions financières sur la base d'actifs apportés en garantie. Et ils emploient des instruments dérivés pour transférer à d'autres des risques qu'ils ne veulent pas assumer. Ils concentrent ainsi leurs positions sur les marchés et les risques qu'ils pensent bien comprendre. Là encore, ce recours à l'effet de levier n'est pas accessible aux autres véhicules de placement collectifs.

Les *hedge funds* ne publient généralement pas de données détaillées sur leurs portefeuilles. Étant donné la vitesse de rotation de ces derniers, de telles informations ne seraient de toute façon pas très pertinentes. Cependant, ils communiquent souvent des informations qualitatives sur le « style » d'investissement qu'ils entendent suivre. Depuis quelques années, on assiste à une diversification croissante des styles.

En général, les *hedge funds* négocient activement leurs portefeuilles. Ils se caractérisent, en outre, par une structure de commissions relativement « riche » et par des rémunérations liées aux performances, même si ces éléments ne dépendent pas directement de l'intensité du *trading*. Les commissions représentent habituellement 2 % des actifs gérés, plus 20 % des gains. Les gérants de fonds qui affichent un excellent palmarès demandent parfois encore plus.

Enfin, les *hedge funds* se caractérisent par leur objectif de rendement. La plupart visent le rendement absolu et non un rendement mesuré par rapport à un indice de référence. Ils emploient donc, généralement, des techniques destinées à contrebalancer les mouvements globaux des marchés. Parmi ces techniques figurent, notamment, la vente à découvert et les options.

2 | TENDANCES RÉCENTES

Une tendance a déjà fait l'objet de commentaires : l'augmentation du nombre de fonds et du volume des actifs gérés. L'attrait croissant des *hedge funds* aux yeux des investisseurs institutionnels est à la fois une conséquence et une cause de cette tendance. Les fondations figurent en tête des nouveaux clients des *hedge funds*. Dans un contexte de concurrence croissante pour des meilleurs rendements, ces investisseurs recherchent des supports de placement alternatifs permettant d'augmenter leurs gains. On peut considérer que la participation accrue d'importants acteurs institutionnels améliore la gouvernance et renforce l'obligation de rendre des comptes. Les investisseurs institutionnels ont à la fois les moyens et l'obligation d'exercer une *due diligence* sur le placement de leur capital.

La multiplication des styles d'investissement constitue une autre tendance notable (graphique 2). Étant donné que la plupart des fonds cherchent à exploiter les imperfections du marché, les gérants se spécialisent de plus en plus sur les segments qui les intéressent. À l'origine, la plupart des *hedge funds* étaient des fonds « *long/short* » : ils tiraient leurs rendements de positions acheteuses (longues) sur des actifs qu'ils jugeaient sous-évalués, et de positions vendeuses (courtes) sur les actifs de la même

classe qu'ils estimaient surévalués. Cependant, il existe aujourd'hui un important groupe de fonds « *long-only* », spécialisés dans l'identification d'actifs sous-évalués, qui ne se couvrent pas (*hedging*) en prenant une position vendeuse sur des actifs de la même classe.

Certains fonds sont dits « *event-driven* » au sens où ils se spécialisent dans l'adoption de positions (longues ou courtes) sur des événements potentiels qu'ils jugent mal reflétés dans les prix du moment. Les « *macro hedge funds* » prennent, eux, des positions reposant sur une analyse de variables macroéconomiques mondiales. D'autres encore sont spécialisés par secteurs et s'appuient sur leur connaissance de certaines branches d'activité pour accroître la valeur de leurs portefeuilles.

Un certain nombre de fonds se concentrent sur l'exploitation d'anomalies du marché. Ils traquent les prix relatifs qui ont divergé des normes historiques pour des raisons qui semblent injustifiées. Ils prennent alors des positions anticipant un retour à la normale (c'est ce qui a provoqué la quasi-faillite de LTCM. Ce fonds avait parié que la divergence de prix entre les bons du Trésor « *on the run* » (les plus récemment émis) et « *off the run* » (émis précédemment), qui avait atteint un niveau phénoménal, renouerait avec un niveau plus normal. C'est ce qui s'est effectivement produit, mais trop tard pour sauver LTCM).

En outre, l'augmentation considérable de la puissance de calcul contribue largement à encourager le *trading* algorithmique qui permet de prendre des positions immédiates et volumineuses en fonction d'anomalies de prix perçues. Grâce à cette technologie, il est également possible de gérer l'exposition au risque en temps réel. Il convient toutefois de reconnaître que l'efficacité d'une gestion automatisée du risque est totalement tributaire du caractère réaliste des modèles sous-jacents.

La troisième tendance est la *propagation géographique des hedge funds*. Si les États-Unis comptent encore le plus grand nombre de gérants de fonds, l'Europe, et en particulier Londres, en recense de plus en plus, et l'Asie voit également leur nombre progresser (graphique 3). Par ailleurs, on en dénombre aujourd'hui plus de cinquante au Brésil.

Le rôle des *hedge funds* dans la gouvernance des entreprises (*l'activisme actionnarial*) constitue une tendance encore plus récente. Ces dernières années, les *hedge funds* ont montré qu'ils entendaient utiliser leur droit de vote pour influencer le comportement des organisations dans lesquelles ils investissent. La tentative de rapprochement entre la Deutsche Börse et le London Stock Exchange constitue l'illustration parfaite de cette tendance : il est communément admis que la position des *hedge funds* a contribué à l'échec de cette opération.

On assiste depuis peu à l'expansion des « fonds de fonds » (graphique 4), qui répondent à plusieurs objectifs. Ils exercent une *due diligence* pour le compte de l'investisseur final : ils étudient de près les styles d'investissement des fonds, leurs capacités à gérer le risque, leurs structures de gouvernance, etc. Ils permettent aux investisseurs de diversifier le risque et d'accéder à divers styles d'investissement sans avoir à procéder à de multiples placements. Enfin, ils permettent l'exposition au risque des *hedge funds* à des investisseurs susceptibles de ne pas satisfaire aux critères financiers très exigeants (du moins aux États-Unis) requis pour effectuer directement des placements dans des *hedge funds*. Actuellement, quelque 35 % des investissements dans les *hedge funds* se font par l'intermédiaire des « fonds de fonds ». Bien entendu, cette solution fait augmenter encore les commissions et complique l'analyse de l'effet de levier global de ce secteur.

Enfin, la dernière tendance importante est également une conséquence de la taille croissante des *hedge funds*. Ces derniers ont acquis un *pouvoir concurrentiel accru* dans leurs transactions avec les contreparties. Nombre de *hedge funds* préfèrent traiter avec un seul *prime broker* et leur taille et leur importance en termes de revenus pour les contreparties leur permettent d'obtenir des avantages commerciaux significatifs. Jusqu'à un certain point, il s'agit d'un fonctionnement normal, et même bénéfique, des mécanismes de marché. Cependant, s'il devait conduire certaines contreparties à assouplir leurs règles prudentielles afin d'étoffer leur activité avec les *hedge funds*, la situation pourrait devenir problématique.

À mesure que les *hedge funds* se généralisent, la ligne de démarcation entre ces instruments et les autres véhicules de placement collectif s'estompe.

En effet, il devient difficile de distinguer les *hedge funds* de certains autres fonds gérés. La différence tient au degré d'utilisation des techniques décrites plus haut.

En outre, il est de plus en plus malaisé d'opérer une différence entre les *hedge funds* et les fonds de *private equity*. Ces derniers prennent en général une forte participation dans une société et jouent de leur influence pour essayer d'infléchir la stratégie de l'entreprise afin d'en relever la valeur de marché. Les *hedge funds* recourent de façon croissante à cette stratégie d'investissement et on commence à voir des *hedge funds* nouer des partenariats avec des fonds de *private equity* ou se rapprocher de la « zone hybride » qui se situe entre les stratégies des *hedge funds* et celles du capital-investissement. En attestent notamment l'allongement des périodes de blocage des placements et le montant des commissions versées aux gérants dans une phase ultérieure du processus d'investissement.

3 | HEDGE FUNDS ET FONCTIONNEMENT DU MARCHÉ

Malgré les inquiétudes exprimées à propos de l'influence des *hedge funds* sur la stabilité du marché, il est important de reconnaître l'incidence bénéfique potentielle de ces supports sur les marchés sur lesquels ils opèrent. En principe, l'introduction d'un nouveau groupe d'acteurs sur un marché financier doit accentuer la profondeur, la largeur et la liquidité de ce dernier. Les *hedge funds* sont des investisseurs sophistiqués, souvent à même d'adopter une perspective à assez long terme. La nature de leur clientèle leur permet de prendre temporairement des positions contraires à la perception générale du marché, lorsque des évolutions affectent cette dernière. Leur présence peut par conséquent faciliter la prise en compte d'informations nouvelles dans les prix et stabiliser les prix du marché lors de chocs transitoires.

Étant donné que les *hedge funds* ne sont pas limités dans leur choix d'instruments (la vente à découvert, par exemple), ils peuvent contribuer au processus de découverte des prix en utilisant toute une gamme de techniques pour étayer leur jugement. Grâce

à leur agilité à ajuster leur exposition, toutes les informations pertinentes sont intégralement et rapidement reflétées dans les prix du marché. De manière générale, on peut considérer que les *hedge funds* contribuent à la « complétude » des marchés.

En outre, il se pourrait que plus les *hedge funds* parviennent à corriger les anomalies de prix, moins ils laissent d'opportunités d'arbitrage lucratif. Les gérants de *hedge funds* efficaces savent détecter les anomalies et en tirent parti pour leur propre compte. D'autres s'aperçoivent de la tactique et font de même, ce qui finit (parfois assez rapidement) par corriger ces anomalies. Ainsi, la stratégie, autrefois très rentable, qui consistait à exploiter les incohérences de cours entre actions privilégiées et actions ordinaires est à l'origine de l'essor, puis de l'effondrement, d'un grand nombre de fonds spécifiquement instaurés pour suivre cette stratégie.

4 | ÉVOLUTIONS POSSIBLES

Après avoir examiné, dans la deuxième partie, les tendances récentes de ce secteur, il est logique de s'interroger sur son avenir. L'expansion rapide de ces dernières années va-t-elle continuer ? Les commissions resteront-elles aux niveaux actuels ? Les fonds se diversifieront-ils dans de nouvelles classes d'actifs ? Et surtout, les *hedge funds* constitueront-ils une source de stabilité du marché ou sont-ils susceptibles d'amplifier le risque et la volatilité ?

Globalement, les *hedge funds* cherchent à produire de l'alpha (surperformance) en exploitant les imperfections du marché. Cette activité, comme nous l'avons déjà expliqué, est bénéfique au fonctionnement du marché et au processus de découverte des prix. Il semblerait donc logique que, plus les fonds augmenteront en taille et en nombre, plus ils amélioreront la « complétude » des marchés et plus leur capacité à dégager un surcroît de rendement (*excess return*) diminuera. Si c'était le cas, les rendements des *hedge funds* commenceraient à revenir au niveau de ceux générés par des placements plus traditionnels. Les *hedge funds* auront alors vraisemblablement de plus en plus de difficultés à conserver leurs structures de commissions actuelles.

Il semble clair que les rendements auront au moins un peu tendance à se comprimer à mesure que ce secteur gagnera en maturité. Toutefois, pour l'instant, cette évolution est freinée par la capacité de l'ingénierie financière à créer de nouvelles opportunités. Les nouveaux instruments financiers et les nouveaux marchés (les matières premières forment une classe d'actifs nouvelle et importante et les échanges de permis de polluer pourraient aussi le devenir) constituent un terrain fertile pour des placements novateurs. En outre, certains investisseurs continuent, par habitude ou du fait de la réglementation, à opter uniquement pour certains instruments, ce qui pourrait procurer de l'alpha à ceux qui ne sont pas soumis à ces contraintes.

Qu'en est-il des rendements ? La multiplication des fonds et les pressions concurrentielles entraîneront-elles une compression des commissions ? Là encore, ce serait une évolution logique, même s'il y a encore peu de signes de concrétisation de cette tendance : on constate depuis peu que les gérants de *hedge funds* jouissant d'une excellente réputation et affichant un bon palmarès obtiennent des commissions encore plus élevées.

Autre question intéressante : comment les investisseurs vont-ils évoluer au fil du temps ? Depuis quelques années, on assiste à la montée en puissance des investisseurs institutionnels (fonds de pension et fondations) parmi les clients des *hedge funds*. D'autres gros investisseurs, comme les banques centrales et d'autres organismes officiels, commencent également à prendre des positions dans les *hedge funds*. La prochaine étape sera certainement l'extension au marché des particuliers. C'est d'ailleurs ce qui se passe déjà avec les fonds de fonds. Aux États-Unis, ce phénomène a conduit la SEC à s'inquiéter du ciblage croissant de la clientèle des particuliers (*retailization*) par les *hedge funds*, comme nous le verrons plus loin.

Outre l'élargissement de leur base d'investisseurs, les *hedge funds* commencent à entrer en bourse. Plusieurs transactions en ce sens ont eu lieu en 2006 et d'autres devraient suivre. Les introductions en bourse permettent aux gérants de *hedge funds* de valoriser leurs entreprises. La cotation en bourse constitue, par ailleurs, une indication très visible de la manière dont le marché évalue le potentiel d'une entreprise à long terme. Elle a des effets positifs, car

elle repousse l'horizon et incite à la prudence les sociétés qui entrent en bourse. C'est également un signe de maturation du secteur.

La grande question est celle de l'avenir de la régulation de ce secteur. Les *hedge funds* ont prospéré sous un régime assez peu contraignant. S'ils étaient soumis à une régulation analogue à celle des autres supports, comme les fonds communs de placement américains (*US mutual funds*), la marge de manœuvre de leurs gérants s'en trouverait à l'évidence limitée et l'expansion du secteur serait ralentie, voire bloquée.

Quelle est la nature des interrogations à propos de l'évolution de la régulation et quelles sont les approches envisageables ?

5 | INTERROGATIONS SUSCITÉES PAR LA RÉGULATION

Depuis quelques années, les interrogations relatives à la régulation du secteur s'intensifient. Elles portent sur les aspects suivants :

- protection des investisseurs,
- stabilité systémique,
- dynamique du marché.

Les intermédiaires et les conseillers en placements qui sollicitent les fonds du grand public ont toujours été soumis à une régulation pour des raisons de protection des investisseurs. Les *hedge funds* ont été en grande partie créés pour limiter les contraintes imposées par cette régulation (et ainsi permettre des stratégies d'investissement plus audacieuses). La catégorie d'investisseurs a ainsi été limitée à une clientèle aisée et (prétendument) avertie. Il s'agissait d'individus très fortunés (*high net worth individuals*) ou d'institutionnels, dont on pouvait supposer qu'ils disposaient des informations et des moyens nécessaires pour protéger leurs propres intérêts. Plus récemment, les *hedge funds* se sont toutefois élargis à une palette plus vaste d'investisseurs, y compris, pour les fonds de fonds, à des catégories que l'on peut considérer comme celle des particuliers et aux institutionnels qui gèrent les fonds de pension. En conséquence, lorsque certains *hedge funds*

rencontrent des difficultés, des voix s'élèvent pour demander une régulation formelle.

Une deuxième question se pose : les activités des *hedge funds* risquent-elles de nuire à la stabilité systémique ? Les *hedge funds* ne participant pas directement au système de paiements, les raisons qui justifient la supervision des banques ne s'y appliquent pas de la même manière. Cependant, les banques et les autres institutions financières prêtent massivement aux *hedge funds* et on pourrait avancer que la faillite d'un *hedge fund* risque d'avoir des retombées sur les établissements plus proches du cœur du système financier. C'est la crainte des conséquences systémiques de l'effondrement potentiel de LTCM qui a poussé la Federal Reserve Bank of New York à contribuer au sauvetage de ce fonds. Ces inquiétudes s'accroissent à mesure que le poids des *hedge funds* dans le système financier s'accroît.

Bien entendu, lorsqu'elles prêtent aux *hedge funds*, les banques sont, en principe, protégées par la garantie qu'elles exigent et conservent de toute manière un certain niveau de fonds propres pour se prémunir contre le risque résiduel. Mais d'aucuns se demandent si les pressions concurrentielles ne compriment pas les marges à l'excès. En outre, les études révèlent des faiblesses opérationnelles (par exemple dans le volume d'opérations non confirmées) qui sont susceptibles d'accroître la vulnérabilité des contreparties des *hedge funds*.

La troisième inquiétude a trait à la dynamique du marché. Certains observateurs craignent que les activités des *hedge funds* alimentent des mouvements de prix qui déconnectent les prix de leur valeur d'équilibre et créent de l'instabilité. Ce phénomène pourrait se produire *ex ante* du fait d'un abus de marché (collusion entre intervenants) ou par le biais d'un comportement grégaire, lorsque les acteurs réagissent tous de la même façon aux évolutions du marché, même sans collusion. Un tel phénomène pourrait également survenir *ex post*, lorsque la liquidation forcée d'un *hedge fund*, entraînée par son recours à l'effet de levier, exerce un impact disproportionné sur les marchés sur lesquels il est investi. Ces craintes s'expriment également dans des critiques à l'égard de la supposée « politique du court terme » des *hedge funds*. En effet, selon leurs détracteurs, ces fonds ne s'intéressent qu'aux

rendements à court terme, qui peuvent être générés aux dépens de l'intérêt à long terme des entreprises dans lesquelles ils investissent.

Ces inquiétudes sont-elles fondées ? L'arrivée d'acteurs supplémentaires ayant des objectifs différents devrait, en principe, contribuer à un *pricing* efficient et à la stabilité globale du marché. On peut toutefois imaginer des situations dans lesquelles les conséquences seraient plus négatives. Ce serait par exemple le cas si la conjonction d'événements inattendus mais non improbables (une « tempête parfaite » – « *perfect storm* ») provoquait des pertes significatives pour toutes les stratégies d'investissement à effet de levier et si la fermeture forcée de positions érodait la liquidité du marché et les prix des actifs en général. Une raréfaction généralisée de la liquidité semblable à celle que l'on a connue lors de la quasi-faillite de LTCM ne s'est pas reproduite, certainement parce que l'effet de levier est aujourd'hui mieux maîtrisé. Cependant, à mesure que le secteur des *hedge funds* se développe et que le recours à l'effet de levier s'accroît par rapport à la taille des marchés sous-jacents, la récurrence de ce type d'événement ne peut être totalement exclue.

Autre cas possible : une collusion entre des acteurs cherchant à créer des mouvements du marché qui provoquent l'écartement temporaire des prix par rapport à leur niveau d'équilibre. Ces inquiétudes ont pour la première fois été exprimées au moment de la crise asiatique, lorsque certains observateurs ont avancé qu'une collusion entre *hedge funds* avait contraint à l'abandon de l'ancrage des monnaies qui, dans d'autres circonstances, aurait pu être tenable. Dans un langage plus technique, en présence d'équilibres multiples, le passage d'un « bon » équilibre à un « mauvais » équilibre peut être bénéfique aux plus puissants acteurs du marché.

Face à ces craintes, en 1999, le Forum de Stabilité financière a mené une étude visant à déterminer s'il y avait bien eu collusion durant la crise asiatique. Il n'a trouvé aucune preuve, mais il a conclu que, dans l'hypothèse où un problème de collusion se poserait à l'avenir, il serait possible d'y remédier avec les règles actuelles régissant les abus de marché.

Même en l'absence de collusion directe, le comportement grégaire des intervenants pourrait entraîner une mauvaise dynamique et, partant, de

la procyclicité. Des éléments tangibles montrent que la dynamique des marchés peut donner lieu à une spirale de hausse des prix suite à l'annonce de bonnes nouvelles, tandis qu'une perturbation initiale négative peut entraîner une spirale baissière. Un comportement grégaire risque alors d'accroître ce phénomène.

6 | RÉGULATION

Les inquiétudes qui poussent certains à préconiser une régulation ne devraient pas disparaître complètement. Nous nous demanderons pour finir si certaines formes de régulation sont souhaitables et peuvent être mises en œuvre.

Il existe trois grandes catégories de régulation : la régulation directe des fonds (ou de leurs conseillers en placement), la régulation indirecte au travers des contreparties dont l'activité est elle-même encadrée, avec lesquelles ils traitent, et la « régulation par le marché », *via* un renforcement de l'information financière et de la transparence.

La *régulation directe* peut concerner l'actif ou le passif des fonds. Côté passif, l'investissement dans les fonds pourrait être limité de plus en plus aux particuliers et institutions qui, pense-t-on, disposent des informations et des ressources nécessaires pour prendre les décisions requises. C'est l'approche appliquée jusqu'ici *de facto* par les États-Unis. En effet, la SEC a récemment proposé de relever les exigences relatives à la valeur patrimoniale nette des investisseurs américains dans les *hedge funds*. Elle a également tenté d'encadrer l'activité des conseillers en placement des *hedge funds* en leur demandant de se faire enregistrer auprès d'elle (cette proposition a été rejetée par les tribunaux).

Limiter l'accès aux *hedge funds* vise à l'évidence à protéger les investisseurs, mais cette stratégie comporte également des inconvénients, tant en théorie qu'en pratique. En théorie, on peut considérer qu'il est injuste de réserver les opportunités d'investissement potentiellement lucratives à des individus déjà fortunés. En pratique, il peut être difficile d'imposer des limites aux particuliers qui investissent indirectement dans les *hedge funds*, *via* d'autres véhicules de placement collectifs. L'expansion

des fonds de fonds ouverts à des investisseurs moins aisés permettrait aux particuliers d'investir dans des *hedge funds*, tout en leur procurant, par le biais de la diversification, une protection souhaitable contre des pertes importantes.

Côté actif, la régulation pourrait consister en une obligation d'enregistrement des conseillers en placement des *hedge funds*. (N'oublions pas que la plupart des fonds sont immatriculés à l'étranger, et leurs conseillers dans le pays de gestion). L'enregistrement auprès de la Financial Services Authority (FSA) est déjà obligatoire au Royaume-Uni, et c'est également ce qu'a tenté d'imposer la SEC aux États-Unis, en vain (voir ci-dessus).

L'enregistrement donnerait aux autorités de surveillance le pouvoir d'évaluer les activités des *hedge funds* et d'exercer un contrôle approprié sur leurs gérants. En outre, la régulation pourrait peut-être s'opérer *via* la combinaison de restrictions imposées aux portefeuilles des établissements réglementés, de normes de fonds propres en regard du risque et d'un contrôle prudentiel des systèmes opérationnels. Là encore, il convient de trouver un équilibre entre les avantages supposés d'une régulation plus stricte et le risque de conséquences négatives indésirables. Il ne faut pas perdre de vue cet aspect.

Si leurs portefeuilles étaient soumis à des restrictions, les *hedge funds* pourraient moins contribuer à l'efficacité du marché *via* leurs positions. De plus, étant donné la complexité de la gestion du risque, les régulateurs auraient les plus grandes difficultés à définir des normes de fonds propres en regard du risque. De même, les régulateurs auraient du mal à effectuer le suivi des systèmes opérationnels sans un investissement massif dans des moyens humains et financiers qui feraient, pour l'essentiel, double emploi avec les activités des fonds réglementés.

Enfin, il convient de considérer l'aléa moral. L'instauration d'une régulation risque d'affaiblir la vigilance des contreparties des *hedge funds*, qui devraient être elles-mêmes la source première de discipline. De surcroît, en cas de faillite, dont la probabilité augmente avec l'aléa moral, les autorités de régulation seraient exposées aux critiques, pour ne pas avoir empêché cette issue, à moins que le

régime réglementaire ne devienne si rigide qu'il en soit contreproductif.

La *régulation indirecte* part du principe que quasiment tout ce que font les *hedge funds* passe par des contreparties réglementées. On peut avancer que la capacité des fonds à entraîner des dysfonctionnements systémiques dépend de leurs relations avec d'autres intermédiaires financiers, plus proches du cœur du système de paiement. Si les superviseurs de ces autres institutions veillent à ce que leurs interactions avec les *hedge funds* soient dûment contrôlées, une surveillance distincte des fonds eux-mêmes ne devrait pas être nécessaire. Ces contrôles pourraient, notamment, englober des exigences appropriées concernant les sûretés et les marges, une surveillance de la capacité des systèmes opérationnels à suivre les expositions et des niveaux de fonds propres suffisants pour couvrir le risque résiduel. Une fois ces contrôles en place, les pertes entraînées par la faillite d'un *hedge fund* seraient limitées au principal et aux investisseurs du fonds.

Ce type de régulation indirecte semble être la plus praticable. Elle est en effet recommandée par la plupart des organismes qui se penchent sur ce sujet. Il convient toutefois de noter qu'elle n'évitera pas nécessairement toutes les conséquences négatives potentielles des problèmes que peut rencontrer le secteur des *hedge funds*. Étant donné le poids de ces fonds sur les marchés organisés et de gré à gré, si un fonds important liquide ses positions de manière brutale, cela peut affecter la stabilité de l'ensemble du marché.

C'est, en partie, pour parer à ce danger que certains préconisent *un renforcement de la transparence et de l'information financière*. La transparence contribuerait à discipliner la prise de risque par les fonds et à communiquer aux marchés des informations sur la constitution de positions potentiellement intenable (« *crowded trades* »).

Malheureusement, les bienfaits potentiels de la transparence ne devraient guère se concrétiser. Premièrement, la rapidité avec laquelle les positions peuvent être ajustées, et le sont effectivement, réduit l'utilité des données publiées avec un décalage dans le temps. Deuxièmement, la contribution des

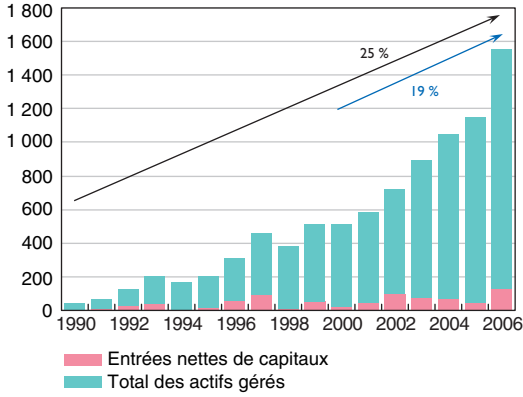
hedge funds à l'efficacité des marchés dépend de leur capacité à produire des informations confidentielles et à les exploiter. Toute obligation de communiquer de telles informations (ou de révéler les positions adoptées sur la base de ces informations) atténue l'incitation à investir dans la collecte de données.

Cela ne signifie nullement que le secteur et les autorités ne doivent pas s'intéresser aux évolutions futures des *hedge funds* ni aux menaces potentielles

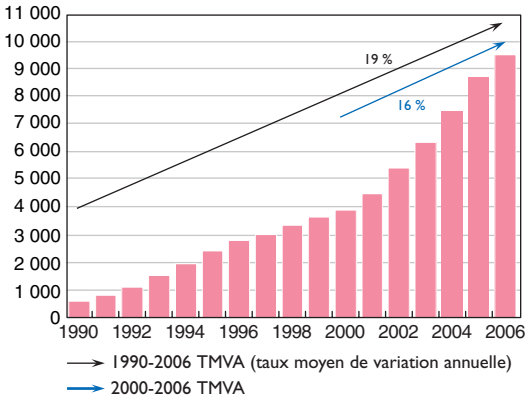
qui peuvent peser sur la stabilité financière. Les *hedge funds* continueront probablement à gagner en importance, comme ils l'ont fait ces dernières années. Il faut surveiller leurs activités avec vigilance, tant au niveau national que par le biais d'organismes internationaux tels que le Forum de Stabilité financière. Cependant, si l'on adopte des mesures de régulation particulières, il faudra veiller à ce que leurs avantages directs présumés ne soient pas annulés par leurs effets négatifs indirects.

Graphique 1a
Croissance des actifs des *hedge funds*

(en milliards de dollars)



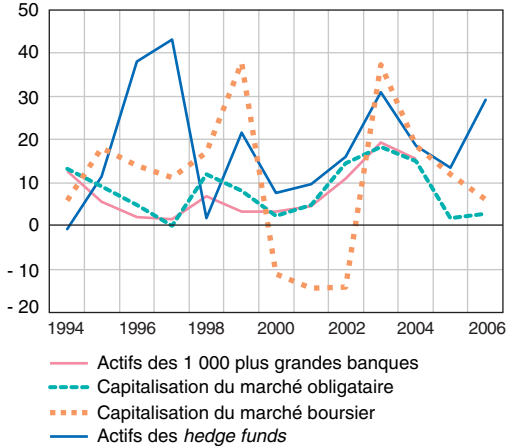
Graphique 1b
Nombre de *hedge funds*



Source : Hedge Fund Research (HFR)

Graphique 1c
Actifs

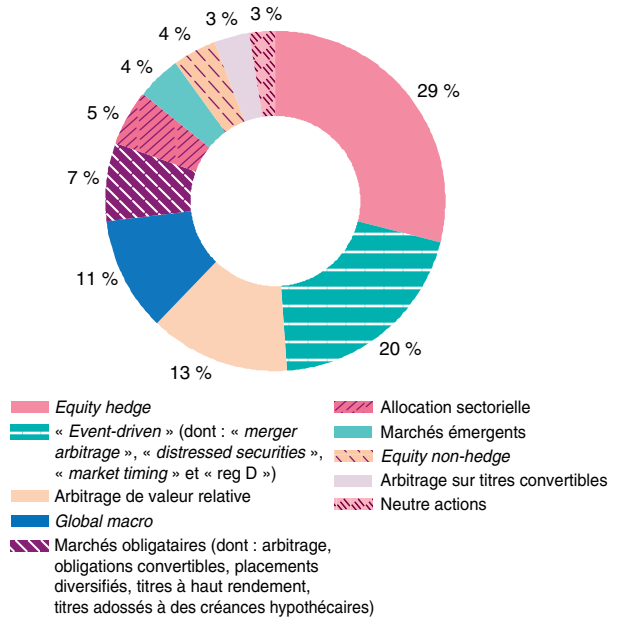
(croissance en %)



Sources : The Banker, Banque des règlements internationaux (BRI), World Federation of Exchanges, HFR

Graphique 2
Stratégies des *hedge funds* par actifs gérés

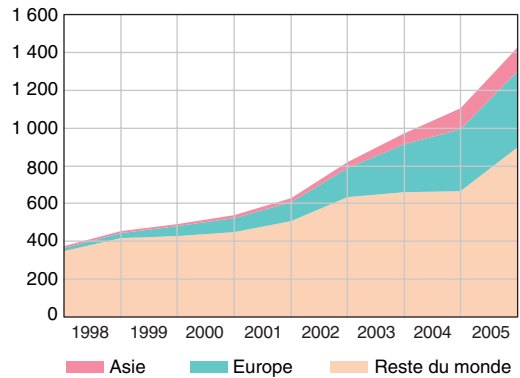
Total : 1 427 milliards de dollars



Source : HFR

Graphique 3
Actifs gérés des *hedge funds* par région

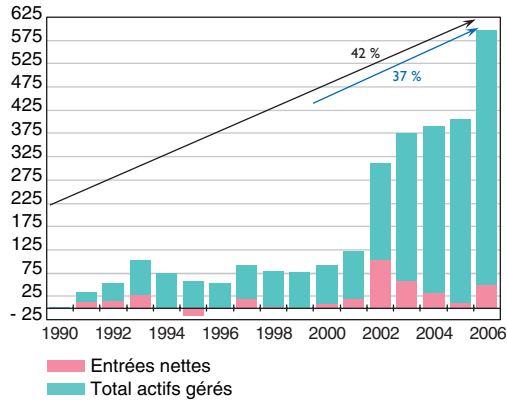
(en milliards de dollars)



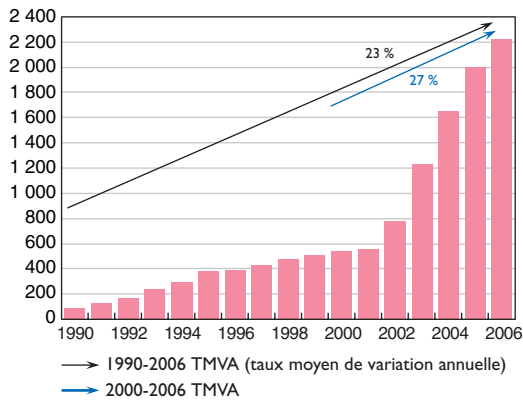
Sources : Eurekahedge, EuroHedge, Factiva, HFR

Graphique 4a
Croissance des actifs gérés par les fonds de fonds

(en milliards de dollars)



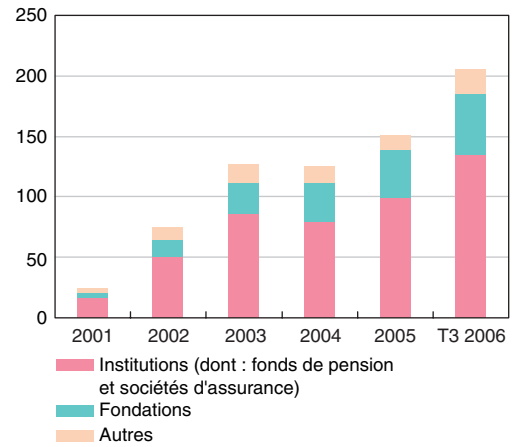
Graphique 4b
Nombre de fonds de fonds



Source : HFR

Graphique 5
Sources des capitaux institutionnels des fonds de fonds

(en milliards de dollars)



Source : Goldman Sachs Prime Brokerage Survey (2006)

Quelle forme de régulation pour les *hedge funds* ?

JÓN DANIELSSON ET JEAN-PIERRE ZIGRAND
Professeurs

London School of Economics et Financial Markets Group

En raison de la croissance ininterrompue des actifs qu'ils gèrent et de la nature non régulée et opaque de leur activité, les hedge funds sont devenus une source de préoccupation majeure pour les autorités. Alors que, jusqu'à présent, les hedge funds sont restés largement non régulés, les appels à la régulation se multiplient, pour des raisons tant microprudentielles que macroprudentielles.

À nos yeux, ces démarches sont essentiellement fondées sur une perception erronée de l'efficacité des régulations financières et un défaut de compréhension de la contribution des hedge funds au système financier.

L'élargissement de la clientèle fait naître de réelles interrogations sur la protection des investisseurs. Cependant, il serait peu judicieux d'assouplir les critères de qualification des investisseurs particuliers. Les placements effectués par des institutions régulées, en particulier les fonds de pension, dans les hedge funds, soulèvent des questions plus importantes. Dans la mesure où ces institutions bénéficient d'une protection publique directe ou indirecte, leurs investissements dans les hedge funds doivent être réglementés. Or, de telles régulations sont plus efficaces si elles sont mises en œuvre du côté de la demande, par le régulateur des fonds de pension, que si elles s'appliquent directement aux gérants des fonds.

Les hedge funds apportent des avantages considérables, non seulement à leurs clients et gérants mais surtout à l'économie dans son ensemble, en raison de leur contribution à la découverte des prix, à l'efficacité des marchés, à la diversification et par leur aptitude à limiter l'ampleur d'une crise, rôle que les institutions régulées ne peuvent aisément jouer du fait de leurs contraintes de fonds propres, de performance relative et d'autres facteurs.

Il serait néanmoins imprudent de soustraire les gérants de hedge funds à toute forme de régulation, dans la mesure où la défaillance d'un fond d'importance systémique peut créer une incertitude telle qu'elle entrave les transactions des marchés et, pire, nuise à l'économie réelle.

Ces questions ne peuvent pas être résolues par une méthodologie réglementaire classique fondée, par exemple, sur la publication d'informations et l'exercice restreint de certaines activités. En réalité, les superviseurs ont intérêt à ne pas réglementer les hedge funds dans leur gestion quotidienne. Néanmoins, le régulateur doit être en mesure de mettre fin à l'incertitude en termes de disponibilité de l'information, qui résulterait de la défaillance d'un hedge fund d'importance systémique. Dans ce cas, les sociétés de courtage (prime brokers) et les autres banques clientes seraient, de facto ou de jure, tenues de contribuer à supprimer rapidement toute incertitude de cette nature. À cette fin, l'organisation de consultations ciblées et la mise en place de plans de secours sont essentielles.

NB : Danielsson est l'auteur correspondant. Les versions à jour de l'article sont téléchargeables sur le site www.riskresearch.org.

En raison d'une croissance ininterrompue des actifs sous gestion et de la nature opaque de leur activité, les *hedge funds* sont devenus une source de préoccupation majeure pour les autorités. Le statut actuel des *hedge funds*, qui comptent parmi les rares entités très peu régulées¹ du secteur financier, est de plus en plus remis en question et nous prévoyons, dans un futur proche, l'émergence de certaines formes de réglementation de ces fonds spéculatifs. Malheureusement, ces démarches sont souvent fondées sur une perception erronée des menaces qu'ils font peser sur l'économie et un manque de compréhension de leur contribution au système financier, ainsi que sur une confiance excessive dans l'efficacité et la pertinence des réglementations financières.

La plupart de ces démarches sont essentiellement fondées sur une perception erronée de l'efficacité des réglementations financières, voire sur une méfiance généralisée à l'égard des marchés et une confiance excessive dans l'efficacité des politiques publiques, peut-être en raison du succès de la réglementation dans des secteurs non liés aux marchés financiers, à l'image de la circulation automobile. Par ailleurs, les appels en faveur d'une régulation accrue semblent les plus vigoureux dans les pays où les *hedge funds* ont remis en cause les situations acquises, comme l'Allemagne.

La faillite de grands *hedge funds*, tel Amaranth, a pu servir à justifier la nécessité de réglementer. Pourtant, il est possible que cette faillite, l'une des plus importantes faillites de *hedge funds* de tous les temps, ait prouvé exactement le contraire. Elle a mis en lumière le risque d'investir dans le secteur des *hedge funds*, tandis que la gestion ordonnée de cette faillite a prouvé que le système était capable d'absorber des faillites importantes caractérisées par d'importantes positions illiquides et concentrées. En effet, le cas d'Amaranth semble indiquer que des réglementations macroprudentielles supplémentaires ne sont pas nécessaires.

Pourtant, les *hedge funds* contribuent au risque systémique, puisque la faillite d'un *hedge fund* d'importance systémique risque de créer sur les marchés une incertitude suffisante pour assécher la liquidité et pour interrompre les opérations, avec des conséquences potentiellement coûteuses. C'est bien

cette externalité que doivent traiter les éventuelles réglementations.

Par ailleurs, les *hedge funds* procurent des avantages considérables non seulement à leurs responsables et leurs investisseurs, mais surtout à l'économie au sens large. Ils améliorent l'efficacité des marchés financiers et ils sont en principe capables d'opérer dans des contextes de crise financière. Cette capacité leur permet de limiter la baisse des cours, une fonction que les institutions régulées ne peuvent pas remplir, peut-être en raison des ratios de capital minimum comme ceux prévus par Bâle. Cette fonction a la capacité de réduire la corrélation des rendements dans des contextes baissiers et offre des avantages en matière de diversification à l'économie au sens large.

Les réglementations actuelles qui s'appliquent aux autres institutions financières risquent de ne pas être efficaces pour réguler les *hedge funds*. Les restrictions d'activité, à l'image des contraintes relatives au levier d'endettement et aux ventes à découvert, ou une plus grande transparence financière feront disparaître les bénéfices économiques procurés par les *hedge funds* ou ne seront pas efficaces, puisqu'elles n'internaliseront pas les externalités identifiées. D'autres restrictions pourraient être plus dangereuses encore, en n'offrant qu'une protection apparente, à l'image des exigences d'enregistrement. Ajoutons à cela le risque que les réglementations locales incitent les gérants des *hedge funds* à s'installer dans des juridictions plus favorables, rendant ainsi la surveillance réglementaire plus délicate.

Comme le montrent les travaux de Daniélsson *et al.* (2006), vouloir réguler les *hedge funds* pour des motifs de protection des consommateurs serait une erreur, alors que les systèmes réglementaires doivent reconnaître les avantages des *hedge funds*. Les auteurs pensent qu'une réglementation des *hedge funds* doit s'attaquer aux problèmes systémiques et ne pas entraver leur activité quotidienne. La meilleure façon d'atteindre cet objectif est de mettre en place un processus de règlement efficace qui réduit le risque de conséquences systémiques de la faillite d'un *hedge fund* grâce à une procédure de dénouement rapide. Le régulateur doit par ailleurs avoir une connaissance approfondie des *hedge funds* d'importance systémique, de leurs *prime brokers* et de leurs principales contreparties.

¹ Bien entendu, les *hedge funds* ne sont pas entièrement non régulés, puisqu'ils sont soumis, notamment, aux réglementations des bourses sur lesquelles ils opèrent.

1 | PRÉOCCUPATIONS MICROPRUDENTIELLES

Les *hedge funds* ont traditionnellement attiré les investisseurs qualifiés, c'est-à-dire des individus suffisamment fortunés. Si les *hedge funds* demeurent non régulés, c'est parce que ces investisseurs ne demandent ni ne nécessitent de protection publique. Dans ce contexte, il est possible de considérer les *hedge funds* comme le prolongement des activités financières des investisseurs individuels. Tant que les *hedge funds* se limitaient aux investisseurs qualifiés et que leurs encours étaient relativement faibles, ils ne faisaient pas l'objet d'une surveillance renforcée.

Ces dernières années pourtant, la base d'investisseurs des *hedge funds* s'est élargie bien au-delà de cette catégorie initiale d'investisseurs, ce qui a suscité des inquiétudes. Premièrement, les conditions d'agrément se sont peu à peu assouplies et il existe, dans certains pays, peu ou pas de limite quant aux catégories d'intervenants qui peuvent investir dans les *hedge funds*. Deuxièmement, les institutions régulées qui investissent pour le compte de tierces parties, notamment les fonds de pension, investissent de plus en plus dans les *hedge funds*, ce qui suscite des inquiétudes supplémentaires.

Investisseurs particuliers. La clientèle traditionnelle des *hedge funds* se compose d'individus fortunés, tandis que les investisseurs particuliers moins fortunés se sont contentés d'investir dans des fonds réglementés, tels les fonds de placement. Les investisseurs particuliers étaient traditionnellement protégés par les réglementations, car on considérait que leur manque d'expertise ne leur permettait pas de prendre des décisions d'investissement informées si une communication financière adéquate et des limites à l'activité des fonds n'étaient pas en place. Ces dernières années, les frontières entre les deux groupes d'investisseurs sont devenues plus floues, alors que les conditions d'agrément aux États-Unis n'ont guère évolué jusqu'à une date récente, et certains pays, à l'image de l'Australie, n'imposent pas de restrictions sur les investissements dans les *hedge funds*. On constate simultanément une volonté croissante de « démocratisation » des *hedge funds* qui s'accompagne d'une certaine forme de protection.

Les arguments en faveur de la démocratisation reposent généralement sur l'idée d'équité. Pourquoi

la clientèle fortunée serait-elle la seule à pouvoir bénéficier du surcroît de rendement procuré par les *hedge funds* ? Il semble que certaines autorités de supervision aient parfois appelé à la démocratisation avant même les gérants de *hedge funds* ou les investisseurs particuliers.

Néanmoins, nous pensons que cette démocratisation n'est pas souhaitable. 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, on constate une volonté de renforcement des réglementations. En effet, à la suite de la faillite d'Amaranth, certaines demandes allaient dans ce sens. Selon nous, 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 l'investissement dans un *hedge fund* à 2,5 millions de dollars de patrimoine hors résidence principale.

Cela ne signifie pas pour autant que les investisseurs particuliers doivent être totalement écartés des *hedge funds*. Premièrement, les gérants de *hedge funds* offrent de plus en plus de produits standards « régulés », à l'image des fonds *long-only* ou des fonds 130-30. Ces fonds sont parfois réglementés sans que le gérant le soit nécessairement et offrent un accès à de talentueux professionnels de l'investissement.

Deuxièmement, les fonds répliquant les *hedge funds*, fonds qui répliquent la performance des indices des *hedge funds*, promettent d'offrir des rendements proches de ceux des *hedge funds* pour un coût moindre et davantage de transparence. Comme pour les produits structurés, il devrait être possible de réglementer ces fonds en se fondant sur des règles précises permettant la démocratisation de ces fonds. S'il est probable que ces instruments produisent peu d'alpha, ils peuvent être une source de diversification, ce qui a constitué le motif principal d'investissement dans les *hedge funds* ces derniers mois.

Institutions régulées. Les institutions régulées, notamment les fonds de pension, investissent de plus en plus dans les *hedge funds*. Il est légitime que cette situation suscite des inquiétudes quant à l'adéquation de ces investissements avec le mandat des fonds de pension, notamment leur profil de risque, et quant à savoir si les gérants de fonds de pension disposent

d'une expertise suffisante pour comprendre les choix d'investissement. Ces inquiétudes sont légitimes, les fonds de pension étant réglementés et généralement adossés, explicitement ou implicitement, à l'État. Si les fonds de pension continuent d'investir massivement dans les *hedge funds* dans l'environnement réglementaire actuel, une réglementation du secteur des *hedge funds* semblera inévitable dès la prochaine perte significative.

Néanmoins, il s'agirait d'une mauvaise approche de la réglementation. Le public s'inquiète du fait que les fonds de pension puissent ne pas respecter leurs mandats, ce qui ne concerne pas directement les *hedge funds*. En conséquence, les réglementations devraient être envisagées du côté de la demande et non de l'offre. Les autorités de régulation des fonds de pension doivent fixer les conditions d'investissement dans les *hedge funds*, à l'image de la communication financière, des montants à investir et du risque. Il reviendrait ensuite aux gérants de *hedge funds* à accepter ou non un tel mandat.

2 | PRÉOCCUPATIONS MACROPRUDENTIELLES

Les principales inquiétudes suscitées par les *hedge funds* portent sur les questions macroprudentielles, notamment la stabilité financière. Ces inquiétudes ont été expliquées par Daniélsson *et al.* (2006).

2|1 Les préoccupations fréquentes

Déstabilisation. Les *hedge funds* ont été accusés de déstabiliser des compartiments de marché voire des pays tout entiers, à l'instar de la crise asiatique de 1997-1998 par exemple. Ce type d'accusation a notamment été porté par le Premier ministre de la Malaisie, M. Mahatir, à l'époque de la débâcle du ringgit malais. Néanmoins, les suites de la crise asiatique montrent que les premiers intervenants à l'origine des sorties de capitaux ont été les entreprises locales, alors que les *hedge funds* semblent avoir soutenu les devises².

Endettement. Les *hedge funds* sont souvent accusés de recourir de manière excessive à l'effet de levier. C'est une accusation qui a été portée contre LTCM en 1998. Si l'on considère que, en vertu de Bâle II, les banques réglementées sont autorisées à un levier de 12 et que la plupart des *hedge funds* utilisent un levier nettement inférieur, les inquiétudes quant à l'endettement semblent largement infondées³. En outre, nous ne constatons des niveaux extrêmes d'endettement que lorsqu'un fonds fait faillite, à un moment où le capital se volatilise.

Risque de contrepartie. En raison de la nature opaque des *hedge funds*, les banques risquent de manquer d'informations sur le risque de contrepartie présenté par leurs expositions aux *hedge funds*. Il s'agissait d'un problème majeur lors de la crise de LTCM. En conséquence, les *prime brokers* ont soigneusement contrôlé les positions des *hedge funds* afin de mieux comprendre et couvrir ces risques. Par ailleurs, les positions des *hedge funds* sont évaluées en valeur de marché et ils doivent fournir des garanties appropriées. Si des inquiétudes demeurent, en raison notamment de la valeur endogène des garanties, le risque de contrepartie des plus grands *hedge funds* ne devrait toutefois pas constituer de menace sérieuse pour leurs contreparties.

Comportement mimétique. Nous pensons que les *hedge funds* les plus sophistiqués compteront parmi les premiers à adopter de nouvelles stratégies de négociation et à investir dans de nouveaux actifs et marchés. En effet, la souplesse et la sophistication technique coûteuse étant les raisons d'être de ces *hedge funds*, on peut s'attendre à ce qu'ils jouent un rôle de *leader* plutôt que de suiveur. On s'inquiète cependant que les *hedge funds* de plus petite taille et moins sophistiqués puissent choisir de répliquer les stratégies et se contenter d'agir en suiveurs. Cependant, les *hedge funds* sont, en règle générale, moins susceptibles d'avoir un comportement mimétique que d'autres investisseurs, tels les fonds de placement, les compagnies d'assurance, les banques et les fonds de pension, en raison notamment de l'absence de régimes de garantie des dépôts et de l'absence de plans de sauvetage publics.

Liquidité du marché. Les *hedge funds* ont été accusés d'être des utilisateurs plutôt que des

² Voir par exemple Choe *et al.* (1998) ; Fung *et Hsieh* (2000) ; Fung *et al.* (2000) ; Goetzmann *et al.* (2000)

³ D'après Gupta *et Liang* (2004), moins de 4 % de *hedge funds* en activité et 11 % de *hedge funds* clôturés repris dans leur échantillon auraient violé les règles de solvabilité de Bâle II en mars 2003, le nombre de fonds sous-capitalisés étant relativement réduit.

fournisseurs de liquidité. En effet, si un *hedge fund* vend massivement un actif, que cette cession soit forcée du fait de l'utilisation de valorisations en valeur de marché ou qu'elle soit amplifiée par les styles mimétiques de certains *hedge funds*, comme les fonds d'arbitrage sur obligations convertibles, cette vente peut avoir un impact significatif sur les cours. Néanmoins, par rapport au reste du marché, les *hedge funds* sont probablement plus disposés à continuer à traiter et donc plus susceptibles d'offrir de la liquidité plutôt que de simplement l'assécher. À titre d'exemple, la présence des *hedge funds* sur le marché des dérivés de crédit a permis aux banques d'émettre davantage d'instruments de crédit et d'en définir le prix de manière plus juste.

Fraude. La nature opaque des *hedge funds* et les longues périodes d'investissement minimum (*lock-up*) peuvent inciter les *hedge funds* à la fraude. Pourtant, on constate que les *hedge funds* ne commettent pas nettement plus de fraudes que les autres intervenants⁴. Au cours des cinq premières années de cette décennie, la SEC a intenté cinquante et un procès à des *hedge funds*, les accusant d'avoir détourné plus d'un milliard au détriment des investisseurs. Ce chiffre ne représente pourtant qu'une part réduite du total des encours des *hedge funds*. Par ailleurs, le vol est illégal et le droit pénal peut suffire à sanctionner ce type de fraudes si les *hedge funds* s'en rendent coupables.

2|2 Les réelles préoccupations

Les principaux risques systémiques que font peser les *hedge funds* sur le secteur financier sont liés à l'éventualité d'une faillite d'un fonds (ou groupe de fonds) d'importance systémique, c'est-à-dire un fonds suffisamment grand, opaque et sophistiqué. Une telle faillite menace de créer une forte incertitude. Dans ce cas, ce n'est pas seulement la taille du fonds qui importe, mais plutôt le caractère opaque de ses positions et le manque d'informations disponibles sur les marchés. Cette situation peut se traduire par une forte diminution des volumes de transactions et par des cours de marché qui ne sont pas de bons indicateurs de la valeur des actifs. C'est exactement ce qui s'est passé dans le cas de LTCM en 1998. Ces problèmes de valorisation peuvent favoriser les

allocations inefficaces et empêcher les institutions jouissant des notations les plus élevées de détenir certains actifs peu liquides. Une crise peut même se traduire par des événements de crédit touchant des institutions qui ne sont pas directement impactées par les activités des *hedge funds*, mais dont la valeur des garanties peut se dégrader. Ces répercussions peuvent affecter, au-delà de Wall Street, l'économie dans son ensemble. Dans une telle situation, les *hedge funds* ne supportent pas seuls les coûts d'un tel événement, qui est donc générateur d'une externalité qui doit être gérée. Les répercussions pourraient être comparables aux erreurs de politiques économiques commises à la suite du krach boursier de 1929 et de la crise qui s'est ensuivie.

3| LES AVANTAGES PROCURÉS PAR LES HEDGE FUNDS

Les *hedge funds* procurent des avantages au secteur financier et à l'économie au sens large, en améliorant l'efficacité des marchés financiers et en fournissant de la liquidité en période de crise financière. Danielsson *et al.* (2006) décrivent ces avantages.

Découverte des prix et main invisible. Les *hedge funds* contribuent à la découverte des prix en affectant des ressources considérables à la recherche. Lorsque les *hedge funds* traitent sur la base de travaux de recherche effectués en interne, ils influent sur les cours et les volumes et divulguent, par conséquent, une partie de ces informations au marché, ce qui permet à la valeur de certains actifs (parfois peu étudiés par les analystes) de se rapprocher de leur valeur fondamentale. Cette fonction bénéficie au système financier dans son ensemble, en facilitant certains types d'opérations qui n'auraient pas eu lieu autrement. Par ailleurs, leurs activités de négociation intensifient les pressions concurrentielles sur les fourchettes de cotation des teneurs de marché et des autres intermédiaires.

Diversification. Le secteur réglementé de l'investissement est généralement limité par une série de réglementations autorisant ou non certains investissements. De ce fait, ce secteur n'est pas en

⁴ D'après les estimations de la CFTC, au cours des cinq années à fin 2003, les *hedge funds* représentaient environ 2 % des mesures coercitives de la SEC et de la CFTC (témoignage de Patrick J. McCarty, avocat général, Commodity Futures Trading Commission, de la SEC, 2003). Par ailleurs, avec des pertes de l'ordre d'un demi-milliard de dollars, la fraude du *hedge fund* Bayou a eu un certain retentissement.

mesure d'offrir des produits correspondant à certains profils de rendement-risque. Les investisseurs à la recherche de profils de rendement-risque différents peuvent donc soit gérer eux-mêmes leurs actifs, soit déléguer les décisions d'investissement à des tiers, c'est-à-dire des *hedge funds*.

Compensation et liquidité. Daniélsson et Zigrand (2006) identifient les conséquences d'une absence de réglementation de certaines institutions financières, comme les *hedge funds*, tout en maintenant intacte la réglementation des autres opérateurs du secteur financier, à l'image des règles de capital minimum prévues notamment par Bâle. Si l'économie subit une crise financière induite par la liquidité, les institutions financières réglementées sont tenues de céder davantage d'actifs plus risqués. Si l'ensemble des opérateurs de marché est régulé, alors il n'existe pas de contrepartie pour un prix donné et la crise financière est susceptible d'être plus grave qu'en temps normal.

4 | OPTIONS DE POLITIQUES PUBLIQUES I

Les autorités disposent de plusieurs options afin de résoudre au mieux la question de la réglementation des *hedge funds*. Le principal défi à relever part du constat que la méthodologie habituelle de réglementation financière, développée à la lumière des questions de protection des consommateurs et de ruées sur les dépôts des banques (*bank runs*) par exemple, n'est pas directement applicable aux *hedge funds*.

Restreindre ou clôturer l'accès aux *hedge funds*.

Les autorités ont toujours la possibilité d'interdire l'activité des *hedge funds* au sein de leur juridiction respective, un souhait qu'ont d'ailleurs exprimé certaines autorités. Mais comme nous l'avons expliqué précédemment, il s'agirait d'une erreur. Dans les pays où les appels en faveur d'une réglementation plus stricte des *hedge funds* sont les plus virulents, à l'image de l'Allemagne, les critiques envers les *hedge funds* semblent provenir de ce que ces fonds mettent en lumière les faiblesses de la gouvernance d'entreprise.

En outre, la manière dont les autorités pourraient restreindre ou interdire l'activité des *hedge funds* n'est

pas claire, compte tenu de l'anonymat qui prévaut sur les marchés internationaux. On ne voit pas comment une telle restriction pourrait être mise en application dans les centres financiers extraterritoriaux, d'autant qu'elle soulèverait des questions de discrimination économique. Si les institutions réglementées et les particuliers sont en mesure de se positionner sur la plupart des types d'investissement, comment la délégation de gestion peut-elle être interdite ?

Parmi les restrictions envisagées les plus adaptées aux *hedge funds* figurent les contraintes d'effet de levier. Mais comme nous l'avons rappelé précédemment, l'effet de levier de la plupart des *hedge funds* est réduit, généralement entre un et deux, et on constate uniquement des leviers d'endettement très élevés lorsqu'un *hedge fund* est proche de la faillite. Par ailleurs, l'endettement est difficile à contrôler de manière précise, sans parler des comparaisons entre sociétés, périodes et produits. En outre, certains régulateurs ne semblent pas prêts à assumer une telle tâche. De toutes façons, il est dans l'intérêt général des *prime brokers* de contrôler l'endettement. Enfin, des contraintes d'endettement uniformes empêcheraient les *hedge funds* d'améliorer l'efficacité des marchés et contribueraient probablement à la procyclicité et l'instabilité des marchés.

Laissez-faire. Il serait une erreur de ne pas régler la question de la nature réglementaire des *hedge funds*. Comme nous l'avons expliqué précédemment, les *hedge funds* suscitent de réelles préoccupations systémiques, le total des coûts engendrés par une crise pouvant être significatif et n'étant pas supporté par le *hedge fund* lui-même.

Transparence financière. Le second outil réglementaire important est la communication financière obligatoire, tant directement à l'autorité de supervision qu'au grand public. Aujourd'hui, les besoins de transparence sont probablement le principal motif de réglementation des *hedge funds*. Dans le secteur bancaire, la communication financière est utile car elle permet par exemple aux autorités de réglementation de contrôler la conformité avec les restrictions d'activités et d'offrir une protection aux clients particuliers peu sophistiqués. Ces questions ne concernent pas les *hedge funds*. En effet, l'objectif poursuivi par les partisans d'une plus grande transparence n'est pas clair. Par ailleurs, certains *hedge funds*, notamment ceux qui posent des problèmes systémiques, utilisent

des technologies très avancées, faisant ainsi échouer les tentatives d'obtenir des informations utiles à partir de simples états financiers.

Une possibilité en la matière est de communiquer directement à l'autorité de supervision des informations détaillées sur les positions ou des informations produites par les systèmes de gestion du risque. Un *hedge fund* techniquement sophistiqué se focalise sur une gestion localisée du risque et dispose d'un système unique de gestion du risque. À l'inverse, l'autorité de supervision se focalise sur une gestion globale du risque et n'a pas besoin de comprendre le risque d'un *hedge fund* donné, mais plutôt d'agrèger ces risques avec ceux d'autres fonds similaires, une tâche qui semble pratiquement impossible aujourd'hui. En outre, compte tenu des volumes de transactions exceptionnels et des fréquents changements de style, c'est une tâche extrêmement ardue.

L'autre solution est la publication d'informations globales sur la performance ou le risque, soit aux investisseurs⁵ soit au grand public. Néanmoins, cette solution est source de défis, notamment pour les fonds les plus sophistiqués et d'importance systémique. À titre d'exemple, même de simples opérations de portage (*carry trades*) peuvent générer des flux de revenus à faible volatilité pendant une période considérable, avant que la tendance s'inverse brutalement, à l'image du portage yen dollar en octobre 1998. De fait, il résulte de ces stratégies que la volatilité ou la *value at risk* est parfois un indicateur trompeur de risque.

Dépendance envers les *prime brokers*. Les *prime brokers* offrent des services bancaires aux *hedge funds*. Puisque ces opérateurs exercent une activité régulée au sein du secteur financier, on propose souvent qu'ils soient utilisés comme des outils réglementaires. C'est faire fi de la relation existant entre les *prime brokers* et les *hedge funds*. Il est vrai que l'intérêt des *prime brokers* est d'entretenir une relation symbiotique avec le fonds, et les problèmes éventuels posés par un *hedge fund* sont souvent abordés en privé et résolus en collaboration avec ce fonds. Or, tout *prime broker* qui serait perçu comme une extension de l'autorité de régulation serait considéré avec suspicion par sa clientèle de *hedge funds*. Enfin, l'arbitrage réglementaire pourrait

inciter les *prime brokers* à s'installer dans des centres financiers non régulés, mettant ainsi un terme à tout type d'échange entre elles et les autorités de tutelle.

Enregistrement. Dans certaines juridictions, les *hedge funds* sont tenus d'être enregistrés auprès des autorités. Dans d'autres juridictions, l'enregistrement a été exigé, aux États-Unis par exemple. Si cette demande a été rejetée par les tribunaux, il est probable que le nouveau Congrès autorisera la SEC à exiger l'enregistrement, en plus d'une certaine forme de transparence. Néanmoins, les avantages d'un enregistrement complet sont généralement difficiles à établir, sans compter qu'il peut entraîner des situations d'aléa moral.

Consultation ciblée. Il est cependant essentiel que les autorités disposent d'une vision claire du périmètre couvert par le secteur des *hedge funds* qui exercent au sein de leur juridiction et à l'international. Les autorités doivent pour cela déterminer de manière précise leurs besoins en information. Citons, par exemple, l'action de la FSA qui surveille trente et un des plus grands *hedge funds* au Royaume-Uni (représentant 50 % des encours). Une telle supervision thématique porte sur un large éventail d'entités qui exercent des mandats de *hedge funds* et consiste notamment en une analyse régulière des principales *prime brokers* londoniennes.

5 | OPTIONS DE POLITIQUES PUBLIQUES II

Afin que les réglementations soient efficaces et peu coûteuses, elles doivent se focaliser directement sur la réglementation des externalités, c'est-à-dire la faillite probable d'un fonds ou un groupe de fonds d'importance systémique. En conséquence, l'objectif des réglementations n'est pas de réguler les activités courantes d'un fonds, mais plutôt de gérer les faillites. Comme nous l'avons expliqué précédemment, le risque systémique présenté par les *hedge funds* est le risque de liquidité et de crédit, notamment les valeurs endogènes et éventuellement procycliques des garanties, induites par une incertitude quant aux positions et sur la manière dont elles sont résolues.

⁵ Les clients des *hedge funds*, à l'image des fonds de fonds, négocient le degré de publication volontaire en plus d'éléments tels que les commissions et la liquidité. Si le pouvoir de négociation est entre les mains des investisseurs, les fonds sont susceptibles de souhaiter davantage de communication.

Puisque les externalités sont difficilement prévisibles sans avoir à clôturer le fonds, la meilleure manière d'y parvenir est de disposer d'un solide processus de résolution en cas de faillite d'un fonds et de nécessité de débouclage de ses positions. Les banques clientes, les *prime brokers* et les autorités de régulation risquent de ne pas être disposées à participer à un tel processus ou préféreront s'en retirer. C'est la raison pour laquelle le processus doit être formalisé et il ne fait aucun doute à nos yeux que les autorités de régulation des principaux centres financiers ont le pouvoir d'initier ce type de processus. S'il pourrait être considéré comme un processus accéléré de faillite, le problème le plus immédiat ici est plutôt de dissiper les incertitudes plutôt que de définir précisément les indemnités finales à verser aux différentes contreparties. Comme dans le cas de LTCM, d'Amaranth et autres, les banques

d'investissement sophistiquées pourraient souhaiter racheter une partie des *hedge funds* impactés, après en avoir inspecté les bilans et les portefeuilles de négociations. Il s'agit d'une pratique courante dans le secteur bancaire. Si une banque seule ne dispose pas de la liquidité nécessaire, comme c'est le cas pour les faillites multiples, les autorités monétaires peuvent injecter de la liquidité d'urgence. Les autorités de supervision doivent par ailleurs disposer de plans d'urgence et connaître les acteurs clés. Ces situations présentent également un degré d'urgence qui n'existe pas pour d'autres crises. C'est la raison pour laquelle une consultation ciblée s'avère utile. Des simulations de crise (*stress tests*) effectuées par la Banque d'Angleterre, la FSA, les banques centrales de l'Eurosystème et d'autres, peuvent être des outils inestimables afin d'anticiper ces événements imprévus.

Les hedge funds font désormais partie intégrante du système financier moderne, à l'efficacité duquel ils contribuent tout en induisant un risque systémique. S'il appartient aux superviseurs de régler ce point, il convient de le faire sans remettre en cause les avantages procurés par les hedge funds en matière d'efficacité. À cet égard, plutôt que de viser à réguler les activités courantes des hedge funds par les contraintes habituelles que constituent les restrictions d'activité et les pratiques de communication financière, il suffit de cibler directement les externalités générées par les hedge funds, ce qui constitue la meilleure solution. Celle-ci passe par la mise en place d'un processus robuste de gestion des crises en cas d'évènement systémique consécutif à une défaillance d'un ou plusieurs hedge funds d'importance systémique.

BIBLIOGRAPHIE

Choe (H.), Kho (B.-C.) et Stulz (R. M.) (1998)

“Do foreign investors destabilize stock markets?”, l'expérience coréenne en 1997, rapport technique 6661, document de travail du NBER

Danielsson (J.), Taylor (A.) et Zigrand (J.-P.) (2006)

“Highwaymen or heroes: should hedge funds be regulated?”, *Journal of Financial Stability*, 1:4:522–545, www.riskresearch.org

Danielsson (J.) et Zigrand (J.-P.) (2006)

“Equilibrium asset pricing with systemic risk”, mimeo, London School of Economics, www.riskresearch.org

Fung (W.) et Hsieh (D.) (2000)

“Measuring the market impact of hedge funds”, *Journal of Empirical Finance*, 7(1):1–36

Fung (W.), Hsieh (D.) et Tsatsaronis (K.) (2000)

“Do hedge funds dis-rupt emerging markets?”, tiré de Litan (R. E.) et Snamomero (A. M.), éditeurs, Brookings-Wharton Papers on Financial Services, p. 377–421

Goetzmann (W.N.), Brown (S.J.) et Park (J.M.) (2000)

“Hedge funds and the Asian currency crisis of 1997”, *Journal of Portfolio Management*, 26(4), p. 95–101

Gupta (A.) et Liang (B.) (2004)

“Do hedge funds have enough capital? A value at risk approach”, Compte rendu n° 376 de la conférence annuelle EFA 2003, *Journal of Financial Economics*, à paraître

SEC (2003)

Transcription des audiences sur les *hedge funds* organisées les 14 et 15 mai

Hedge funds et stabilité financière

MARIO DRAGHI

Président

Financial Stability Forum

Gouverneur

Banca d'Italia

Beaucoup a été fait jusqu'ici pour limiter les risques que font peser les hedge funds sur la stabilité financière, tout en évitant les restrictions inutiles qui fausseraient le jeu des forces du marché et empêcheraient ces fonds de continuer de jouer leur rôle sur les marchés actuels. Néanmoins, dans un contexte de changement permanent de l'environnement des marchés financiers, les intervenants de marché et les autorités de supervision ne doivent pas relâcher leur attention afin de bien appréhender les évolutions de marché en cours et remédier rapidement à toute insuffisance des systèmes de gestion du risque de contrepartie ou de la discipline de marché.

Les opérateurs semblent aujourd'hui globalement assez bien protégés contre les risques de contrepartie directement liés à des défaillances de hedge funds, mais l'efficacité des dispositifs d'appels de marge en cas de forte détérioration des conditions de liquidité et de marché mérite un examen plus approfondi. Les conséquences financières plus larges, du type perturbation de la liquidité de marché et des prix, d'un choc affectant les hedge funds et d'autres institutions à effet de levier restent difficiles à mesurer. Cette situation souligne l'importance d'une amélioration des exercices de simulation de crise (stress test) et d'analyse des scénarios. Un défi essentiel à cet égard consistera à améliorer l'évaluation et réduire l'ampleur du risque de perte extrême pour tous les participants clés du système financier, afin que des anticipations irréalistes en matière de transfert des risques ne créent pas un aléa moral et des risques plus élevés pour le secteur financier.

Dans le sillage de la crise asiatique et de la quasi-faillite de LTCM, les questions de stabilité financière soulevées par les *hedge funds* et autres institutions à fort effet de levier (IFEL) ont suscité l'intérêt du Forum de Stabilité financière (FSF) depuis sa création en 1999. Cet intérêt s'explique par le rôle croissant et évolutif joué par les *hedge funds* au sein du système financier international, rôle qui les a placés au cœur de la mission du FSF consistant à analyser les vulnérabilités, à identifier et contrôler les actions destinées à les corriger, et à améliorer la coordination et l'échange d'informations entre les différentes autorités responsables de la stabilité financière.

Il est à noter que la croissance rapide du secteur des *hedge funds* est l'un des éléments les plus frappants de l'évolution des marchés financiers au cours de ces dernières années. Leur nombre a doublé depuis 1999, et leur encours a triplé. Même si leur importance demeure réduite par rapport aux autres actifs détenus par les investisseurs institutionnels traditionnels, les *hedge funds*, en tant que classe d'actifs à part entière, jouent véritablement dans la cour des grands. En raison de leur souplesse, de leur recours à l'endettement et de leurs stratégies extrêmement actives, les *hedge funds* représentent aujourd'hui une part significative, voire dominante dans certains cas, des volumes de transactions sur les principaux marchés financiers.

Les *hedge funds* fournissent de la liquidité, contribuent à la découverte des prix sur de nombreux marchés et offrent de nouvelles opportunités de distribution du risque au sein du système. Ils ont encouragé l'innovation des pratiques de marché et, ce faisant, ont contribué au développement des marchés de transfert du risque, composante essentielle des systèmes financiers modernes. Preuve de leur rôle crucial, les principaux intermédiaires traditionnels du secteur financier (grandes banques commerciales et banques d'investissement) tirent une part croissante de leurs bénéfices des services qu'ils offrent aux *hedge funds*. Le modèle de gestion de ces intermédiaires, sur la base duquel ils mutualisent et transfèrent de plus en plus les risques vers d'autres intervenants, n'aurait pas connu de développement aussi rapide si les *hedge funds* n'avaient pas joué un rôle actif de preneurs et négociateurs de risque.

La récente croissance rapide du secteur des *hedge funds* est intervenue à un moment où les

conditions macroéconomiques et financières étaient exceptionnellement bonnes. Il est d'ailleurs possible que le secteur ait contribué à cet environnement favorable grâce à sa capacité d'absorption du risque. Néanmoins, on peut comprendre les inquiétudes quant aux risques que ferait peser la croissance des *hedge funds* et des nouveaux instruments si le contexte économique et de marché devenait nettement moins favorable. L'une des questions qui se posent est celle de l'ampleur du risque direct que fait courir l'endettement des *hedge funds* aux créanciers. Une autre question est celle de l'impact d'une crise financière sur la liquidité du marché et, de manière plus générale, sur les prix d'actifs. Une question importante ici est de savoir si les pratiques plus sophistiquées de gestion du risque et l'explosion de la négociation de produits structurés ont incité les opérateurs à prendre davantage de risques, en supposant que les risques de perte extrême seront supportés par, ou peuvent être transférés à, des tiers dans des contextes de marché difficiles. Si tel est le cas, ces « risques d'aléa moral » peuvent imposer des externalités significatives aux autres intervenants de marché.

Cet article passe brièvement en revue les préoccupations que font naître les *hedge funds* et autres institutions à fort effet de levier en matière de stabilité et les progrès qui ont été effectués afin de les réduire.

1 | LE RAPPORT DE L'AN 2000 DU FSF SUR LES INSTITUTIONS À FORT EFFET DE LEVIER (IFEL)

L'un des premiers projets réalisés par le FSF à la suite de sa création en 1999, dans le sillage de la crise asiatique et de la quasi-faillite de LTCM, a consisté à évaluer les risques présentés par les institutions à fort effet de levier pour la stabilité financière et à parvenir à un consensus sur les actions des autorités de supervision et de réglementation qui pourraient minimiser ce potentiel déstabilisateur. Comme nous avons pu le constater à l'époque, ces risques traduisaient deux inquiétudes quant au risque d'instabilité financière suscitées par la quasi-faillite de LTCM et la crise financière en Asie. La première inquiétude, suscitée par l'épisode LTCM, était de savoir comment gérer au mieux les

risques systémiques présentés par un endettement excessif ainsi que l'impact potentiel sur les marchés et les institutions régulées de la faillite brutale d'une IFEL non régulée. La seconde inquiétude concernait des dynamiques de marché déstabilisatrices qui résulteraient de concentrations importantes de positions, et qui pourraient amplifier les pressions exercées par les marchés sur les économies ouvertes de petite et moyenne tailles.

Les travaux, réalisés par un Groupe de travail sur les IFEL dirigé par Sir Howard Davies, directeur de la Financial Services Authority (FSA) au Royaume-Uni, se sont conclus par la publication, en 2000, d'un rapport¹ qui émettait dix recommandations, présentées en annexe de cet article. Ces recommandations rassemblaient et complétaient les recommandations émises et les initiatives prises par plusieurs autres organismes à cette époque². Bien que le secteur des *hedge funds* ait connu de nombreuses évolutions depuis cette époque, les grands principes édictés dans le rapport du FSF de 2000 demeurent encore valables et valent la peine d'être rappelés.

D'après le FSF, la meilleure façon de résoudre les problèmes d'instabilité engendrés par l'activité des *hedge funds* était d'adopter une approche qui favorise la discipline de marché, et qui évite notamment l'accumulation d'endettement susceptible d'exercer une pression sur les contreparties et les marchés. C'est la raison pour laquelle une majorité des recommandations émises en 2000 avaient pour objectif d'améliorer les pratiques de gestion du risque de contrepartie et l'échange d'informations entre les intervenants de marché.

Les recommandations demandaient notamment que les *hedge funds* et leurs contreparties renforcent leur gestion du risque. Naturellement, l'amélioration des pratiques de gestion du risque des principales contreparties des *hedge funds* (grandes banques d'investissement et banques commerciales) ne consiste pas à mettre en place une gestion isolée de leurs expositions aux *hedge funds*. Cette amélioration fait partie intégrante d'un programme plus large d'amélioration de la gestion et des contrôles du risque à l'échelle de l'entreprise. Par ailleurs, les pratiques efficaces de gestion du risque de contrepartie adoptées par les institutions réglementées sont un

moyen essentiel de maîtriser l'endettement excessif des *hedge funds*. Une gestion efficace du risque dépend de la fiabilité des informations. Si le rapport recommande que les informations nécessaires à une gestion efficace du risque de contrepartie puissent et doivent être obtenues en grande partie bilatéralement, il recommande également une amélioration de la communication des profils de risque, tant par les IFEL que par l'ensemble des acteurs, afin de renforcer la discipline de marché et la stabilité du système dans son ensemble.

L'une des leçons tirées des cycles de marché et des crises passées est que la gestion du risque peut parfois pâtir de l'érosion provoquée par les pressions concurrentielles. C'est pourquoi le rapport de l'an 2000 recommandait une surveillance accrue et prolongée par les autorités de supervision et de tutelle des créanciers des IFEL, afin de contrôler leur respect des nouvelles procédures de gestion du risque et d'encourager les exercices de simulation de crise (*stress tests*). Le rapport défendait également la proposition du Comité de Bâle en faveur d'une approche plus attentive au risque des réglementations en matière de solvabilité, et a demandé une surveillance accrue des marchés nationaux afin qu'il soit possible d'émettre des signaux d'alarme précoces en cas de hausse de l'endettement et des pressions spéculatives, puis de formuler des réponses de marché face à l'incertitude sur les fondamentaux.

Le suivi par le FSF de l'application des recommandations énoncées ci-dessus a fait l'objet de rapports d'étape en 2001 et 2002. Ces rapports ont permis de constater que le renforcement de la gestion du risque de contrepartie et la surveillance réglementaire des créanciers des IFEL avaient contribué à la réduction de l'endettement au sein du système. Néanmoins, les pressions concurrentielles exercées sur les normes de solvabilité continuaient de susciter des inquiétudes. Aussi, le Forum a encouragé la réalisation de travaux supplémentaires sur l'évaluation des expositions potentielles futures des créanciers et sur la réalisation d'exercices complets de simulation de crise. Le FSF a également défendu le renforcement à l'échelle mondiale des échanges d'informations entre les autorités de supervision et de tutelle sur les pratiques de gestion du risque de contrepartie adoptées au sein du secteur

1 http://www.fsforum.org/publications/publication_21_25.html

2 Dont le *President's Working Group américain* (1999), le *Comité de Bâle pour la supervision bancaire* (1999), l'*International Organisation of Securities Commissions* (1999) et le *Counterparty Risk Management Policy Group* (1999)

des IFEL. Les communications d'information des IFEL à l'attention des créanciers ont connu des améliorations (certes inégales), mais peu de progrès ont été effectués en matière de communication à l'attention du public. Le FSF a encouragé l'adoption des recommandations du Groupe de travail pluridisciplinaire sur la transparence renforcée, dont l'objectif était d'améliorer la qualité, la comparabilité et la sensibilité au risque de la communication financière de l'ensemble des institutions financières, y compris les *hedge funds*³.

L'un des domaines où des progrès significatifs ont été effectués est l'acceptation par les principaux intervenants de marché d'un ensemble de bonnes pratiques en matière d'opérations de change, destiné à dissiper les inquiétudes quant au risque qu'une forte concentration d'importantes positions prises par les IFEL puisse peser de manière significative sur la dynamique de marché au sein des économies ouvertes de petite et moyenne tailles. Depuis la crise financière en Asie, les inquiétudes quant à la prise de positions concentrées significatives sur des économies ouvertes de petite et moyenne tailles ont été largement dissipées.

2 | ÉVOLUTION DU MARCHÉ ET DES PRÉOCCUPATIONS

Depuis le rapport d'étape de l'an 2002, le secteur des *hedge funds* s'est fortement développé et les *hedge funds* sont devenus une source de plus en plus importante de diversification pour les investisseurs et de liquidité pour les marchés. L'institutionnalisation croissante de la clientèle et la sophistication de la gestion et des contrôles du risque au sein des plus grands *hedge funds* ont, à maints égards, contribué à faire de ces derniers des acteurs importants sur les marchés financiers. Mais les *hedge funds* varient fortement par leur taille, leur sophistication et leurs stratégies. Toute généralisation les concernant paraît donc difficile. Les nombreuses améliorations des pratiques de marché et de supervision ont permis de dissiper les inquiétudes quant à la stabilité, mais la complexité croissante des produits et des marchés crée de nouveaux défis. C'est la raison pour laquelle ce secteur dynamique et innovant continue de

poser des problèmes aux autorités de régulation et au secteur privé, qui ont pris des mesures pour les résoudre.

Ces dernières années notamment, les autorités nationales de supervision ont intensifié leur contrôle des relations entre les contreparties et les *hedge funds*. L'un des exemples les plus parlants de ce contrôle en cours est l'enquête semestrielle réalisée par la FSA au Royaume-Uni auprès des *prime brokers*, destinée à évaluer leur exposition aux *hedge funds* et les profils de risque du marché. La FSA s'appuie également sur ces informations pour identifier le besoin de surveillance et d'un dialogue plus direct avec les gérants de *hedge funds* qui ont le « plus fort impact » sur le marché britannique.

Les autorités nationales de supervision des principaux centres financiers, qui collaborent au sein du Forum tripartite (*Joint Forum*), ont également analysé les pratiques de simulation de crise adoptées par les principales institutions financières, et notamment la nature et la gestion de leurs expositions aux *hedge funds* et fonds de capital-investissement. Si les pratiques de gestion du risque et de simulation de crise ont été renforcées ces dernières années, la rapide évolution de l'environnement financier, l'arrivée de nouveaux intervenants de marché et l'évolution de l'activité des entreprises ont souligné la nécessité d'apporter des améliorations continues. Les autorités de supervision ont souligné la difficulté à agréger les expositions au risque à l'échelle de l'entreprise, en évaluant l'incidence des risques de corrélation en période de crise et en analysant l'évolution de la liquidité du marché dans des contextes de marché difficiles.

En 2005, le Counterparty Risk Management Policy Group II (CRMPGII) a publié une mise à jour complète de son étude, datée de 1999, sur les recommandations de gestion du risque de contrepartie. Le rapport se focalisait essentiellement sur la gestion du risque, le contrôle du risque et l'amélioration de la transparence, mais il fournissait également des recommandations destinées à renforcer l'infrastructure du système financier. Par ailleurs, il abordait les problèmes opérationnels et de réputation rencontrés par les intervenants de marché dans le cadre de la gestion d'instruments financiers complexes, notamment les dérivés de crédit.

3 Voir http://www.fsforum.org/publications/publication_20_64.html

La sensibilisation accrue à ces problèmes s'est révélée utile en 2005, quand la Federal Reserve Bank of New York et la Financial Services Authority au Royaume-Uni ont encouragé les principales sociétés et leurs contreparties à mener des actions concertées afin de gérer les retards de confirmation sur les marchés des dérivés de crédit et afin de mettre un terme à l'affectation des transactions sans l'accord de toutes les parties. Les grandes institutions financières, conjointement avec les autres autorités de surveillance et de tutelle, ont depuis effectué des progrès satisfaisants afin d'améliorer ces aspects ainsi que d'autres tenant à l'infrastructure de négociation et de règlement des dérivés de crédit. La coopération efficace entre les secteurs public et privé sert de modèle pour de futurs travaux dans d'autres domaines.

La complexité croissante des produits financiers, parfois très structurés, illiquides et évalués au cours fourni par les modèles (« *mark-to-model* ») plutôt qu'aux cours du marché, s'est traduite par une attention croissante portée aux valorisations et à la mesure des risques figurant aux bilans des *hedge funds*. Cette situation a incité l'International Organization of Securities Commissions (IOSCO) à développer, en consultation avec le secteur, des principes sectoriels destinés aux gérants de *hedge funds* dans les domaines tels que les valorisations, la gestion du risque et les opérations.

Plus récemment, le President's Working Group (PWG) américain a publié une série de principes et de recommandations sur les fonds d'investissement privés. Ils ont pour objectif de renforcer la discipline de marché et la surveillance, compte tenu des changements intervenus au sein du secteur depuis le rapport de 1999 sur les *hedge funds* réalisé par le PWG, en prodiguant des conseils aux fonds d'investissement privés (dont les *hedge funds*), aux investisseurs, aux contreparties, aux créanciers et aux autorités de régulation et de surveillance.

3 | DÉVELOPPEMENTS FUTURS

D'importantes dispositions ont donc été prises pour limiter les risques que font peser les *hedge funds* sur la stabilité financière, tout en évitant les restrictions inutiles qui fausseraient le jeu des forces du marché

et empêcheraient ces fonds de continuer de jouer leur rôle sur les marchés. Néanmoins, dans un contexte de changement permanent de l'environnement des marchés financiers, les intervenants de marché et les autorités de supervision au niveau international doivent s'attacher à comprendre les implications des évolutions de marché en cours sur la stabilité et remédier assez tôt à toute insuffisance. À l'avenir, les autorités financières continueront donc de prêter une attention toute particulière à ce secteur, et à coordonner des actions à l'échelle mondiale afin de promouvoir la stabilité financière, améliorer le fonctionnement des marchés et réduire le risque systémique ⁴.

Le risque systémique est le risque de propagation au sein d'institutions financières d'une crise financière susceptible d'avoir des conséquences sur l'économie réelle. Cette crise peut se propager soit par des défaillances en chaîne des contreparties qui impactent les principaux intermédiaires financiers, soit par un fort recul de la liquidité ou du cours des titres. Afin de pouvoir mesurer l'ampleur du risque systémique que font peser les *hedge funds*, les autorités de supervision doivent disposer d'informations satisfaisantes sur les expositions directes des principaux courtiers (*prime brokers* ou autres) aux *hedge funds*. Il s'agit également d'évaluer le risque que les actions des *hedge funds* (changement soudain de la perception du risque ou liquidations forcées de positions) provoquent une forte baisse de la liquidité et des cours.

Les travaux des autorités de supervision des principaux centres financiers suggèrent que, après prise en compte de l'utilisation des mécanismes de garantie et de marge, les expositions actuelles des principaux intermédiaires aux *hedge funds*, et leurs expositions potentielles futures évaluées par les modèles de risque, sont dans l'ensemble réduites. Les intermédiaires semblent aujourd'hui globalement assez bien protégés contre les risques directs de contrepartie liés à des défaillances de *hedge funds*. Néanmoins, la concurrence qu'ils se livrent sur le secteur des *hedge funds* semble s'être traduite, dans certains cas, par un affaiblissement des dispositifs de marge. L'efficacité des dispositifs de marge en cas de forte détérioration des conditions de liquidité et de marché — et la relation entre la marge, les autres conditions de crédit et le montant

⁴ Le FSF travaille sur une mise à jour de son rapport de l'an 2000, à la suite d'une demande du G 7 datée de février 2007.

du capital alloué par les intermédiaires aux expositions de *hedge funds* — mérite un examen plus approfondi. Les autorités de supervision cherchent à mieux comprendre les incertitudes qui planent sur ces sujets.

Par ailleurs, les conséquences financières plus larges, sous la forme d'une détérioration de la liquidité du marché et des prix, d'une crise touchant les *hedge funds* et d'autres institutions à fort effet de levier restent difficiles à évaluer. Cela s'explique par le fait que les nouveaux produits et marchés qui se sont développés ces dernières années dans des conditions de marché favorables n'ont pas encore été testés et, plus important encore, par la difficulté à prévoir la réaction des intervenants de marché

dans des conditions de marché extrêmement défavorables. Cette situation souligne l'importance d'une amélioration des exercices de simulation de crise (*stress tests*) et d'analyse de scénarios par les intervenants qui mesurent pour chaque portefeuille la sensibilité au risque de contrepartie dans des situations de crise grave et qui tiennent compte des interactions entre la sensibilité de la contrepartie et les expositions internes au risque. Par ailleurs, comme nous l'avons indiqué en introduction, un défi essentiel à cet égard consistera pour tous les principaux intervenants du système à améliorer l'évaluation et réduire l'ampleur du risque de perte extrême, afin que des prévisions irréalistes en matière de transfert des risques ne conduisent pas à des situations d'aléa moral et à des risques plus larges pour le secteur financier.

ANNEXE

Recommandations du Groupe de travail du FSF à l'attention des institutions à fort effet de levier 5 avril 2000

Le Groupe de travail a émis plusieurs recommandations, qu'il estime être cohérentes, complémentaires et adaptées aux problèmes identifiés. Ces mesures ont comme thème commun essentiel la promotion et la pérennité des ajustements du comportement des entreprises et l'amélioration de la discipline de marché. Les huit premières recommandations présentées ci-dessous portent essentiellement sur les questions de risque systémique, tandis que les deux dernières portent notamment sur les questions de dynamique de marché.

- **Une gestion plus efficace du risque de contrepartie.** L'amélioration de la gestion du risque de contrepartie est nécessaire afin de dissiper les inquiétudes sur l'accumulation d'un endettement excessif au sein du secteur financier. Toutes les institutions financières agissant en qualité de contreparties des IFEL doivent revoir leurs pratiques de gestion du risque de contrepartie à la lumière des recommandations émises par le Comité de Bâle, l'IOSCO et le Counterparty Risk Management Policy Group (CRMPG). Ces recommandations couvrent les sujets suivants : le cadre de gestion globale du risque adopté par les entreprises ; les systèmes d'évaluation du risque de contrepartie et le contrôle continu du risque ; les méthodologies d'évaluation des expositions ; les procédures de fixation des limites ; les politiques et procédures de garantie, de documentation et d'évaluation ; les risques juridiques ; et les systèmes de communication à la direction générale. Lorsque ces pratiques sont inadaptées, les entreprises ne doivent pas négocier des instruments ni exercer sur des marchés très risqués et volatiles, ou avec des contreparties qui sont disposées à traiter sur ces marchés. Les autorités de régulation et de surveillance doivent insister sur ce point.
- **Une gestion plus efficace du risque par les hedge funds.** Certains *hedge funds* ont adopté des pratiques efficaces de gestion du risque, de contrôle interne, de publication/transparence et de documentation et ont encouragé le dialogue informel avec les autorités de marché. Ces actions sont encourageantes. Il est essentiel que ces pratiques se développent au sein de la communauté des *hedge funds*.
- **Une surveillance réglementaire accrue des créanciers des IFEL.** Une surveillance réglementaire accrue des créanciers est nécessaire afin d'encourager l'adoption de bonnes pratiques et d'asseoir les récentes améliorations des pratiques. Les autorités de régulation et de surveillance du monde entier devraient prendre des mesures appropriées afin de déterminer le degré de conformité des institutions aux *Bonnes pratiques* promulguées par le Comité de Bâle et l'IOSCO (conjointement avec les recommandations du CRMPG) et de prendre des mesures en cas d'insuffisances. Cela passe par : une intensification de la régulation des institutions réglementées qui font état d'insuffisances en matière de *bonnes pratiques* ; des confirmations périodiques par les institutions réglementées de leur conformité aux *bonnes pratiques* ; une utilisation accrue du processus de surveillance prudentielle prévu par le « Pilier II » des propositions de Bâle⁵ et une limitation de la capacité des sociétés à exercer avec des IFEL lorsque les pratiques de gestion du risque de contrepartie de ces sociétés sont déficientes.
- **Une meilleure prise en compte du risque dans la réglementation sur la solvabilité bancaire :** le Groupe de travail partage l'objectif du document consultatif du Comité de Bâle consistant à réviser l'Accord sur le capital. Cela devrait permettre une meilleure prise en compte du risque dans les réglementations sur la solvabilité bancaire.

⁵ "A new capital adequacy framework", Document consultatif du Comité de Bâle (juin 1999)

- **Encourager la poursuite des efforts au sein du secteur.** Des travaux supplémentaires sont nécessaires dans plusieurs domaines clés de la gestion du risque de contrepartie, tant au niveau de chaque société que du secteur dans son ensemble. Parmi les travaux nécessaires figurent l'amélioration de l'évaluation de l'exposition potentielle future, le développement d'exercices plus efficaces de simulation de crise, le développement de mesures du risque de liquidité, des techniques de gestion des garanties et de l'utilisation de l'évaluation externe. Le Groupe de travail a encouragé la formation d'un petit groupe composé de représentants du Comité de Bâle et de l'IOSCO afin d'évaluer les progrès du secteur dans ces domaines.
- **Construire une infrastructure de marché plus efficace.** Le Groupe de travail recommande vivement de prendre des mesures supplémentaires afin de renforcer l'harmonisation des documents entre les différents produits, pratiques de garantie et d'évaluation. Les autorités nationales doivent s'assurer que leurs lois sur la faillite permettent aux intervenants de marché de clôturer leurs positions et de réaliser leurs garanties en cas de défaillance.
- **Améliorer la communication financière des IFEL.** Le Groupe de travail défend l'objectif consistant à renforcer les publications des IFEL et appuie les efforts américains à cet égard tant en matière réglementaire que législative. Il appelle l'ensemble des juridictions à garantir l'adéquation de leurs propres normes de publication et à apporter, si nécessaire, les changements adéquats aux législations ou aux réglementations afin que les principaux fonds établis dans leurs juridictions respectent les normes complémentaires de publication. Cette recommandation doit également s'appliquer aux centres financiers extraterritoriaux, notamment ceux où sont domiciliés de grands *hedge funds* non régulés.
- **Améliorer les pratiques de communication financière de manière générale.** Le Groupe de travail pluridisciplinaire sur la transparence renforcée, soutenu par le Forum de Stabilité financière (FSF), encourage toutes les catégories d'institutions financières, dont les *hedge funds*, à évoluer vers une amélioration de la qualité, de la comparabilité et de la sensibilité au risque de leur communication financière. Le Groupe de travail incite les entreprises qui prennent part à l'étude à tirer pleinement parti de l'opportunité d'engager des discussions prospectives et pratiques sur l'amélioration des pratiques de communication financière.
- **Un renforcement de la surveillance nationale de l'activité des marchés financiers.** Les autorités doivent envisager de renforcer la surveillance des marchés à l'échelon national, avec pour objectif d'identifier une augmentation de l'endettement et les problèmes de dynamique de marché et, si nécessaire, prendre les mesures préventives qui s'imposent. Par ailleurs, une amélioration de la transparence du marché pourrait bénéficier à la fois aux intervenants de marché et au secteur officiel. Parmi les sujets qui méritent d'être explorés figure l'amélioration des données sur les marchés des changes, de gré à gré et des produits dérivés, en développant par exemple l'utilisation des ventilations par devise.
- **Guide de bonnes pratiques en matière d'opérations de change.** Les principaux opérateurs du marché des changes devraient examiner et, si nécessaire, réviser les codes et règles existants et prendre la responsabilité d'élaborer des bonnes pratiques de négociation à la lumière des inquiétudes quant au comportement de négociation sur les marchés des changes et les marchés connexes. Ces bonnes pratiques pourraient servir de point de départ à une adaptation locale au sein des économies émergentes.

Hedge funds et risque systémique

ROGER FERGUSON
*Directeur des Services financiers
et membre du Comité exécutif*
Swiss Re

DAVID LASTER
Économiste senior
Recherche économique et consulting
Swiss Re

Un hedge fund peut être défini comme un fonds de placement collectif bénéficiant d'un cadre juridique très souple, qui lui permet de mettre en oeuvre des stratégies de gestion portant sur une grande diversité d'instruments financiers (titres, futures, options, obligations et devises). Les hedge funds font l'objet d'une attention croissante de la part des responsables de la politique monétaire, des intervenants de marché et du grand public 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 les perturbations causées sur le marché par la déconfiture de Long-Term Capital Management (LTCM) en 1998 ont amené certains analystes à penser que les hedge funds étaient sources de risques systémiques. Cela est toutefois peu probable. Un examen approfondi des canaux par lesquels les hedge funds pourraient créer des problèmes systémiques montre que, même si ce secteur peut être à l'origine d'une perturbation majeure, il n'en résulterait pas de très fortes turbulences sur les marchés financiers. Après l'affaire LTCM, les autorités de régulation ont incité les banques à mieux surveiller leur clientèle de hedge funds en limitant leur endettement. Jusqu'à présent, cette approche a été efficace, comme le montre la défaillance récente du fonds Amaranth. Cette défaillance, la plus importante jamais enregistrée, n'a pratiquement pas eu de répercussions sur des marchés financiers devenus plus larges.

Les hedge funds renforcent la robustesse des marchés de différentes façons. Ils offrent des opportunités de placement attrayantes et améliorent la dispersion des risques dans l'ensemble de l'économie. En outre, ils favorisent la stabilité des marchés financiers en assumant des risques que d'autres opérateurs ne sont pas prêts à (ou en mesure de) supporter, en apportant de la liquidité et en effectuant des transactions qui rapprochent les prix des actifs incorrectement valorisés de leurs valeurs « fondamentales ». Bien sûr, le rôle dominant des hedge funds sur certains marchés, leurs stratégies de négociation actives, leur recours à l'effet de levier et leur manque relatif de transparence pourraient poser problème. Les contreparties doivent dès lors être conscientes des risques auxquels elles sont exposées du fait des hedge funds. De même, les régulateurs doivent continuer à promouvoir une meilleure gestion des risques et une transparence accrue de la part des hedge funds à travers la réglementation qu'ils appliquent aux contreparties, tout en restant vigilants vis-à-vis des risques systémiques pouvant émaner de ce secteur. Toutefois, les hedge funds renforcent globalement la stabilité du marché et il est peu probable qu'ils soient à l'origine d'une crise systémique.

NB : Les auteurs remercient R. Sbaschnig pour sa contribution aux recherches effectuées pour les besoins de cet article.

1 | TAILLE DES HEDGE FUNDS

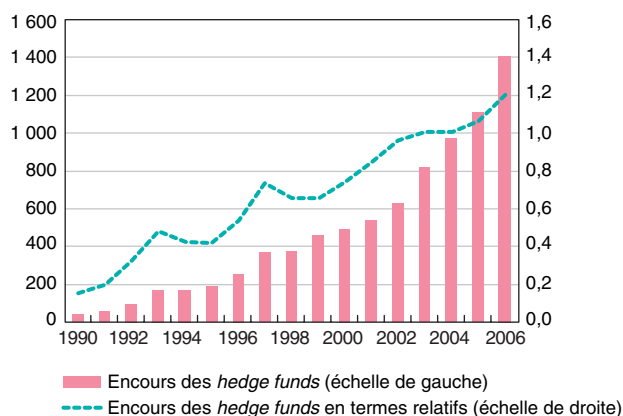
Le secteur des *hedge funds* croît rapidement depuis quelques années. Selon les estimations de Hedge Fund Research (HFR), de 610 fonds gérant 39 milliards de dollars d'actifs en 1990, il était passé à 3 873 fonds et 490 milliards de dollars gérés dix ans plus tard (graphique 1). À la fin du troisième trimestre 2006, 9 228 fonds géraient quelque 1 400 milliards de dollars, soit une croissance annualisée de leurs actifs de 19 % depuis 2000. Sur ce total, plus de 1 000 milliards sont aux mains de fonds américains, 325 milliards sont gérés en Europe et 115 milliards en Asie ¹.

À mesure que ce secteur prend de l'ampleur, le nombre des fonds de taille extrêmement élevée se multiplie. Fin 2002, le plus gros d'entre eux, Moore Capital, gérait 8 milliards de dollars. À peine trois ans plus tard, ils étaient trente et un à afficher des actifs comparables, et Moore, dont les actifs avaient atteint 10,2 milliards, ne comptait même plus parmi les dix premiers (tableau 1). Depuis quelques années, le secteur se concentre : la part

des actifs aux mains des cent plus grands *hedge funds* est passée de 54 % en 2003 à 65 % en 2005 ².

Même si leurs actifs représentent à peine plus de 1 % de l'encours total des obligations et des actions dans le monde, les *hedge funds* exercent une influence significative sur les marchés financiers. Étant donné que beaucoup d'entre eux sont très axés sur le *trading* et recourent à l'effet de levier, ils représentent environ 30 % du volume des transactions sur les actions aux États-Unis ³. L'un d'entre eux, SAC Capital, pèserait jusqu'à 3 % du volume moyen des transactions journalières du NYSE et 1 % du volume quotidien du NASDAQ ⁴. Lors d'une enquête auprès des principales banques de Londres qui procurent des services de *prime brokerage* aux *hedge funds*, la Financial Services Authority a constaté que le recours moyen de ces fonds à l'effet de levier s'établissait à 2,4 (soit 2,4 livres sterling d'actifs pour 1 livre sterling de capital) ⁵. Les *hedge funds* dominent certains marchés. Ainsi, ils représentent environ 70 % des positions acheteuses du marché des titres convertibles ⁶.

Graphique 1
Progression rapide des actifs gérés par les *hedge funds*
(en milliards de dollars) (en % de l'encours des obligations et des actions dans le monde)



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

Tableau 1
Les dix plus gros gérants de *hedge funds*
Fin 2005
(actifs en milliards de dollars des États-Unis)

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

Source : Rose-Smith (I.) (2006) : "The hedge fund 100", Institutional Investor's Alpha, juin

1 Données extraites de Hedge Fund Intelligence, cité dans Mallaby (S.) (2007) : "Hands off hedge funds", Foreign Affairs, janvier/février

2 Rose-Smith (I.) (2006) : "The hedge fund 100", Institutional Investor's Alpha, juin

3 US Securities & Exchange Commission, "Testimony concerning the regulation of hedge funds"

4 Vickers (M.) (2003) : "The most powerful trader on Wall Street you've never heard of", Business Week, 21 juillet

5 Discours de Waters (D.), Director, Asset Management Sector Leader and Director of Retail Policy, Financial Services Authority (FSA), 19 octobre 2006

6 Feng (J.), Greenwich Associates (2004) : "Hedge fund strategies drive market direction in US and Euro converts", 5 août

2 | TYPOLOGIE DES HEDGE FUNDS

Les styles d'investissement des *hedge funds* varient considérablement. On dénombre trois grands types de stratégies.

- **Les stratégies directionnelles/fondées sur la tendance des marchés** prennent des positions sur la base des tendances des marchés ou des titres.

- **Les fonds macro** s'appuient sur les fondamentaux macroéconomiques pour prendre des positions directionnelles sur les marchés d'actions, de taux, des devises ou des matières premières.

- **Les fonds long/short** achètent les titres qu'ils jugent sous-évalués et vendent ceux qu'ils pensent surévalués. Contrairement aux fonds communs de placement, ces fonds recourent généralement à l'effet de levier, prennent des positions vendeuses à découvert et utilisent les dérivés. Certains éliminent le risque de marché ($\beta = 0$) et la plupart sont acheteurs nets.

- **Les stratégies dites événementielles** cherchent à tirer parti d'anomalies de prix résultant d'événements ponctuels.

- **Les fonds « titres en détresse »** cherchent à exploiter les anomalies de prix des titres de sociétés au bord de la faillite ou engagées dans un processus de restructuration.

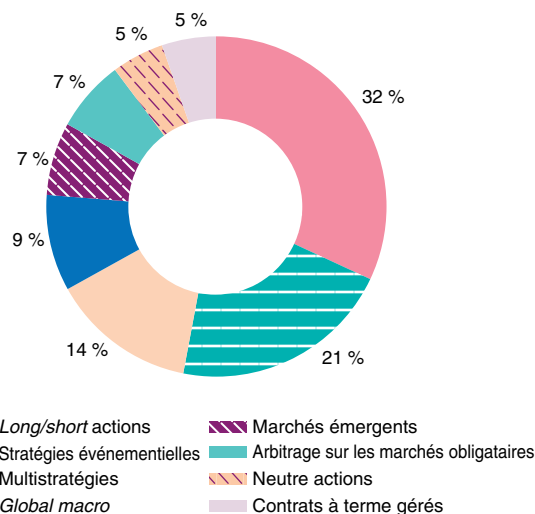
- **Les fonds « arbitrage de fusion »** portent sur des titres d'entreprises engagées dans un processus de fusion, de rachat ou d'acquisition.

- **Les stratégies d'arbitrage** cherchent à exploiter les petits écarts de prix entre des titres fortement corrélés.

- **Les fonds d'arbitrage sur titres convertibles** prennent en général des positions acheteuses sur les obligations convertibles, les actions préférentielles ou les bons de souscription d'une entreprise tout en vendant à découvert les actions ordinaires de l'entreprise.

Graphique 2

Les fonds *long/short actions* constituent la principale catégorie % des actifs totaux gérés par les *hedge funds* répartis par stratégie (juin 2006)



Note : Ces catégories se fondent sur les définitions de la Technical Analysts Society Singapore (TASS) et ne correspondent pas exactement à celles décrites ci-dessus.
Sources : TASS Research, "Commentary on TASS Asset Flows", deuxième trimestre 2006 ; Swiss Re Economic Research & Consulting.

- **Les fonds d'arbitrage sur les marchés obligataires** cherchent à exploiter les petites anomalies de prix entre des instruments obligataires analogues.

- **Les fonds d'arbitrage statistiques** recourent à des modèles économétriques et/ou mathématiques pour essayer de détecter des anomalies de prix⁷.

Plus de la moitié des actifs des *hedge funds* sont investis selon une stratégie *long/short actions* ou événementielle (graphique 2). Les profils de risque de ces fonds varient considérablement. Beaucoup recourent à des variantes ou à des combinaisons des stratégies de base.

3 | AVANTAGES DES HEDGE FUNDS

Les avantages que les *hedge funds* offrent aux investisseurs sont bien connus. En revanche, on comprend moins bien comment ces fonds favorisent le partage du risque et la stabilité des marchés financiers.

7 Définitions d'après US Securities and Exchange Commission (SEC) (2003) : "Implications on the growth of hedge funds", Staff Report, p. 35-36, septembre.

3|1 Avantages pour les investisseurs

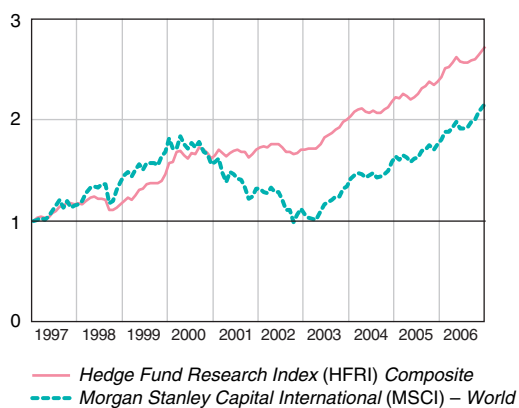
Un portefeuille de *hedge funds* bien diversifié semble être en mesure de dégager des rendements intéressants, avec un risque inférieur à celui induit par les actions. Entre 1996 et fin 2006, l'indice HFR Fund-Weighted Composite Index a généré un rendement annuel supérieur à celui de l'indice MSCI-World Equity Index (10,6 %, contre 8,1 %), avec seulement la moitié du risque de ce dernier (graphique 3)⁸. De plus, le « bêta » du HFR s'établissait à 0,4 par rapport au MSCI-W, ce qui signifie que chaque point de pourcentage de variation du rendement du MSCI-W était normalement associé à une variation de 0,4 % du rendement de l'indice composite HFR. Un bêta aussi faible laisse à penser qu'allouer une partie du portefeuille à des *hedge funds* plutôt qu'à des actions peut atténuer la volatilité du rendement.

Avant d'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&P 500, ce n'est pas le cas pour les performances des indices de *hedge funds*, car nombre des fonds compris dans ces indices sont fermés aux nouveaux investisseurs. Deuxièmement, de nombreuses données laissent à penser que les indices de *hedge funds* surestiment

Graphique 3 Rendements cumulés des *hedge funds* et des marchés d'actions mondiaux

Janvier 1997 – Décembre 2006

(décembre 1996 = 1,0)



Sources : Hedge Fund Research, MSCI Barra

⁸ L'écart-type des rendements mensuels s'établissait à 2,1 % pour l'indice HFR Composite et à 4,2 % pour le MSCI-W.

⁹ Ce phénomène s'explique par les biais dans les séries de données sur lesquelles se fondent les indices de *hedge funds*, tels que le biais du survivant, le biais d'histoire instantanée et le biais d'auto-sélection. Voir, par exemple, Malkiel (B.) et Saha (A.) (2005) : "Hedge funds: risk and return", *Financial Analysts Journal*, novembre/décembre, p. 80-88. Pour des données indiquant que les rendements communiqués par les *hedge funds* sous-estiment la corrélation des fonds avec les marchés d'actions, voir Asness (C.), Krail (R.) et Liew (J.) (2001) : "Do hedge funds hedge?", *The Journal of Portfolio Management*, p. 6-19, automne.

considérablement les rendements de ces fonds et en sous-estiment nettement les risques⁹. Enfin, les *hedge funds* sont nettement moins liquides que les actions.

3|2 Partage des risques

Lorsque les institutions qui facilitent le partage du risque, telles 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* constituent désormais une source importante de capital risque. Sur le marché naissant de la titrisation assurantielle (*insurance-linked securities*) intégrant notamment les obligations catastrophe ou les obligations vie, 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 des domaines tels que les risques aigus de catastrophe, pour lesquels les assureurs ne disposent pas de suffisamment de financement. À plus grande échelle, les *hedge funds* absorbent les risques de crédit des autres institutions financières, dont les banques, ce qui répartit ces expositions sur un plus large éventail d'investisseurs, détenant des portefeuilles diversifiés.

3|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 de crédit et de catastrophe aux côtés des banques et des assureurs, les *hedge funds* se joignent aux établissements qui jouent un rôle d'amortisseur, 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 améliore la liquidité du marché, ce qui fait diminuer les primes de risque associées aux actifs financiers. En fin de compte, c'est le coût du financement qui s'en trouve réduit.

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 leur niveau « fondamental ». 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.

4 | RISQUE SYSTÉMIQUE

Comme d'autres institutions financières, 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*. Le risque systémique est le risque qu'une institution financière fait courir aux autres en ne respectant pas ses obligations financières, plaçant ces dernières dans l'incapacité d'honorer les leurs à leur tour. Dans les cas extrêmes, il peut déboucher sur une crise financière, et déstabiliser les marchés des capitaux et l'économie réelle. Les autres risques sont dits non systémiques.

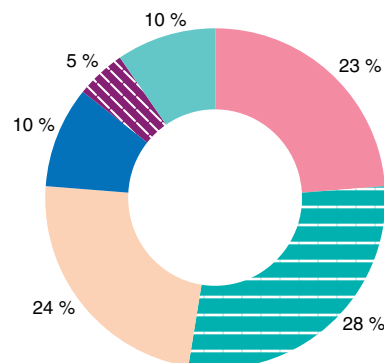
4|1 Le risque non systémique

Une grande partie des risques auxquels est exposé un *hedge fund* lui sont spécifiques. Ainsi, le risque opérationnel et le risque de fraude touchent directement ses investisseurs et ses banques créancières. Dans de nombreux pays, et notamment aux États-Unis et au Royaume-Uni, les autorités de régulation partent du principe que puisque ces

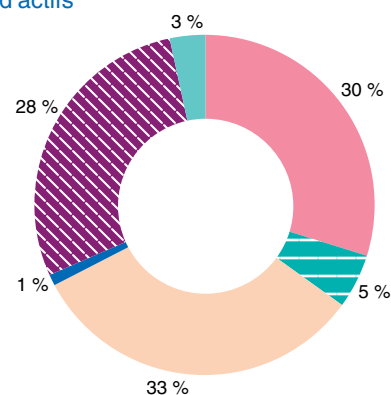
fonds ne sont accessibles qu'aux gros investisseurs avertis, il appartient à ces derniers, et non aux pouvoirs publics, de mettre en place des procédures de *due diligence* sur les fonds sur lesquels ils misent. De plus, les intervenants frauduleux risquent des poursuites en vertu des dispositions en vigueur.

Ces dernières années, plusieurs fonds ont perdu des centaines de millions, voire des milliards, de dollars (tableau 2). 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 (graphiques 4), soit nettement plus que leur part cumulée de 16 % des actifs sous gestion (graphique 2).

Graphiques 4
Ventilation des lourdes pertes des *hedge funds* selon les stratégies
Nombre d'incidents



Pertes d'actifs



Arbitrage sur les marchés obligataires Contrats à terme gérés
Long/short actions Multistratégies
Global macro Autres

Source : Tableau 2

Tableau 2
Lourdes pertes et défaillances des *hedge funds*

(pertes estimées en millions de dollars)

Fonds	Stratégie	Année	perte estimée	Origine du problème
Amaranth	Multistratégie	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	Macro	2000	2 600	Pari malencontreux sur le yen : 2 milliards de dollars perdus
Soros Fund	Macro	2000	2 000 - 5 000	Lourdes pertes sur les titres Internet et 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'l	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
Askin Capital Management	Arbitrage sur marchés obligataires (titres adossés à des crédits hypothécaires)	1994	660	Pas de couverture, pertes sur le marché, appels de marge
Lancer	Long/short actions	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 Investment Fund	Long/short actions	1999	400	Fraude
MotherRock	Fonds énergétique	2006	230	Pertes sur le marché du gaz naturel
Global Systems Fund	Macro	1997	125	Emporté par l'effondrement du baht thaïlandais
Argonaut Capital Management	Macro	1994	110	Pertes sur le marché
Maricopa Investment	Long/short actions	2000	59	Pertes sur le marché, fraude
Cambridge Partners	Long/short actions	2000	45	Fraude
HL Gestion/Volter	Contrats à terme gérés	2000	40	Pertes sur le marché, intervention des autorités de régulation
Ashbury Capital Partners	Long/short actions	2001	40	Fraude
ETJ Partners	Valeur relative	2001	21	Pertes sur le marché, fraude
Ballybunion Capital	Long/short actions	2000	7	Fraude

Sources : Alexander Ieichen, UBS Warburg (2001) : "The Myth of hedge funds: are hedge funds the fireflies ahead of the storm?", *Journal of Global Financial Markets*, 2(4), p. 34-46 ; Jeff Joseph Rydex Capital, "Investing in a hedge fund of funds: what really matters," *Senior Consultant*, 7(8), p. 1 ; Berkshire Asset Management winter, "Hedge Funds", juillet 2003 ; *New York Times*, septembre 2006 ; Swiss Re Economic Research & Consulting

Ces données corroborent l'observation selon laquelle ces deux stratégies comptent parmi celles qui affichent les taux de mortalité les plus élevés de ce segment¹⁰. La fraude était à l'origine de 43 % de ces vingt et un cas.

4|2 Le risque systémique

Le risque systémique préoccupe généralement davantage les autorités de régulation que le risque non systémique.

Depuis que les *hedge funds* occupent une place plus importante sur les marchés financiers, les décideurs redoutent de les voir contribuer au risque systémique. Ce pourrait être le cas si un *hedge fund* défaillant provoquait l'effondrement d'un grand établissement financier qui lui est directement exposé. D'autres perturbations du système financier pourraient s'ensuivre. Lors de la quasi-faillite de LTCM, à l'automne 1998, 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 ses contreparties. Nombre d'entre

¹⁰ Chan (N.) et al : "Systemic risk and hedge funds", à paraître dans M. Carey et R. Stulz, eds., "The risks of financial institutions and the financial sector"

elles étaient directement exposées à LTCM, pour la plupart par le biais des dérivés de gré à gré (OTC)¹¹.

La crise de LTCM explique pourquoi il est possible d'éviter des turbulences sur les marchés, même en cas de défaillance d'un fonds dont les contreparties sont fortement exposées. Tout d'abord, les contreparties doivent comprendre qu'elles courent un risque et agissent dans leur propre intérêt, en intervenant, comme dans l'affaire LTCM. Ensuite, cette crise a montré que les procédures de gestion du risque des banques concernant les expositions prises isolément peuvent se révéler très efficaces. La valeur de remplacement des instruments, hors collatéral, représentait un faible pourcentage du portefeuille de négociation de ces banques, quand bien même elle aurait substantiellement amputé leur excédent de capital. Cependant, la gestion du risque de ces banques présentait une lacune : en évaluant le risque induit par un prêt à 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 ce fonds¹².

Outre le défaut d'une grande contrepartie, la défaillance d'un *hedge fund* peut perturber indirectement les marchés financiers. Timothy Geithner, président de la Federal Reserve Bank of New York, décrit en ces termes la dynamique commune aux crises financières passées :

- la confluence d'une forte hausse de la perception du risque, et les actions que les établissements financiers et les investisseurs engagent alors pour limiter leur exposition aux pertes à venir. Avec le repli du prix des actifs et le regain de volatilité résultant de cette montée des inquiétudes, les sociétés de Bourse ont procédé à des appels de marge, afin de réduire leurs positions et de se couvrir contre de nouvelles pertes. Ces actions individuelles ont, ensemble, accentué encore considérablement l'érosion des prix et n'ont fait qu'exacerber les perceptions du risque, ce qui a fini par propager et amplifier les effets du choc initial¹³.

À la suite de l'affaire LTCM, le Comité de Bâle a constaté que le potentiel de perturbations indirectes des marchés était plus préoccupant que la possibilité de produire un impact direct sur les établissements financiers.

Le Comité a identifié plusieurs raisons expliquant pourquoi les *hedge funds* font courir un risque aux marchés financiers :

- parce qu'ils recourent à l'effet de levier, les *hedge funds* peuvent accentuer les mouvements des marchés s'ils sont contraints de vendre des titres pour répondre aux appels de marge ;
- cette contrainte de vendre peut se révéler d'autant plus impérieuse que les *hedge funds* prennent souvent des positions analogues et investissent souvent dans des titres plus illiquides ;
- la perturbation peut être aggravée si les courtiers qui procèdent aux appels de marge utilisent à leur profit les informations fournies par les *hedge funds* ;
- beaucoup de *hedge funds* sont de courte durée. Leur taux de mortalité historique s'établit à environ 10 % par an¹⁴. Cet horizon temporel rapproché peut les inciter à prendre davantage de risques, puisque leurs stratégies sont axées sur les gains à court terme.

La conjonction de ces facteurs a provoqué d'importantes perturbations des marchés financiers à l'automne 1998, lors de la débâcle de LTCM. Toutefois, d'autres *hedge funds* ont essuyé des pertes massives qui n'ont eu que des effets systémiques modérés, voire nuls.

Amaranth, fonds multistratégies de très bonne réputation gérant 9 milliards de dollars, a récemment perdu 65 % de ses actifs en moins de deux semaines. Il a perdu 35 % de sa valeur pendant la semaine du 11 septembre 2006 en recourant à une stratégie à fort effet de levier misant sur les *spreads* sur le marché du gaz naturel. Amaranth a tenté, en vain, de vendre

11 Petit (J.P.), *Exane Economics Research*, 23 juin 2004, p. 9. LTCM totalisait 125 milliards de dollars d'actifs de négociation et des positions hors bilan d'une valeur notionnelle de plus de 1 000 milliards de dollars. Les encours de crédit des banques commerciales américaines sur LTCM ne représentaient que 170 millions, et leurs placements en actions 900 millions de dollars, selon Meyer (L.), témoignage devant la Chambre des Représentants des États-Unis, le 24 mars 1999.

12 Comité de Bâle sur le contrôle bancaire (1999) : "Banks' interactions with highly leveraged institutions", janvier

13 "Hedge funds and derivatives and their implications for the financial system", propos prononcés lors de la Distinguished Lecture 2006, parrainée par la Hong Kong Monetary Authority et la Hong Kong Association of Banks

14 Chan et al.

ses positions à d'autres institutions financières au cours du week-end du 16-17 septembre. Le mercredi 20 septembre, il les a cédées à JP Morgan Chase et Citadel Investment Group avec une décote de 1,4 milliard de dollars par rapport à leur valeur de marché de la veille ¹⁵.

Bien que déroutantes pour les acteurs du marché, ces pertes n'ont pas induit un risque systémique important, car elles se sont produites sur un marché relativement restreint et isolé. Les problèmes de LTCM, en revanche, avaient pour toile de fond le marché des bons du Trésor américains. Amaranth et LTCM ont tous deux subi des revers alors qu'ils poursuivaient des stratégies qui auraient très bien pu se révéler bénéfiques dans d'autres scénarios. Dans les deux cas, c'est la gestion du risque qui a échoué. Les transactions s'opéraient à une telle échelle que lorsque les marchés se sont retournés, ces fonds ont été incapables de sortir de leurs positions sans perturber les marchés. Une plus grande sensibilité à ce risque de liquidité, associée à une analyse plus poussée des scénarios extrêmes, aurait pu contribuer à empêcher ces débâcles. L'affaire Amaranth montre qu'un *hedge fund* peut connaître une défaillance de grande ampleur sans causer de risque systémique.

Les fonds Tiger et Soros offrent d'autres exemples de pertes massives dépourvues d'effets systémiques. Les fonds Tiger, qui ont dégagé un rendement annualisé de 32 % net de frais de 1980 à 1998, ont rencontré des problèmes avec une transaction sur le yen ayant généré une perte de 2 milliards de dollars en 1998. Tiger a essuyé d'autres pertes en raison d'un marché baissier sur les titres orientés sur la valeur. Lorsque les investisseurs se sont précipités pour acheter des titres Internet, technologiques et des télécommunications, à la fin des années quatre-vingt-dix, les portefeuilles de titres de l'ancienne économie détenus par Tiger ont déperissé. Julian Robertson, le gérant, a annoncé la liquidation des fonds le 30 mars 2000. Pendant ce temps, les fonds Soros ont connu la mésaventure inverse. Ils auraient perdu des milliards de dollars en mars et avril 2000 en misant sur la bulle de la nouvelle économie exactement au mauvais moment ¹⁶.

4|3 Des raisons de se rassurer quant au risque systémique

Bien que les *hedge funds* puissent connaître des défaillances, parfois spectaculaires, ces dernières ne comportent généralement pas de risque systémique. Il existe aussi d'autres raisons d'être rassuré.

Les marchés ont amélioré leurs pratiques depuis la crise de LTCM. Le système bancaire est protégé par des fonds propres qui sont davantage calculés en fonction du risque. Aux États-Unis, 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 quatre-vingt-dix ¹⁷.

La gestion du risque des *hedge funds* s'est améliorée grâce aux efforts des autorités de supervision bancaire, des banques et des courtiers, à la participation des investisseurs institutionnels et à l'institutionnalisation des *hedge funds*.

- Les superviseurs bancaires incitent les banques qui prêtent aux *hedge funds* à adopter les meilleures pratiques de gestion du risque. À leur tour, ces banques encouragent les fonds à renforcer leur gestion du risque.
- Après l'épisode LTCM, les gestionnaires du risque des banques et des courtiers ont fondé le Counterparty Risk Management Policy Group, qui a élaboré des recommandations et les a appliquées scrupuleusement.
- À mesure que les investisseurs institutionnels augmentaient les montants qu'ils allouaient aux *hedge funds*, la question de la gestion du risque de ces fonds s'est posée avec de plus en plus d'acuité. Selon une enquête récente, les investisseurs dans les *hedge funds* estiment que la gestion du risque constitue désormais l'une de leurs principales préoccupations ¹⁸.
- Depuis l'apparition de *hedge funds* plus importants et plus « institutionnels », les intérêts des gérants de ces fonds correspondent mieux à ceux de leurs investisseurs.

¹⁵ Till (H.), "EDHEC comments on the Amaranth case: early lessons from the debacle", *Working Paper, EDHEC Business School*

¹⁶ Robertson (J.), lettre aux investisseurs, 30 mars 2000. "Millionaire speculator Soros exiting risk business", édition web du *New York Times*, 28 avril 2000

¹⁷ Geithner, *op cit.*

¹⁸ *Deutsche Bank (2007) : "2006 Alternative investment survey", janvier*

Il apparaît que le rôle des *hedge funds* dans les crises financières a été exagéré. En effet, beaucoup de fonds n'utilisent pas l'effet de levier, et la plupart en font un usage très modéré. Selon un rapport publié en août 2005 par le cabinet conseil Van Hedge Fund Advisors, environ 20 % des *hedge funds* s'abstiennent de tout levier (argent emprunté), tandis que 50 % y recourent avec un levier inférieur à 1 (y compris les positions vendeuses à découvert).

Dans de nombreux épisodes de perturbation des marchés, comme lors des crises sur les monnaies mexicaine et asiatiques, les *hedge funds* n'ont pas constitué la cause première des problèmes. D'après des études sur le rôle joué par les *hedge funds* et les investisseurs étrangers sur le marché monétaire malaisien et à la Bourse coréenne lors de ces crises, rien ne corrobore la théorie d'une grande responsabilité des *hedge funds*¹⁹. De même, le Fonds monétaire international (FMI) n'a observé aucune donnée suggérant que les *hedge funds* aient profité abusivement des crises de la monnaie brésilienne (1999), turque (2001) et argentine (2001)²⁰. Au lieu de tirer ces devises vers le bas, ces fonds ont acheté pendant les mouvements de repli (*buying on dips*), ce qui a en fait amélioré la liquidité et la stabilité.

Enfin, même si les acteurs du marché ne doivent pas pour autant baisser la garde, l'absence de grandes crises systémiques aux États-Unis depuis 1998 indiquerait que la gestion du risque est devenue plus efficace. Sur cette période, l'infrastructure financière américaine a surmonté plusieurs défis (marché fortement baissier, suspension temporaire des opérations consécutives aux événements du 11 septembre) sans retombée systémique majeure.

4|4 Trois motifs d'inquiétude

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

On peut en premier lieu craindre que si beaucoup de *hedge funds* ont choisi des modèles et des styles de négociation analogues, ils finissent par entraîner des perturbations sur le marché en allant tous dans le même sens, ce qui les conduirait à vendre tous au même moment en cas d'apparition d'un élément déterminant. Fung et Hsieh (2000) ont observé une « convergence des styles », qui peut amener les fonds à réaliser les mêmes transactions, peut-être pour des raisons différentes²¹.

L'effet de ce comportement moutonnier pourrait être amplifié 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 des *hedge funds* et les *hedge funds* empruntent et utilisent des dérivés pour se financer²². Il convient de se méfier tout spécialement de cette pratique, qui peut exposer les fonds à de lourdes pertes. Ce recours à l'effet de levier est particulièrement problématique, car les banques risquent d'aggraver les difficultés des marchés financiers en retirant des liquidités pendant ces périodes délicates²³. La multiplication des défaillances de fonds pourrait entraîner des appels de marge en cascade, et déstabiliser les marchés.

Des modèles non linéaires, fonctionnant comme des options, peuvent expliquer une grande partie des rendements des *hedge funds*. Cette méthode a permis d'observer que les *hedge funds* sont assortis d'un risque systématique non négligeable et que les fonds en actions affichent une exposition positive significative de leur bêta aux marchés d'actions et une distribution des rendements qui ressemble à celle des positions vendeuses sur option de vente. Cette analyse cadre avec l'opinion communément admise selon laquelle les *hedge funds* sont « vendeurs de volatilité »²⁴. Vendre de la volatilité peut se révéler une stratégie extrêmement risquée, pouvant entraîner des rendements négatifs importants, même avec une position à couverture dynamique en delta neutre (*delta-neutral*)²⁵. Par ailleurs, selon des travaux du FMI, même des stratégies éliminant le risque de

19 Fox (J.) (1998) : "Did foreign investors cause Asian market problem?" *NBER Digest*, octobre

20 Fonds monétaire international (2004) : "Hedge funds and recent emerging market currency crises", *Global Financial Stability Report*, p. 146-148, avril

21 Fung (W.) et Hsieh (D.) (2000) : "Measuring the market impact of hedge funds", *Journal of Empirical Finance*, 7, p. 1-36

22 Bank of England (2004) : "The financial stability conjecture and outlook", *Financial Stability Review*, juin, p. 53

23 Warwick (B.) (2004) : "At the margins: leveraged level of funds of funds has some concerned", *MAR/Strategies*, mars, p. 9

24 Agarwal (V.) et Naik (N.) (2002) : "Risks and portfolio decisions involving hedge funds", *Working Paper*, 17 juillet

25 Une position delta neutre se caractérise par une exposition nulle aux petites variations du prix des actifs sous-jacents. Nandi (S.) et Wagoner (D.) : "The risks and rewards of selling volatility", *Federal Reserve Bank of Atlanta Economic Review*, premier trimestre 2001, p. 31-39

marché (*market-neutral*) ou « de valeur relative », qui sont acheteuses de certains titres et vendeuses de certains autres dans la même classe d'actifs, peuvent enregistrer une forte progression du risque en périodes de rendements extrêmes et sont souvent corrélées à d'autres catégories d'actifs. Le risque peut augmenter même lorsque les fonds détiennent un grand nombre de « positions non corrélées », technique de gestion du risque habituelle chez les *hedge funds*, car ces positions peuvent brusquement se corréliser en période de tensions sur les marchés ²⁶.

Les opérations pour compte propre des grandes banques, qui pratiquent des stratégies de négociation analogues à celles des *hedge funds*, sont de plus en plus nombreuses et volumineuses. Chaque année entre 2003 et 2005, les sociétés membres du NYSE ont gagné davantage sur ces opérations que sur les commissions de courtage. Sur les neuf premiers mois de 2006, ces opérations leur ont rapporté deux fois plus que leurs commissions ²⁷.

5 | AVANTAGES ET RISQUES POTENTIELS POUR LES ASSUREURS

Certains assureurs estiment que les *hedge funds* constituent des placements intéressants. Fin 2006, les assureurs disposaient de 40 milliards de dollars alloués dans ces fonds ²⁸. De leur côté, les *hedge funds* investissent dans le risque d'assurance et ces investissements se traduisent par une plus grande dispersion des risques.

Les assureurs sont exposés à la défaillance des *hedge funds* de plusieurs manières : risque de contrepartie, risque de crédit, risque d'assurance responsabilité fiduciaire et risque d'assurance des administrateurs et des dirigeants dans les entreprises dont les fonds de pension investissent de manière significative dans les *hedge funds*. Certains assureurs sont exposés à des intermédiaires, dont les importantes opérations

pour compte propre et de *prime brokerage* présentent des risques liés à ceux des *hedge funds*.

6 | ASPECT RÉGLEMENTAIRE

Aux États-Unis et sur d'autres marchés, de nombreuses autorités de régulation estiment que réglementer les *hedge funds* indirectement, *via* leurs sources de financement, constitue le meilleur moyen de suivre l'activité de ces fonds et leur effet sur les marchés financiers. Les autorités de régulation des activités bancaires et sur titres sont attentives aux relations des *hedge funds* avec les banques commerciales et les intermédiaires qui prêtent aux *hedge funds* et font des transactions avec eux. Les banques doivent évaluer régulièrement la solvabilité des *hedge funds* qui sont leurs emprunteurs et leurs contreparties. Les intermédiaires doivent suivre activement les positions des *hedge funds* et gérer leur exposition à ces fonds. Les régulateurs ne sont pas encore parvenus à un consensus international sur la nécessité d'une surveillance plus poussée. Si aux États-Unis et au Royaume-Uni, nombreux sont ceux qui rechignent encore à élaborer une nouvelle réglementation sur les *hedge funds*, dans beaucoup de pays d'Europe, les instances souhaitent une plus grande transparence ou l'instauration d'un système de notation pour ces fonds ²⁹.

En décembre 2004, la SEC a adopté une règle imposant aux *hedge funds* de se faire enregistrer en qualité de conseillers en investissement, ce qui permet aux autorités de régulation d'examiner leurs comptes. Les motifs invoqués pour l'adoption d'une telle règle sont l'expansion du segment des *hedge funds*, la multiplication des cas de fraude et le nombre croissant d'investisseurs dans ces fonds qui n'ont aucune expérience de ce type d'investissements. En juin 2006, la cour d'appel du District of Columbia Circuit a annulé et reporté l'examen de cette norme. Nul ne sait quel sera l'effet de cette obligation d'enregistrement. Les *hedge funds* pourraient s'expatrier pour l'éviter. De plus, par manque de moyens, la SEC pourrait avoir du mal à superviser le secteur de près.

²⁶ Richards (A.) (1999) : "Idiosyncratic risk: an empirical analysis, with implications for the risk of relative-value trading strategies," *IMF Working Paper*, No. 99/148, novembre. Ces travaux montrent que les *hedge funds* ont évité le pire lors du récent repli des marchés boursiers, car ils ont été capables de définir le timing de leurs investissements en vendant des valeurs technologiques avant, pendant et après l'effondrement du marché boursier. Source : Brunnermeier (M.) et Nagel (S.) (2002) : "Arbitrage at its limits: hedge funds and the technology bubble," *Working Paper*, août

²⁷ Fernandez (F.A.) (2006) : "US securities industry 3Q'06 results", *SIFMA Research Report*, 13 décembre, p. 46

²⁸ Selon une enquête de la Deutsche Bank, les assureurs représentent 3 % des investissements dans les *hedge funds*, qui totalisent environ 1 400 milliards de dollars, comme indiqué plus haut.

²⁹ Scannell (K.) et al (2007) : "No consensus on regulating hedge funds", *Wall Street Journal*, 5 janvier, p. C1

- Les hedge funds connaissent une croissance rapide : ils sont passés de 39 milliards de dollars d'actifs gérés en 1990 à 1 400 milliards à la fin du troisième trimestre 2006.
- Parce que les hedge funds progressent rapidement et recourent à l'effet de levier, leurs activités ont une incidence considérable sur les marchés financiers.
- Les hedge funds présentent des avantages pour les investisseurs et améliorent la répartition des risques et la stabilité des marchés financiers.
- Les autorités de régulation estiment de manière générale que les investisseurs avertis qui achètent des parts de hedge funds peuvent résoudre leurs problèmes eux-mêmes. Les gérants de fonds coupables de fraude doivent néanmoins être poursuivis.
- Il existe peu de risque que les hedge funds entraînent la chute d'une grande institution financière.
- En raison de l'évolution de l'exposition des fonds aux marchés des actifs, il est difficile de savoir quand les difficultés d'un fonds risquent de provoquer un choc. Les hedge funds ont essuyé de nombreuses pertes conséquentes, mais peu ont induit un risque systémique.
- Ces dernières années, la gestion du risque 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 s'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, les hedge funds apportent liquidité et stabilité aux marchés financiers, et soutiennent le prix des actifs fortement dévalorisés.
- Globalement, les hedge funds ont plutôt tendance à atténuer le risque systémique.

Stratégies de réplification des *hedge funds* : conséquences pour les investisseurs et les régulateurs

WILLIAM FUNG
Professeur associé
London Business School

DAVID A. HSIEH
Professeur
Duke University

Au cours de la dernière décennie, la recherche académique a mis au point un certain nombre de stratégies de réplification qui permettent d'atteindre 40 % à 80 % du rendement moyen fourni par plusieurs stratégies très répandues chez les hedge funds. Les investisseurs commencent à s'intéresser à ces stratégies de réplification, parce qu'elles reposent sur des règles transparentes et qu'elles peuvent être mises en œuvre à un faible coût. Grâce à cette possibilité d'obtenir de manière passive des rendements équivalents à ceux des hedge funds, les investisseurs peuvent négocier des contrats de commission sur performance (incentive fee) rémunérant la part de rendement fondée sur les compétences des gérants (l'alpha) différemment de celle liée à l'évolution des indices de marché (le bêta). Cela peut accroître les barrières à l'entrée dans l'industrie des hedge funds, dans la mesure où les gérants doivent démontrer leurs compétences afin qu'une part du profit leur soit distribuée. Il devrait en résulter un moindre risque de comportement grégaire des gérants alors que, dans le cas contraire, ceux-ci seraient plutôt tentés par des contrats les rémunérant en fonction de performances alignées sur le marché.

L'industrie des *hedge funds* a connu une croissance rapide au cours des dix dernières années. Les actifs sous gestion sont passés de 100 milliards de dollars en 1995 à près de 1 000 milliards vers le milieu de l'année 2006, selon Tremont Capital Management (2006). Les régimes de retraite américains et les fondations universitaires ont régulièrement renforcé leurs placements en *hedge funds*. D'après la National Association of College and University Business Officers (NACUBO) (association réunissant les directeurs administratifs et financiers d'établissements universitaires), les fondations américaines ont investi 17 % de leurs actifs dans ces fonds en 2005, contre 5 % en 1999. La revue financière *Pensions & Investments* a observé que les plus grands régimes de retraite américains à prestations définies ont accru leurs placements en *hedge funds* de 0,1 % en 2000 à 0,8 % en 2005.

Toutefois, cette croissance rapide des *hedge funds* s'est accompagnée d'une baisse de leur performance. Le graphique 1 (cf. l'annexe graphique située en fin d'article) présente la moyenne des rendements annuels sur quatre ans glissants. Le rendement du *hedge fund* moyen est représenté par la ligne continue et le rendement des fonds de *hedge funds* par la ligne en pointillés. Les deux catégories sont passées de rendements à deux chiffres au milieu des années quatre-vingt-dix à des performances à un chiffre au cours de la décennie actuelle. Toutefois, il est possible que les expositions des *hedge funds* aux risques aient également diminué en réponse à la prépondérance croissante des investisseurs institutionnels sur les gestionnaires de fortune (*family offices*) et les particuliers comme première source de capital. Par conséquent, il est important de savoir si le rendement corrigé du risque, ou alpha, a diminué. La question clé est la suivante : dans la recherche d'alpha, a-t-on saisi toutes les opportunités qui se présentaient ? Pour y répondre, il faut d'abord reconnaître que la recherche d'alpha commence par l'identification des bêtas. La section 2 de cet article retrace les tentatives historiques de quantification des facteurs de risque systématique inhérents aux stratégies des *hedge funds*, c'est-à-dire la séparation de l'alpha et du bêta.

Forts de ces résultats, Fung *et al.* (2006) ont procédé à une estimation de l'alpha des fonds de *hedge funds* à partir des bases de données fusionnées TASS, HFR et CISDM, en utilisant le modèle à sept facteurs de Fung et Hsieh (2004b)¹. En scindant l'échantillon de fonds de *hedge funds* entre fonds avec alpha et fonds uniquement bêta, Fung *et al.* (2006) ont trouvé que le fonds de fonds moyen ne génère pas d'alpha significatif du point de vue statistique, et qu'environ 21 % de l'échantillon total produisent un alpha positif sur la période de référence 1995-2003. Même pour les fonds avec alpha, ce dernier a récemment diminué (d'avril 2000 à décembre 2004) par rapport aux périodes précédentes. Des résultats plus récents indiquent que, sur la période 2004-2005, seuls 5 % des fonds de *hedge funds* génèrent de l'alpha au profit de leurs investisseurs. Cette baisse coïncide avec un important afflux de capitaux dans l'industrie des *hedge funds* et est conforme à la prévision de Berk et Green (2004) selon laquelle les apports massifs de capitaux à destination des fonds devraient annuler les rendements supplémentaires nets de commissions, de sorte qu'en situation d'équilibre, les investisseurs ne devraient pas bénéficier d'un rendement excédentaire.

Bien que les conclusions de Fung *et al.* (2006) confirment les conjectures émises de longue date par les professionnels de l'industrie, une question se pose : *pourquoi les investisseurs ne se retirent-ils pas tout simplement des hedge funds ?* À la différence du secteur des fonds communs de placement, les rendements nets de commissions des *hedge funds* ne produisent pas d'alpha régulièrement négatif. Cela confirme l'idée que les gérants de *hedge funds* sont capables de trouver de l'alpha (avant commissions) mais que cet alpha est absorbé par les commissions, conformément à la prévision de Berk et Green (2004). C'est cette alliance de commissions élevées et de diminution de la performance corrigée du risque dans l'industrie qui explique la recherche de produits de *hedge funds* passifs, « à base de règles » ou « clones de *hedge funds* » — une alternative bon marché à l'investissement classique dans ces fonds. La section 3 de l'article examine les applications possibles des clones de *hedge funds*. En conclusion, la section 4 présente des remarques et des hypothèses sur ces évolutions prometteuses.

1 Ici, le choix des rendements des fonds de *hedge funds* comme sujet empirique provient d'une observation tirée de Fung et Hsieh (2002c), selon laquelle les rendements des fonds de fonds pourraient représenter une source de données sur les portefeuilles diversifiés des *hedge funds* avec un minimum d'erreurs de mesure.

1 | L'ORIGINE DES STRATÉGIES DE RÉPLICATION FONDÉES SUR DES RÈGLES

L'origine des stratégies passives de réplcation fondées sur des règles remonte probablement à la première étude théorique sur le risque et le rendement des *hedge funds*. Fung et Hsieh (1997) ont utilisé une analyse en composantes principales des *hedge funds*, et sont parvenus à la conclusion que les cinq premières composantes représentaient près de 45 % de la variation des rendements des *hedge funds*, en coupe transversale. En se servant des stratégies décrites par les *hedge funds*², les cinq composantes furent identifiées comme représentatives de deux stratégies de « *trend following* » (suivi de tendance), ainsi que des stratégies « *value* », « *global/macro* » et « *distressed securities* ».

En essayant de modéliser le risque et les rendements de ces stratégies, Fung et Hsieh (1997) ont remarqué que le rendement de tout fonds d'investissement est fonction du *marché* sur lequel il négocie (la classe d'actifs), de la *manière* dont il négocie (la stratégie) et de la *quantité* qu'il négocie (l'effet de levier). Il est possible de réaliser l'attribution de performance, la gestion du risque et la réplcation de la composante systématique du rendement de la stratégie en reliant le rendement d'un fonds aux rendements de stratégies de négociation fondées sur des règles. Pour les fonds communs de placement, l'exercice d'attribution de performance s'avère comparativement aisé. Le fonds classique recourt en effet à des stratégies relativement statiques, exclusivement longues (acheteuses) et a rarement recours à l'effet de levier. Ainsi, les indices de rendement des classes d'actifs standards constituent des indices de référence parfaitement appropriés aux fonds communs de placement, comme l'a montré Sharpe (1992), mais ils peuvent être complètement inappropriés dans le cas des *hedge funds*.

S'agissant des *hedge funds*, la recherche d'alpha se complique du fait de l'usage dynamique de positions acheteuses et vendeuses. Le recours à ces positions génère en retour des rendements non linéaires qui

nécessitent des indices de référence sur mesure — cf. par exemple Glosten et Jagannathan (1994). Fung et Hsieh (1997) ont exploré cette question en étendant aux *hedge funds* le modèle de Sharpe (1992), applicable aux styles de fonds communs de placement. Ils ont proposé de modéliser les styles de *hedge funds* au moyen de combinaisons linéaires de stratégies de négociation fondées sur des règles, dont certaines peuvent être fortement non linéaires par rapport aux rendements des actifs sous-jacents. Dans la décennie qui a suivi, le développement de plusieurs de ces stratégies de négociation à base de règles a permis aux chercheurs de modéliser un portefeuille diversifié de *hedge funds*, comme les indices de *hedge funds* et de fonds de fonds. Fung et Hsieh (2003) ont ensuite forgé le concept de « *bêta alternatif* » pour décrire l'exposition des *hedge funds* à ces stratégies de négociation fondées sur des règles, analogue au concept traditionnel de « *bêta* » qui mesure l'exposition des fonds communs de placement à des actifs de référence standards. De manière similaire, le terme « *alpha alternatif* » renvoie au surcroît de rendement par rapport au rendement fondé sur l'exposition au *bêta alternatif*.

À ce stade, pour placer les développements qui suivent dans leur contexte, il convient de faire une légère digression sur deux concepts parallèles, mais liés entre eux, recouvrant deux propriétés importantes de séparation. En premier lieu, il s'agit de la séparation connue de l'alpha et du *bêta* en matière d'attribution de performance d'un *hedge fund*. Le second concept, moins évident, est la séparation de la non-linéarité des rendements observés résultant des stratégies, de la non-linéarité liée à l'allocation dynamique d'actifs. De manière empirique, il est difficile de démêler ces deux sources de non-linéarité des rendements, compte tenu du caractère opaque des activités des *hedge funds*. Alors que la première propriété de séparation renvoie principalement à des modèles d'évaluation de performance *ex post*, la seconde joue un rôle décisif dans la réplcation efficace d'un portefeuille diversifié de stratégies de *hedge funds*. Nous commencerons par retracer le développement de la première propriété de séparation — le fait de séparer les alphas des *bêtas* des *hedge funds*.

² Les travaux de Fung et Hsieh (1997) sont antérieurs à l'émergence de bases de données électroniques sur les *hedge funds*. Le système de classification quelque peu grossier utilisé s'appuyait sur un examen manuel de la documentation relative aux *hedge funds*. Les travaux ultérieurs de Brown et Goetzmann (2003) sont parvenus à des conclusions en grande partie similaires.

Fung et Hsieh (2001) ont été les premiers à proposer une voie permettant de dégager les bêtas du total des rendements d'un *hedge fund*, en avançant le concept de stratégies primitives de négociation (*primitive trading strategies* – PTS) ayant vocation à appréhender l'essence même des stratégies de négociation dynamiques utilisant des algorithmes passifs à base de règles. La façon la plus simple de concevoir une PTS consiste à partir de l'idée de Merton (1981), selon laquelle la performance d'un parfait *market timer* (pratiquant l'arbitrage entre différentes classes d'actifs selon le contexte économique) devrait être identique à celle procurée par la détention d'une option d'achat sur le marché. Le problème de définition de règles de négociation complexes, et souvent non observables, est ainsi ramené à une simple position en options. Dans la terminologie avancée par Fung et Hsieh (2001), cette caractérisation en termes d'options des stratégies de *market timing* peut désigner la PTS utilisée par les *market timers*, c'est-à-dire la partie correspondant à « la manière dont ils négocient » du modèle dynamique de stratégie de négociation de Fung et Hsieh (1997). Isoler la composante PTS aide à mettre en relief les compétences nécessaires pour appliquer la stratégie au titre idoine (*i.e.* la partie correspondant au « marché sur lequel ils négocient » du modèle dynamique de stratégie de négociation) ainsi que la décision relative à l'effet de levier – tous éléments qui contribuent à la réussite globale d'une stratégie donnée.

Dans ce contexte, on peut exprimer les PTS de Merton comme combinaisons linéaires dynamiques de l'actif sous-jacent et du taux sans risque en fonction de la position du delta de l'option. Selon la théorie classique des options, le système de pondération des actifs risqués et sans risque dépend des facteurs habituels qui gouvernent les prix de l'option, telles la volatilité et la durée de vie résiduelle, ainsi que le cours du titre sous-jacent. Avant de passer au problème plus général de la combinaison dynamique de différentes PTS pour représenter un portefeuille diversifié de styles de *hedge funds* évoluant dans le temps, nous passerons brièvement en revue la littérature consacrée aux PTS.

1|1 Exemples de PTS — Les composantes essentielles des clones de *hedge funds*

LE SUIVI DE TENDANCE ET LES FONDS DE CONTRATS À TERME

Fung et Hsieh (2001) se sont servis des *lookback straddles* pour répliquer les rendements du suivi de tendance. La majorité des conseillers en gestion de matières premières (*commodity trading advisers* – CTA) ou des fonds de contrats à terme (*managed futures*) adoptent une stratégie dite de « suivi de tendance ». Ces fonds ont tendance à utiliser des règles mécaniques, telles que des moyennes mobiles du prix des actifs, pour capturer les tendances des marchés. S'il est souvent facile d'identifier une tendance *ex post*, il est difficile de le faire *ex ante*. Pour contourner ce problème, Fung et Hsieh (2001) ont développé l'idée intéressante de Merton (1981). À la différence du *market timer* de Merton (1981) qui prend uniquement des positions longues (acheteuses), le suiveur de tendance de Fung et Hsieh (2001) peut prendre des positions longues ou courtes (vendeuses). Dans ce cas, le parfait suiveur de tendance doit acheter au plus bas et vendre au plus haut, ce que produit exactement un *lookback straddle*.

Un *lookback straddle* consiste à associer une option d'achat *lookback* et une option de vente *lookback*. L'option d'achat *lookback* permet à son détenteur d'acheter un actif à son cours le plus bas observé pendant la durée de vie de l'option. L'option de vente *lookback* permet à son détenteur de vendre un actif à son cours le plus élevé pendant la durée de vie de l'option. Le *lookback straddle* permet par conséquent d'acheter à la baisse et de vendre à la hausse. Se fondant sur la méthode décrite dans Goldman *et al.* (1979), Fung et Hsieh (2001) ont été en mesure de répliquer la performance des *lookback straddles* en utilisant des options traitées sur vingt-six marchés. Ils ont démontré que les portefeuilles de *lookback straddles* peuvent répliquer les rendements des suiveurs de tendance bien mieux que les indices de référence classiques de matières premières *long-only*.

Le graphique 2 prolonge la période d'échantillon de Fung et Hsieh (2001) finissant en 1997 par une vérification statique hors échantillon de leurs résultats sur la période de janvier 1998 à juin 2006. Le graphique montre que les *lookback straddles* produisent nombre des mêmes pics et creux que ceux des suiveurs de tendance. Cette régularité empirique a persisté en dépit du fait que le capital affecté à chaque marché (pondérations) a été maintenu constant au niveau de 1997, date à laquelle l'étude de Fung et Hsieh (2001) a pris fin. La première ligne du tableau 1 illustre une stratégie de répliation plus réaliste autorisant les pondérations variables dans le temps. En utilisant une régression sur vingt-quatre mois glissants pour estimer les pondérations du portefeuille (bêtas alternatifs variables dans le temps), nous pouvons construire un portefeuille de répliation qui génère 41 points de base par mois, de 1998 à fin 2006. Ce résultat représente un peu plus des deux tiers du rendement effectif des fonds de contrat à terme, à savoir 62 points de base par mois.

MERGER ARBITRAGE

Mitchell et Pulvino (2001) ont créé une stratégie de négociation passive qui réplique les activités des arbitragistes de fusions (*merger arbitrage*). Bien qu'ils aient imposé de nombreuses restrictions à leur stratégie de répliation (comme des limites de position pour assurer la diversification), Mitchell et Pulvino (2001) ont fait apparaître des rendements simulés très similaires à ceux des fonds *merger arbitrage*.

Malheureusement, l'étude de Mitchell et Pulvino (2001) sur le rendement de la stratégie passive *merger arbitrage* s'arrête en 1998. Néanmoins, il existe aux États-Unis un fonds de placement, Merger Fund, qui décrit dans son prospectus une stratégie d'investissement similaire à celle de Mitchell et Pulvino (2001). Le graphique 3 montre la corrélation assez étroite entre le rendement de Merger Fund et l'indice HFR Merger Arbitrage. Pour créer un portefeuille passif répliquant les *hedge funds merger arbitrage*, nous appliquons une régression sur vingt-quatre mois glissants de l'indice Merger Arbitrage par rapport au Merger Fund afin d'estimer la pondération du portefeuille (bêtas alternatifs variables dans le temps) du Merger Fund, le reste du portefeuille

étant investi en liquidités. La deuxième ligne du tableau 1 montre que cette stratégie de répliation génère en moyenne 44 points de base par mois de 1998 à 2006, soit deux tiers du rendement moyen de l'indice Merger Arbitrage (66 points de base par mois).

HEDGE FUNDS DE TYPE FIXED INCOME

Fung et Hsieh (2002) ont montré que le *hedge fund* classique de produits de taux (ou *hedge fund* de type *fixed income*) est exposé aux augmentations des *spreads* de crédit. Le graphique 4 actualise leur analyse, en présentant la relation négative entre les rendements mensuels de l'indice HFR Fixed Income et la variation des *spreads* de crédit, estimée par l'écart de rendement entre les obligations de sociétés notées Baa par Moody's et le taux de l'échéance constante à 10 ans fourni par le Conseil des gouverneurs du Système fédéral de réserve.

La troisième ligne du tableau 1 présente le résultat d'une stratégie de répliation simple — position acheteuse sur les obligations de sociétés notées Baa et position vendeuse sur les bons du Trésor à 10 ans. La taille (le bêta alternatif variable dans le temps) de cette position neutre en dollars est déterminée par une régression sur vingt-quatre mois glissants des rendements des *hedge funds* de type *fixed income* sur ce portefeuille long/court. Cette stratégie de répliation se traduit par un rendement de 33 points de base par mois de 1998 à 2006, soit près de 60 % du rendement de 57 points de base par mois des *hedge funds* de type *fixed income*.

Duarte *et al.* (2005) ont analysé plusieurs autres stratégies passives *fixed income*. Elles comprennent notamment des stratégies de négociation utilisant les *swap spreads*, les primes de terme et les *spreads* hypothécaires. La stratégie de *swap spreads* consiste à parier sur l'évolution de la différence entre le taux du *swap* et le rendement d'un bon du Trésor de même échéance. La stratégie de prime de terme parie sur l'évolution relative des rendements des bons du Trésor assortis d'échéances différentes. La stratégie de *spread* hypothécaire parie sur l'évolution de la différence entre les rendements hypothécaires et le rendement des bons du Trésor d'échéance comparable. Duarte *et al.* (2005) ont montré que ces stratégies peuvent aussi expliquer les rendements des *hedge funds* de type *fixed income*.

AUTRES STRATÉGIES PASSIVES DE HEDGE FUNDS : EQUITY LONG-SHORT, ARBITRAGE DE CONVERTIBLE ET MARCHÉS ÉMERGENTS

Agarwal et Naik (2004) ont étudié les *hedge funds* investis en actions classiques, tandis que Fung et Hsieh (2006a) se sont concentrés sur le sous-ensemble des *hedge funds* à stratégie *long-short equity*. Les deux articles ont montré que les *hedge funds* investis en actions tendent à avoir une exposition positive au marché boursier américain, accompagnée d'une exposition à la performance relative entre les actions de petites et de grandes capitalisations. Les rendements simulés d'un portefeuille qui réplique ces expositions figurent à la quatrième ligne du tableau 1. Le bêta alternatif variable dans le temps de ce portefeuille est déterminé par une régression sur vingt-quatre mois glissants. Entre 1998 et 2006, cette stratégie de réplification génère 38 points de base par mois, soit près de 40 % du rendement moyen de 99 points de base par mois des *hedge funds* à stratégie *long-short equity*.

Agarwal *et al.* (2006) ont créé une stratégie passive d'arbitrage de convertible à partir des obligations convertibles américaines et japonaises, stratégie qu'ils baptisent « *buy and hedge* ». Comme le suggère l'expression, cette stratégie de réplification suppose l'achat d'un portefeuille d'obligations convertibles et une couverture simultanée du risque sur actions, ainsi que du risque de taux d'intérêt et de crédit du portefeuille suivant des règles préétablies. Les auteurs montrent que la stratégie *buy and hedge* peut générer 81 % du rendement moyen des *hedge funds* à stratégie d'arbitrage de convertible, comme l'indique la cinquième ligne du tableau 1.

Fung et Hsieh (2006b) ont mis en évidence que les *hedge funds* spécialisés sur les marchés émergents présentent une forte exposition à l'indice IFC Emerging Market. La stratégie de réplification qui en résulte, présentée à la sixième ligne du tableau 1, peut générer plus de 60 % du rendement des *hedge funds* opérant sur les marchés émergents. Enfin, les *hedge funds* à stratégie *distressed securities* présentent une forte exposition à l'indice CSFB High Yield Bond. La stratégie de réplification (à la septième ligne du tableau 1) peut générer environ 40 % des rendements des *hedge funds* à stratégie *distressed securities*.

1|2 Réplication du rendement en bêta alternatif de portefeuilles de *hedge funds* diversifiés

Dans une première application des PTS pour classer les styles des *hedge funds*, Fung et Hsieh (2002) ont avancé le concept de facteurs de styles d'actifs, ou *asset-based style* (ABS). Les facteurs ABS avaient vocation à lier aux cours du marché les styles qualitatifs de *hedge funds* figurant couramment dans les bases de données des *hedge funds*. En reconnaissant les PTS implicites dans les stratégies de négociation utilisées dans chaque style qualitatif de *hedge fund*, les facteurs ABS peuvent être exprimés par des combinaisons statiques et linéaires de PTS, ce qui permet d'appréhender la composante passive des différents styles de *hedge funds*. Partant de là, il est possible d'exprimer le rendement total d'un style donné de *hedge fund* comme :

Alpha alternatif + Σ (bêtas alternatifs * facteur(s) ABS),

donnant ainsi naissance au concept d'alpha alternatif et de bêta alternatif développé dans Fung et Hsieh (2003). Ici, l'on peut relier trois concepts apparemment disparates — le rendement total des styles qualitatifs de *hedge funds*, leur alpha et enfin leur bêta par rapport à la composante passive de la stratégie exprimée dans les cours du marché. Partant de là, construire des versions synthétiques de stratégies de *hedge funds*, ou des clones de *hedge funds* utilisant des facteurs ABS était une étape essentielle.

Toutefois, les évolutions que l'industrie des *hedge funds* a connues au cours des dernières années, ont accentué la nécessité de modéliser correctement la deuxième propriété de séparation : la non-linéarité du rendement émanant d'une allocation dynamique du capital et du risque à travers les stratégies, à distinguer de la non-linéarité des rendements des stratégies elles-mêmes. En réponse aux afflux de capitaux ininterrompus dans le secteur au cours des différents cycles économiques, il est naturel de trouver des gérants de *hedge funds* faisant état d'expositions dynamiques aux positions assorties de facteurs (positions bêta). Ce phénomène résulte naturellement du souhait de ces gérants de

diversifier leurs flux de revenus — ce qui justifie la croissance de *hedge funds* multistratégies recourant à un large éventail de stratégies (de 0,5 % à 12-14 % de la capacité totale).

Le portefeuille étant le reflet de différentes stratégies, des facteurs de risque différents se font jour et évoluent au cours du temps en réponse aux changements de l'environnement du marché. Cette évolution a atteint un stade nécessitant l'élargissement des classifications des styles qualitatifs des *hedge funds*, dans une mesure qui rend caduc l'exercice consistant à associer les rendements des styles qualitatifs à des combinaisons statiques de stratégie. Par conséquent, entre le rendement du portefeuille d'un *hedge fund* et ses PTS, il faut établir un lien plus explicite qui admette des bêtas alternatifs variant dans le temps.

UN MODÈLE SIMPLE DE FACTEUR DE RISQUE POUR LES PORTEFEUILLES DIVERSIFIÉS DES HEDGE FUNDS

La dernière décennie a vu l'émergence de toute une littérature sur les stratégies passives des *hedge funds*, à même de répliquer la majorité des stratégies couramment utilisées par les *hedge funds*. À titre d'exemple, parmi les cinq styles classiques évoqués dans Fung et Hsieh (1997), quatre (*trend following*, *value* et *distressed securities*) ont des stratégies de réplification. Un autre moyen de vérifier le champ d'application des stratégies de réplification disponibles consiste à s'intéresser à la part des actifs des *hedge funds* investis dans les différents styles. D'après Tremont Capital Management (2006), 73 % des actifs ont été affectés en 2005 à des stratégies de *long-short equity*, *distressed securities*, *merger arbitrage*, arbitrage sur produits de taux, marchés émergents, arbitrage de convertibles et contrats à terme. En outre, au fur et à mesure qu'une stratégie parvient à maturité, ses caractéristiques idiosyncrasiques sont souvent érodées par la concurrence, laissant derrière elle un noyau de stratégie systématique. En d'autres termes, au cours du temps, les stratégies des *hedge funds* régressent vers leurs facteurs de risque systématique et leurs rendements deviennent des rendements de bêtas primaires. En associant ces deux observations, on peut raisonnablement supposer que 75 % des stratégies de *hedge funds* sont susceptibles d'être clonées.

En puisant dans les travaux de la dernière décennie sur la réplification des différents styles de *hedge funds* et sur la tendance à considérer les stratégies vieillissantes comme des facteurs de risques de type bêta, Fung et Hsieh (2004) ont proposé un modèle simplifié à sept facteurs pour répliquer les portefeuilles diversifiés des *hedge funds*. Deux facteurs liés aux actions (le marché et les petites capitalisations/grandes capitalisations) proviennent des *hedge funds* investis en actions. Deux facteurs obligataires (variation du taux d'échéance constante 10 ans et variation du *spread*) proviennent de *hedge funds* de produits de taux (*fixed income hedge funds*). Trois *lookback straddles* proviennent de fonds de contrats à terme. Fung et Hsieh (2006b) montrent que ces sept facteurs expliquent jusqu'à 85 % de la variation du rendement du *hedge fund* moyen en 2004.

Le tableau 2 met à jour les régressions de Fung et Hsieh (2006b) qui estimaient l'alpha alternatif et le bêta alternatif de différents indices de *hedge funds*. Par exemple, la première colonne présente une régression du rendement excédentaire de l'indice HFR des fonds de fonds sur les sept facteurs. L'alpha alternatif est estimé à 6 points de base par mois, ce qui, d'un point de vue statistique, n'est pas significativement différent de zéro. Les erreurs types ont été calculées en utilisant l'estimateur de covariance de Newey-West (1987) à six retards. Il existe une exposition statistiquement significative à six facteurs de risque. En utilisant une régression sur vingt-quatre mois glissants pour estimer l'exposition des fonds *global macro* aux sept facteurs de risque, Fung et Hsieh (2006b) peuvent répliquer 64 % de leurs rendements (cf. la huitième ligne du tableau 1). La même méthode peut répliquer 60 % des rendements moyens des fonds de fonds (cf. la neuvième ligne du tableau 1).

MODÉLISATION DES EFFETS D'UN CHANGEMENT DE STYLE DE GESTION ET DU CYCLE DE VIE DES STRATÉGIES

Trois forces opposées affectent les modalités de réplification des portefeuilles diversifiés des *hedge funds*. D'une part, le souhait des différents gérants de *hedge funds* de diversifier leur activité est susceptible d'entraîner un déclin des *hedge funds* de niche au profit de mégafonds à stratégies multiples. Avec le temps, il sera plus difficile de construire des PTS, les stratégies de niches étant progressivement

intégrées par les *hedge funds* à large assise. Cette évolution rend plus difficile la construction de stratégies de répliation. D'autre part, à mesure que les stratégies de *hedge funds* viennent à maturité, le noyau systématique qui subsiste peut facilement être répliqué en utilisant des modèles fondés sur des règles. Enfin, de nouvelles stratégies, dotées de nouveaux facteurs de risque, verront le jour. Tous ces développements impliquent des bêtas variables dans le temps et une émergence dynamique des facteurs de risque.

Les résultats empiriques présentés dans Fung et Hsieh (2004) et Fung *et al.* (2006) indiquent des changements structurels dans le mode d'exposition des portefeuilles diversifiés des *hedge funds* aux facteurs de risque sous-jacents. Jusqu'à présent, ces changements correspondent généralement à des perturbations majeures, comme la crise LTCM et l'éclatement de la bulle internet, qui ont une incidence profonde sur les modalités d'évaluation des risques par le marché. Les travaux récents de Agarwal *et al.* (2006) et Fung et Hsieh (2006a) ont mis en lumière des variables hors prix qui affectent les rendements des stratégies des *hedge funds*. Agarwal *et al.* (2006) ont montré que le profil des émissions d'obligations convertibles peut affecter la rentabilité de l'arbitrage de convertible. Fung et Hsieh (2006a) ont mis en évidence des résultats indiquant que le bénéfice réalisé par les gérants de *hedge funds* à *long/short equity* est affecté par le volume des activités sur les marchés d'actions. Tout cela indique combien il est important d'incorporer des variables exogènes aux rendements des *hedge funds* afin d'appréhender les changements environnementaux susceptibles d'affecter la structure de la répliation des portefeuilles des *hedge funds*.

2 | APPLICATIONS POTENTIELLES DE LA TECHNOLOGIE DE CLONAGE DES HEDGE FUNDS

L'avantage que comporte l'identification des PTS va au-delà du fait que leurs facteurs constitutifs de risque sont facilement observables (transparents) et réside également dans le fait qu'ils sont aussi investissables (liquides). L'application immédiate est claire. Pour les investisseurs, les acheteurs d'alpha

ont désormais un moyen de mesurer la qualité de leur investissement en *hedge funds*. Les acheteurs de bêta (les investisseurs qui préfèrent des positions à effet de levier) peuvent estimer si leur capital est exposé aux risques désirés, et les deux catégories d'investisseurs peuvent estimer le caractère approprié des commissions qu'ils ont versées. Pour les contreparties, la mesure de l'exposition aux facteurs clés de risque offre un indicateur de marché qui résume le risque des *hedge funds* dans le calcul du capital en risque. Pour les autorités, cela fournit un baromètre permettant de mesurer la convergence potentielle des expositions aux risques systémiques provenant des *hedge funds*, des départements de gestion pour compte propre des banques et des gestionnaires d'actifs classiques.

LA JUSTE RÉMUNÉRATION DU TALENT

Depuis les premiers jours de AW Jones, vers 1949, de nombreuses stratégies de négociation innovantes ont été créées et appliquées avec succès par les gérants de *hedge funds*. La diversité des approches et les caractéristiques de la performance ont attiré l'attention des investisseurs. Malgré des différences de prise de risque par les gérants des *hedge funds* pour générer des bénéfices pour le compte de leurs investisseurs, les structures de rémunération sont demeurées remarquablement similaires pour un large éventail de styles d'investissement. Il existe pour ainsi dire une formule unique selon laquelle les gérants de *hedge funds* bénéficient d'une commission fixe proportionnelle au capital qu'ils gèrent et participent aux bénéfices qu'ils génèrent sans référence au risque. Il pourrait y avoir une explication plausible à cette situation : à la différence des stratégies classiques *long-only*, l'absence de références appropriées (permettant d'isoler les compétences du gérant, l'alpha, des positions passives en bêtas) rend difficile la mise en place de taux cibles minimaux reflétant correctement la composante passive des rendements des *hedge funds*. L'arrivée de clones de *hedge funds* pourrait avoir une profonde influence sur les modalités de rémunération des gérants de *hedge funds*. Forts de ce moyen alternatif d'accéder au rendement passif des *hedge funds*, les investisseurs peuvent se tourner vers des indicateurs de performance investissables qui distinguent les rendements générés par l'alpha des positions passives du bêta. Les contrats de rémunération en fonction de la

performance peuvent maintenant être structurés pour récompenser les compétences, ou l'alpha, de manière différente des rendements passifs liés à l'évolution d'indices.

L'existence de ces produits indiciels peut aussi servir de catalyseur à l'amélioration du processus de découverte des prix dans l'industrie des *hedge funds* – une structure de rémunération plus efficace assortie d'un partage équitable du risque-rendement entre les investisseurs et les gérants. Il s'agit en fait d'une évolution saine pour l'industrie des *hedge funds*, où les producteurs d'alpha à capacité limitée perçoivent une rémunération suffisante de leurs compétences et où les produits exclusivement basés sur le bêta évolueront pour devenir des alternatives indicielles à moindre coût.

RÉDUCTION DU RISQUE DE COMPORTEMENT MIMÉTIQUE ET LISSAGE DU FLUX DE CAPITAL

Brown et Goetzmann (2003) ont souligné l'impact des commissions liées à la performance sur le comportement des gérants en matière de prise de risque. Un contrat de commission liée à la performance dépourvu d'un taux butoir qui reflète le rendement des expositions passives incite les gérants à adopter des comportements mimétiques. Le fait de parier sur des positions actuellement en vogue récompense un gérant pour le simple fait de profiter, en cavalier seul, de la vague ambiante. L'utilisation de clones de *hedge funds* pour établir des indicateurs de performance atténue ce problème. De la même manière, l'utilisation de clones de *hedge funds* à faible coût comme indicateurs de performance peut aussi servir de barrières à l'entrée de nouveaux *hedge funds*. L'essentiel est que les gérants de *hedge*

funds ne commencent à participer aux bénéfices qu'en cas d'alpha alternatif (rendement fondé sur les compétences). Cela devrait atténuer l'engouement pour les métiers de gérant de *hedge funds* et réduire la proportion élevée de clients perdus qui caractérise le secteur des *hedge funds*.

Le succès des *hedge funds* synthétiques à faible coût entraînera inévitablement une amélioration de la qualité des rendements (une meilleure performance à moindre coût) des *hedge funds* survivants. Toutefois, la réplcation de ces *hedge funds* plus performants, dont certains afficheront un alpha alternatif fondé sur les compétences, nécessitera de nouvelles innovations technologiques susceptibles de se traduire par des prix et des risques de réplcation toujours croissants.

Dans l'intervalle, les *hedge funds* synthétiques transparents à faible coût qui offrent des expositions à des PTS spécifiques sont susceptibles de devenir le véhicule indiciel de choix pour générer les rendements des stratégies de *hedge funds* qui parviennent à maturité. En faisant l'objet d'une tarification adaptée, les combinaisons gérées dynamiquement de ces PTS investissables remettront en cause les produits inefficaces, à l'image de certains indices de *hedge funds* investissables surévalués et de certains fonds de *hedge funds*.

En définitive, les *hedge funds* synthétiques qui sont liquides et transparents peuvent contribuer à dissiper les inquiétudes des autorités de tutelle – peut-être sommes-nous en ce moment les témoins de la « main invisible » à l'œuvre dans une industrie des *hedge funds* concurrentielle et arrivant à maturité.

Un kit d'outils de stratégies de réplcation passives, fondées sur des règles, a été élaboré au cours des dix dernières années. Il couvre maintenant à peu près 75 % du capital investi en hedge funds. Ce kit d'outils permet aux investisseurs de comparer à l'indicateur de référence de nombreuses stratégies populaires de hedge funds. Il offre des historiques étendus pour procéder à une évaluation du risque. Les fonds qui recourent à ces stratégies de réplcation peuvent avoir la transparence et la liquidité recherchées par de nombreux investisseurs. En outre, la taille des positions agrégées peut faire l'objet d'un suivi par les autorités afin d'identifier des concentrations de positions et d'élaborer des mesures pour prévenir le risque systémique.

BIBLIOGRAPHIE

- Agarwal (V.), Fung (W.), Loon (Y. C.) et Naik (N.) (2006)**
 "Risk et return in convertible arbitrage: evidence from the convertible bond market", *Working Paper*, London Business School
- Agarwal (V.) et Naik (N.) (2004)**
 "Risks et portfolio decisions involving hedge funds", *Review of Financial Studies*, 17, p. 63-98
- Berk (J.) et Green (R.) (2004)**
 "Mutual fund flows et performance in rational markets", *Journal of Political Economy*, 112(6), p. 1269-1295
- Brown (S.) et Goetzmann (W.) (2003)**
 "Hedge funds with style", *Journal of Portfolio Management*, Vol. 29, p. 101-112
- Duarte (J.), Longstaff (F.) et Yu (F.) (2005)**
 "Risk et return in fixed income arbitrage: Nickels in front of a steamroller?", University of California at Los Angeles, Eterson Graduate School of Finance, *Working Paper*, p. 8-04
- Eichengreen (B.), Mathieson (D.), Sharma (S.), Chadha (B.), Kodres (L.) et Jansen (A.) (1998)**
 "Hedge fund et financial market dynamics", *International Monetary Fund Occasional Paper*, n° 166, Washington, D.C.: International Monetary Fund
- Fung (W.) et Hsieh (D. A.) (1997)**
 "Empirical characteristics of dynamic trading strategies: the case of hedge funds", *Review of Financial Studies*, 10, n° 2, p. 275-302
- Fung (W.) et Hsieh (D. A.) (2001)**
 "The risk in hedge fund strategies: theory et evidence from trend followers", *Review of Financial Studies*, 14, n° 2, p. 313-341
- Fung (W.) et Hsieh (D. A.) (2002a)**
 "Risk in fixed-income hedge fund styles", *Journal of Fixed Income*, 12, n° 2, p. 6-27
- Fung (W.) et Hsieh (D. A.) (2002b)**
 "Asset-based style factors for hedge funds", *Financial Analyst Journal*, 58, n° 5, p. 16-27
- Fung (W.) et Hsieh (D. A.) (2002c)**
 "Benchmarks of hedge fund performance: information content et measurement biases", *Financial Analyst Journal*, 58, n° 1, p. 22-34
- Fung (W.) et Hsieh (D. A.) (2003)**
 "The risks in hedge fund strategies: alternative alphas et alternative betas", dans "The new generation of risk management for hedge funds et private equity funds", edited by L. Jaeger, p. 72-87, London: *Euromoney Institutional Investor PLC*
- Fung (W.) et Hsieh (D. A.) (2004a)**
 "Extracting portable alphas from equity long-short hedge funds", *Journal of Investment Management*, 2, n° 4, p. 57-75
- Fung (W.) et Hsieh (D. A.) (2004b)**
 "Hedge fund benchmarks: a risk-based approach", *Financial Analysts Journal*, 60, n° 5, p. 65-80
- Fung (W.) et Hsieh (D. A.) (2006a)**
 "The risk in hedge fund strategies: theory et evidence from long/short equity hedge funds", Duke University *Working Paper*
- Fung (W.) et Hsieh (D. A.) (2006b)**
 "Hedge fund: an industry in its adolescence", *Federal Reserve Bank of Atlanta Economic Review*, 91 (Fourth Quarter), p. 1-33
- Fung (W.) et Hsieh (D. A.) (2007)**
 "Will hedge fund regress to index-like products?", *Journal of Investment Management*, à paraître
- Fung (W.), Hsieh (D. A.), Naik (N.) et Ramadorai (T.) (2006)**
 "Hedge funds: performance, risk et capital formation", *Working Paper*: Duke University et London Business School
- Glosten (L. R.) et Jagannathan (R.) (1994)**
 "A contingent claim approach to performance evaluation", *Journal of Empirical Finance*, 1, p. 133-160
- Goldman (M.), Sosin (H.) et Gatto (M.) (1979)**
 "Path dependent options: buy at the low, sell at the high", *Journal of Finance*, 34, p. 1111-1127

Merton (Robert) (1981)

“On market timing et investment performance I: an equilibrium theory of value for market forecasts”, *Journal of Business*, 54, p. 363-407

Mitchell (M.) et Pulvino (T.) (2001)

“Characteristics of risk in risk arbitrage”, *Journal of Finance*, 56, p. 2135-75

Newey (W.) et West (K.) (1987)

“A simple, positive semi-definite, heteroskedasticity et autocorrelation consistent covariance estimator”, *Econometrica*, 55, p. 703-708

President's Working Group on Financial Markets (1999)

“Hedge funds, leverage, and the lessons of Long-Term Capital Management”, Report of the President's Working Group on Financial Markets

Sharpe (W.) (1992)

“Asset allocation: management style et performance measurement”, *Journal of Portfolio Management*, 18, p. 7-19

Tremont Capital Management (2006)

Tremont asset flows report, second quarter 2006, New York: Tremont Capital Management

Tableau 1
Performance moyenne mensuelle
des stratégies effectives et des stratégies de réplcation
1998-2006

(en %)

Stratégie de	Rendement effectif	Rendement répliqué
Managed futures	0,62	0,41
Merger arbitrage	0,66	0,44
Fixed income	0,57	0,33
Long-short equity	0,99	0,38
Convertible arbitrage ^{a)}	0,94	0,76
Emerging market	1,00	0,63
Distressed securities	0,92	0,37
Global macro	0,73	0,46
Funds-of-funds	0,58	0,35

a) 1998-2003

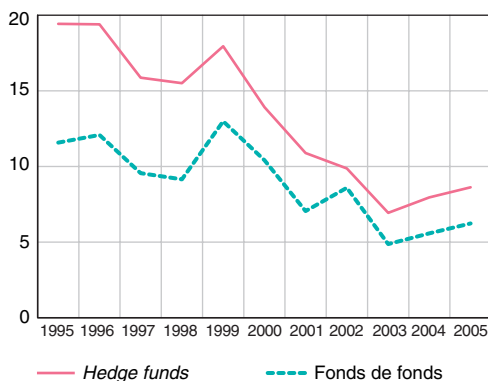
Tableau 2
Alpha alternatif et bêta alternatif
des indices de hedge funds
Avril 2000 – Décembre 2005

Indice	HFR Eq Wt FoF	HFR Eq Wt Composite	CSFB Asset Wt Composite	MSCI Eq Wt Composite
Constant	0,0003	0,0019	0,0024	0,0031
SNP-RF	0,1575	0,3031	0,1755	0,1632
RUT-SNP	0,1528	0,2178	0,1688	0,1680
BD10-RF	0,1217	0,1066	0,1649	0,1288
BAA-BD10	0,1766	0,1700	0,1015	0,0734
PTFSBD-RF	-0,0030	0,0009	-0,0038	0,0030
PTFSFX-RF	0,0098	0,0090	0,0117	0,0155
PTFSKOM-RF	0,0197	0,0185	0,0182	0,0144
Rsq	0,67	0,87	0,63	0,73
Durbin-Watson	1,49	1,66	1,55	1,59

Les coefficients en gras sont statistiquement significatifs au niveau de 1 %, sur la base des erreurs type de Newey-West à six variables.

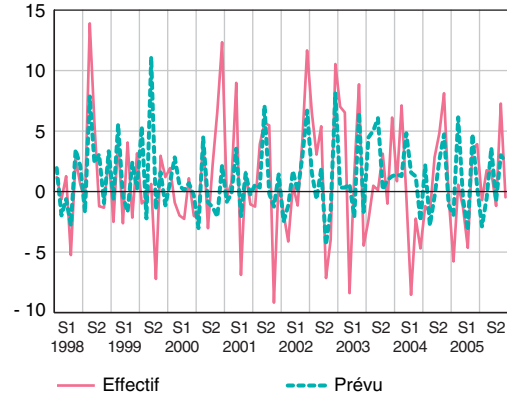
Graphique 1
Moyenne des rendements sur 4 ans glissants
des hedge funds et des fonds de fonds

(en %)



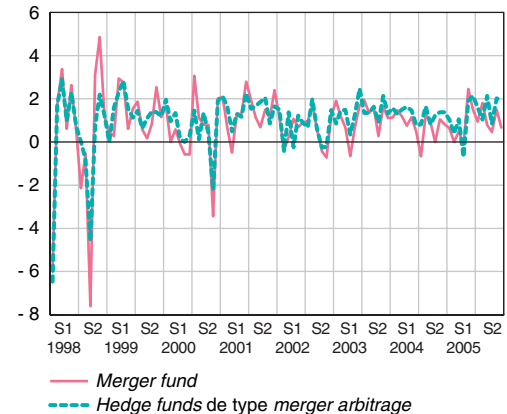
Graphique 2
Rendement moyen (effectif et prévu)
des suiveurs de tendance

(en %)



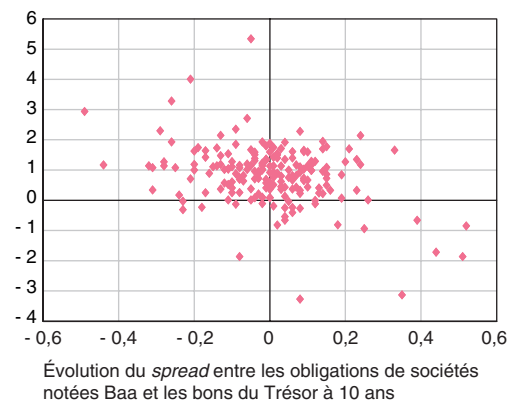
Graphique 3
Rendement moyen des hedge funds de type merger
arbitrage par rapport au merger fund

(en %)



Graphique 4
Évolution des spreads de crédit par rapport
aux hedge funds de produits de taux
1990-2005

(rendement mensuel des hedge funds de produits de taux, en %)



Hedge funds et prime broker dealers : éléments de proposition en matière de « bonnes pratiques »

PHILIPP M. HILDEBRAND

*Vice-président **

Banque nationale suisse

La croissance rapide du secteur des hedge funds s'est traduite par des avantages considérables pour les marchés financiers. Cependant, les hedge funds peuvent, dans certains cas, créer un certain nombre de risques. À l'instar de la période qui a suivi la crise asiatique et la quasi-faillite du fonds Long-Term Capital Management, les gouvernements, les autorités de régulation et les banques centrales ont été invités à évaluer la nécessité de nouvelles initiatives réglementaires pour limiter ces risques.

On peut citer trois objectifs potentiels pour un renforcement de la régulation : la protection des investisseurs, la protection de l'intégrité du marché et la protection du système financier. Le lien entre hedge funds et stabilité financière tient au risque d'une répercussion, sur une ou plusieurs grandes banques opérant au plan international, de pertes importantes subies par un ou plusieurs fonds.

Le présent article examine les avantages et les risques associés aux hedge funds. Il explique comment élaborer des normes de bonnes pratiques qui viseraient à renforcer la relation de crédit entre les prestataires de services de courtage (prime broker dealers) et les hedge funds. L'objectif précis d'une telle norme, acceptée au plan international, serait de réduire au minimum le risque que les relations de crédit entre prime broker dealers et hedge funds ne se dénouent de façon désordonnée dans des périodes de fortes tensions sur les marchés. La proposition comporte les éléments suivants :

- les prime broker dealers devraient faire en sorte de disposer d'un diagnostic complet des risques afférents à chacun des hedge funds les plus importants auxquels ils sont exposés ;*
- les prime broker dealers devraient s'assurer qu'ils allouent des ressources suffisantes aux systèmes de gestion du risque des collatéraux de façon à consolider leurs systèmes de gestion des risques de marché ;*
- les prime broker dealers devraient assurer un suivi permanent des variations de marge, des marges initiales classiques et des marges initiales fondées sur le risque global d'un portefeuille ou sur la VaR. En outre, ils devraient procéder périodiquement à des exercices rigoureux de simulation de crise ;*
- des appels de marge portant sur l'ensemble des expositions devraient être simulés de manière régulière entre les prime broker dealers et les hedge funds les plus importants, en prenant appui sur une large palette de scénarios de crise régulièrement mis à jour ;*
- les prime broker dealers et leur clientèle de hedge funds les plus importants devraient profiter des conditions favorables du marché pour élaborer des procédures claires d'appels de marge applicables à différents scénarios reposant sur des conditions de marché défavorables prolongées ;*
- le profil de liquidité sous-jacent des hedge funds devrait être un élément important pour les appels de marge lors des simulations de crise, ainsi que pour la définition de procédures d'appels de marge lorsque les conditions de marché sont défavorables.*

NB : L'auteur tient à remercier Daniel Heller, responsable de la stabilité financière et de la surveillance de la Banque nationale suisse pour sa contribution à cet article.

* À compter du 1^{er} mai 2007

En dépit de sa croissance exceptionnelle au cours des dix dernières années, le secteur des *hedge funds* conserve une taille modeste par rapport à celle des marchés d'actions et d'obligations internationaux. Le développement rapide du secteur, conjugué à plusieurs actions marquantes d'activisme actionnarial liées en partie aux *hedge funds*, a déclenché un débat de politique publique dans plusieurs pays. Comme lors de la période qui a suivi la crise asiatique et la faillite de Long-Term Capital Management, les gouvernements, les autorités de tutelle et les banques centrales ont été sollicités pour juger de la nécessité de mener des initiatives réglementaires supplémentaires afin de gérer divers risques potentiels créés par les *hedge funds*. La question de la réglementation des *hedge funds* est actuellement à l'ordre du jour du G 7.

Malgré le regain de vigilance dont ils font l'objet de la part du grand public, il est couramment admis que les *hedge funds* et autres fonds d'investissement privés ont été une source d'innovation dans l'industrie mondiale de la gestion d'actifs et qu'ils ont procuré des avantages significatifs aux marchés financiers. Leur réglementation « allégée » a probablement renforcé leur capacité à élaborer des méthodes innovantes et dénuées de contraintes pour tirer des bénéfices de leurs stratégies d'investissement. Lorsqu'elles évaluent la nécessité d'un recours à des mesures réglementaires supplémentaires, les autorités publiques doivent déterminer précisément l'équilibre entre le besoin de réglementation dans le but de réduire les risques et le risque de frein à l'innovation que ferait peser une réglementation inutile.

Cet article explique la démarche à suivre pour élaborer une « norme en matière de bonnes pratiques » qui viserait à renforcer la relation de crédit entre les *prime broker dealers* et les *hedge funds*. L'objectif précis d'une telle proposition serait de réduire au minimum le risque que les relations de crédit entre *prime broker dealers* et *hedge funds* ne se dénouent de façon désordonnée dans les périodes de forte tension sur les marchés. Cette « proposition de bonnes pratiques » entre par conséquent dans le domaine de la réglementation prudentielle et a pour objectif de promouvoir la stabilité financière.

Dans la première section, cet article s'attache à identifier les principales caractéristiques des *hedge funds* et traite de la croissance et de la performance récentes du secteur. La seconde section examine les avantages que les *hedge funds* procurent aux marchés financiers. Dans la troisième section, nous décrivons brièvement les trois objectifs envisageables à l'appui d'un renforcement de la réglementation des *hedge funds*. Se focalisant sur l'objectif de protection du secteur financier, la quatrième section décrit les canaux par lesquels les *hedge funds* peuvent nuire à la stabilité financière. La dernière section présente une « proposition de bonnes pratiques » destinée à réduire les risques d'un dénouement désordonné des relations de crédit entre les *prime broker dealers* et les *hedge funds* dans des périodes de fortes tensions sur les marchés.

1 | LE SECTEUR DES HEDGE FUNDS

La définition des *hedge funds* demeure étonnamment floue. Dans l'état actuel des choses, le terme « *hedge* » ne fournit pas beaucoup d'éclaircissements¹. Pourtant, plusieurs caractéristiques communes peuvent être et ont été identifiées². Les *hedge funds* sont considérés comme des fonds d'investissement privés à effet de levier utilisant une large gamme de stratégies d'investissements dénuées de contraintes dont l'objectif est de produire des taux de rendement absolu (alpha) supérieurs à la moyenne. Afin d'y parvenir, les *hedge funds* font un usage intensif des produits dérivés et recherchent des opportunités d'investissement sur les segments de marché traditionnels et non traditionnels, tels que les matières premières, le cinéma ou les marchés boursiers.

Les gérants de *hedge funds* investissent généralement une part de leur fortune personnelle — souvent sous forme de rémunération différée — dans leurs propres fonds, ce qui permet d'aligner leurs motivations sur les intérêts des investisseurs extérieurs. La plupart des *hedge funds* exigent des mises minimales élevées. En général, les investisseurs des *hedge funds* sont des particuliers fortunés et, de plus en plus, des fondations, des conseillers en gestion de patrimoine et des investisseurs institutionnels plus traditionnels. Le plus souvent, les *hedge funds* appliquent une

1 On prête à Alfred Winslow Jones la création du premier *hedge fund* en 1949. Sa stratégie consistait à associer des positions acheteuses sur des sociétés sous-évaluées et des positions vendeuses sur des sociétés surévaluées, dans le but de réduire au minimum l'influence des fluctuations des marchés boursiers. Afin d'optimiser le rendement de son portefeuille, Jones avait recours à l'effet de levier (cf. L'Habitant, 2002).

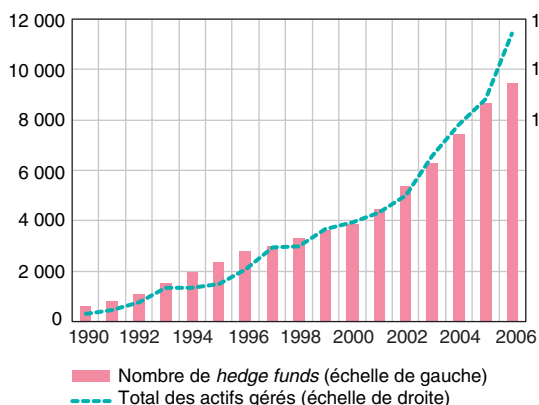
2 Cf. Hildebrand (2005b), McCarthy (2006) et Crockett (2007)

grille tarifaire double. L'investisseur paie une commission de gestion de 1 % à 5 %. En outre, ces fonds facturent généralement des commissions de performance sur les plus-values, dans certains cas à partir d'un seuil prédéfini, comme le taux des bons du Trésor. À l'échelle du secteur, les commissions de performance varient généralement de 20 % à 30 %, voire 50 % dans des cas exceptionnels. Parfois, certains gérants facturent l'ensemble des frais de la société de gestion. De plus en plus de gérants imposent à leurs clients des périodes de blocage d'une durée de un à trois ans. Au cours de ces périodes de blocage, le capital et, souvent, les bénéfices sont immobilisés. Du point de vue des investisseurs, la liquidité est d'autant plus limitée que l'exécution des demandes de rachat prend parfois de trois à six mois.

Le secteur des *hedge funds* peut s'enorgueillir de plusieurs années de croissance exceptionnelle. Les chiffres sont aujourd'hui connus. En 1990, environ cinq cents *hedge funds* géraient quelque 40 milliards de dollars d'actifs. Comme l'illustre le graphique 1, il existait, en 2006, environ 9 500 *hedge funds* dont les actifs sous gestion s'élevaient à 1 400 milliards de dollars. Le volume important de capitaux gérés par les services de négociation internationale ne sont généralement pas repris dans ces statistiques. Même si elle ne s'articule généralement pas autour de ces fonds, la négociation de ces actifs se rapproche étroitement des activités financières des *hedge funds*. Par ailleurs, les systèmes de rémunération des services de négociation pour compte propre des banques d'investissement ressemblent de plus en plus à ceux utilisés par les *hedge funds*.

Graphique 1
Nombre de *hedge funds* et total des actifs gérés

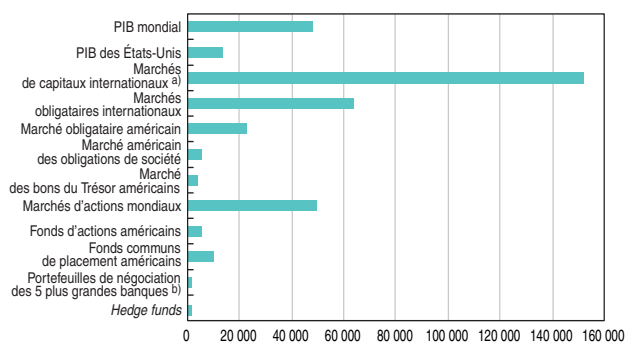
(nombre) (en milliards de dollars)



Source : HFR Industry Report

Graphique 2
Mise en perspective
de la taille du secteur des *hedge funds*
(4^e trimestre 2006)

(en milliards de dollars)



a) Obligations, actions et actifs bancaires (2005)

b) UBS, Crédit Suisse, Deutsche Bank, Barclay, BNP (Rapports annuels 2005)

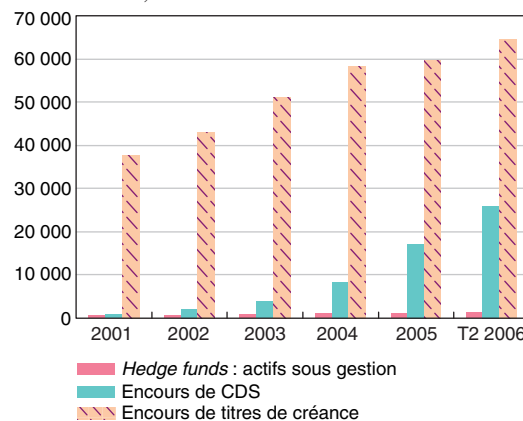
Sources : BRI, HFR, ICI, FMI, SIFMA, WFE

Si la croissance du secteur des *hedge funds* est exceptionnelle, sa taille demeure modeste par rapport aux marchés d'actions et d'obligations internationaux. Le graphique 2 illustre ces différences en comparant la taille de ce secteur avec celle des marchés de capitaux internationaux en 2005 et de leurs différents compartiments. À titre d'exemple, le secteur des *hedge funds* est nettement moins important que celui des fonds communs de placement. Sa taille est également inférieure à la somme des cinq plus grands portefeuilles de négociation des grandes banques internationales.

Le graphique 3 présente le développement du secteur des *hedge funds* depuis 2001 par rapport à celui des encours des titres de créance et des *swaps* de défaut (CDS). Sur ces deux marchés, la croissance

Graphique 3
Évolution des *hedge funds*, des *swaps* de défaut (CDS) et des titres de créance

(en milliards de dollars)

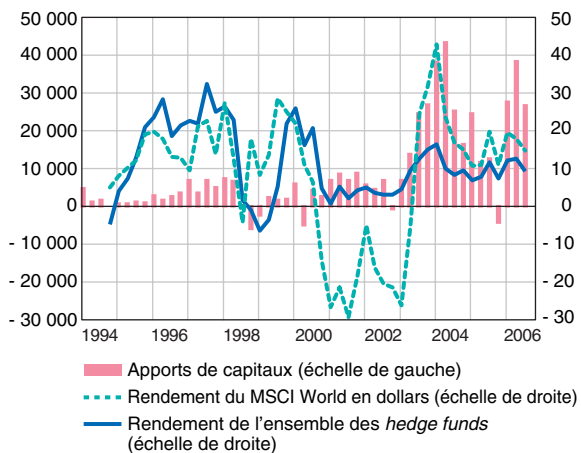


Sources : BRI, HFR, ISDA

a été nettement supérieure à celle des *hedge funds*. Même si l'on applique un ratio d'endettement relativement ambitieux de 5 à l'ensemble du secteur des *hedge funds*, sa taille globale demeure limitée par rapport aux encours de titres de créance de plus de 60 000 milliards de dollars et aux encours de *swaps* de défaut de 25 000 milliards.

Deux points supplémentaires méritent d'être mentionnés lorsque l'on examine la récente croissance du secteur des *hedge funds*. La répartition par taille de ces fonds fait ressortir une forte proportion de petits fonds. D'après des données récentes de la Financial Services Authority (FSA) au Royaume-Uni, on compte près de 450 gérants européens de *hedge funds* qui gèrent moins de 50 millions de dollars, alors que seule une poignée de gérants européens sont dotés de plus de 5 milliards de dollars sous gestion³. L'analyse des récentes performances des *hedge funds* fait apparaître trois tendances. Premièrement, comme l'illustre le graphique 4, les taux de rendement historiquement élevés, notamment lors de la période de 2001 à 2003 caractérisée par des marchés d'actions baissiers, ont apparemment contribué aux afflux de capitaux importants vers ce secteur au cours des quatre dernières années. Deuxièmement, la baisse observée plus récemment de la performance relative paraît associée à la rapide accélération des apports de capitaux, qui s'est traduite par une réduction apparente des sources de performance⁴.

Graphique 4
Apports de capitaux et rendements des *hedge funds*
(en millions de dollars) (glissement annuel, en %)



Source : CSFB Tremont

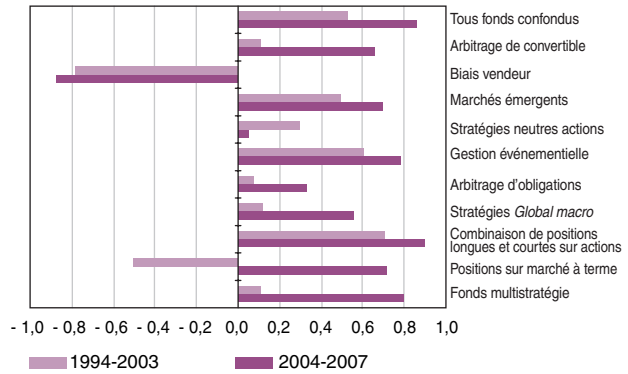
³ Cf. McCarthy (2006)

⁴ Cf. Hildebrand (2005b, p. 45)

⁵ Cet article n'aborde pas les différentes stratégies d'investissement adoptées par le secteur des *hedge funds*. Pour une discussion détaillée, veuillez vous reporter à d'autres contributions du présent numéro de la RSF, ainsi qu'à Hildebrand (2005b).

⁶ D'après la dernière étude de Fitch, "Global credit derivatives survey", (septembre 2006), les dix principales contreparties bancaires représentent environ 85 % du montant total de positions prises et soldées en suspens. En outre, l'étude indique que les *hedge funds* représentent au moins 20 % à 30 % du volume total de transactions.

Graphique 5
Corrélations entre les rendements des différents styles d'investissement et les rendements du MSCI World



Source : CSFB Tremont

Troisièmement, comme le montre le graphique 5, les corrélations entre les rendements des *hedge funds*, quasiment toutes stratégies confondues, et ceux de l'indice MSCI World ont fortement augmenté ces dernières années par rapport à la période de 1994 à 2003⁵. Ces chiffres suggèrent que, indépendamment des stratégies adoptées par les *hedge funds*, une part importante des récentes performances est attribuable aux expositions directes ou indirectes aux marchés d'actions.

2 | LES AVANTAGES DES HEDGE FUNDS

Les marchés financiers internationaux ont tiré profit de la croissance de l'industrie des *hedge funds*. Sans les contraintes liées aux structures des fonds d'investissements traditionnels et aidés par l'évolution rapide de l'innovation financière et technologique, les *hedge funds* ont été et demeurent une source majeure d'innovation sur les marchés. Grâce à leurs approches d'investissement souples et à leur utilisation intensive d'instruments financiers innovants, ils ont contribué à améliorer le processus de formation des cours sur les marchés financiers. Un mécanisme plus efficace de formation des cours améliore l'efficacité de l'allocation du capital, ce qui est particulièrement bienvenu sur les segments de marché dominés par quelques grandes banques commerciales et banques d'investissement, à l'image du marché des dérivés de crédit⁶. Le risque peut être beaucoup plus largement

transféré qu'auparavant. Toutes les catégories imaginables de risques sont aujourd'hui couramment déconstruites, reconstituées puis transférées vers les intervenants disposés à les supporter au moindre coût possible. Les investisseurs trouvent ainsi de nouvelles opportunités de diversification. Les *hedge funds* et autres fonds d'investissement privés ont également joué un rôle prépondérant dans le processus de transformation d'actifs illiquides en actifs liquides et donc négociables.

L'industrie des *hedge funds* sert également de catalyseur du changement et de l'innovation au sein du secteur traditionnel de la gestion d'actifs. Ce dernier demeure soumis à des directives en matière d'investissement et n'a généralement pas recours à l'effet de levier. Les pressions concurrentielles exercées par le secteur des *hedge funds* ont favorisé ce processus. Aujourd'hui, les gestionnaires d'actifs traditionnels ont régulièrement recours à des instruments financiers complexes et innovants afin de réagir avec souplesse et rapidité à l'évolution des conditions de marché. Les *hedge funds*, ainsi que l'innovation financière et technologique à laquelle ils ont contribué, ont joué un rôle important dans la reconfiguration de l'industrie traditionnelle de la gestion d'actifs. Au cours de ce processus, ils ont contribué à améliorer la liquidité, l'efficacité et la souplesse des marchés, renforçant ainsi leur résistance en cas de crise.

3 | OBJECTIFS RÉGLEMENTAIRES POSSIBLES

En dépit de ces avantages significatifs, les *hedge funds* peuvent, dans certains cas, être un facteur déstabilisateur et présenter plusieurs risques. Ces risques sont souvent cités par les partisans d'un renforcement de la réglementation. En principe, trois objectifs réglementaires possibles sont généralement évoqués dans le cadre de la réflexion menée sur cette question : la protection des investisseurs, la protection de l'intégrité du marché et la protection du secteur financier ⁷.

La protection des investisseurs n'est pas réellement une question centrale dans le cas des *hedge funds*. La majorité des investissements effectués dans ces fonds sont le fait de particuliers fortunés ou de gestionnaires d'actifs professionnels qui n'exigent aucune protection. Néanmoins, les questions de protection des consommateurs risquent de se poser, étant donné que les particuliers investissent de plus en plus dans des fonds de fonds, que les fonds de pension publics commencent à investir dans le secteur des *hedge funds* et que ces derniers s'ouvrent progressivement aux petits investisseurs particuliers ⁸. Il semble que plusieurs approches réglementaires émergent en réponse à ces problèmes. L'approche pragmatique adoptée dans le rapport 2007 du President's Working Group on Financial Markets aux États-Unis (Groupe de travail présidentiel sur les marchés financiers) consiste à limiter les investissements dans les *hedge funds* aux particuliers fortunés ou aux gestionnaires d'actifs professionnels. Une solution serait d'exiger des *hedge funds* qu'ils expliquent clairement et de manière compréhensible les risques liés à ce type d'investissements. Enfin, s'agissant des fonds de fonds, les autorités de tutelle pourraient appliquer, ce qu'elles font déjà dans certains cas, des normes de diversification minimale pour les fonds de fonds ciblant certaines catégories d'investisseurs, tels les particuliers ou les fonds de pension publics.

Récemment, l'objectif d'intégrité du marché a davantage attiré l'attention, notamment à la suite de la publication du rapport et des recommandations du Counterparty Risk Management Policy Group II (Groupe de gestion du risque de contrepartie II – CRMPG II) au cours de l'été 2005 ⁹. Les problèmes d'intégrité du marché identifiés par le CRMPG II ont des ramifications importantes pour le secteur des *hedge funds*. Néanmoins, comme l'a déclaré Callum McCarthy « Rien ne prouve ... que ces problèmes d'intégrité du marché, qui soulèvent de réelles questions sur tous les marchés, concernent exclusivement le secteur des *hedge funds*. » ¹⁰. Les problèmes potentiels d'intégrité du marché, à l'image du délit d'initiés, de technologies de

⁷ Cf. McCarthy (2006) qui utilise les mêmes catégories, même s'il fait référence aux questions d'ordre prudentiel, à la protection des consommateurs et à l'intégrité du marché

⁸ Les fonds de fonds sont des structures de placement collectif qui allouent des actifs à plusieurs *hedge funds*, afin de bénéficier des avantages de la diversification. Ils sont généralement gérés par des banques privées, des sociétés de gestion d'actifs ou des gestionnaires d'actifs institutionnels. Les gérants de ces fonds de fonds négocient avec chaque *hedge fund* le montant de l'investissement et la grille tarifaire. Ces commissions sont répercutées sur les clients, en plus de la commission de gestion du fonds de fonds.

⁹ Cf. Counterparty Risk Management Group (2005)

¹⁰ Cf. McCarthy (2006)

négociation insuffisamment robustes, d'une mauvaise valorisation des bénéfices et des pertes ou d'une documentation incomplète des transactions, sont des problèmes qui doivent être résolus sur tous les compartiments des marchés financiers. Il existe manifestement des liens étroits entre la protection de l'intégrité du marché et celle du système financier. En effet, le rapport du CRMPG II encourage explicitement « les initiatives qui contribueront à réduire les risques de crises financières systémiques et qui limiteront leurs conséquences négatives en cas de telles crises, rares mais inévitables »¹¹.

La protection du système financier constitue le principal objectif réglementaire des banques centrales. Les *hedge funds* font peser des risques spécifiques sur la stabilité financière même si, dans la pratique, il est souvent difficile de distinguer les risques systémiques potentiels liés à leurs activités de ceux créés par d'autres intervenants majeurs des marchés financiers¹².

4 | LES HEDGE FUNDS ET LE RISQUE SYSTÉMIQUE

Les *hedge funds* ont la possibilité d'utiliser l'effet de levier, ce qu'ils font d'ailleurs de manière intensive, afin de gérer leur risque et de dégager des bénéfices sur les marchés financiers. Comme nous l'avons indiqué précédemment, le recours à l'effet de levier est l'une des caractéristiques essentielles des *hedge funds*. La forme d'effet de levier la plus simple est celle pratiquée par les intermédiaires financiers (généralement des banques d'investissement actives à l'international) qui accordent des lignes de crédit aux *hedge funds* afin qu'ils puissent investir au-delà de leur assise de fonds propres¹³. Une forme plus complexe utilisée par les *hedge funds* est celle des instruments de levier, qui passe par l'utilisation d'une large palette d'instruments financiers complexes. Il arrive que ces instruments offrent un effet de levier significatif¹⁴.

L'ampleur du recours à ces instruments dépend des conditions de marché et des stratégies de négociation adoptées par un *hedge fund*. L'effet de levier n'est pas seulement un ratio de risque sélectionné par les gérants de *hedge funds*. Son recours est limité par le degré d'exposition que les créanciers et les contreparties sont disposés à accepter. Cette exposition est, quant à elle, dépendante des normes de fonds propres et du cadre de supervision applicables, ainsi que de la discipline imposée par le marché¹⁵.

Le simple fait que les *hedge funds* aient recours à l'effet de levier n'implique pas qu'ils fassent peser un risque sur la stabilité financière. En effet, s'il est correctement employé, l'effet de levier peut s'avérer être un outil de gestion du risque très efficace. Ce qui importe, en réalité, c'est l'ampleur de son incidence sur la VaR (*value at risk*) totale d'une exposition de marché donnée¹⁶. La relation entre les *hedge funds* et la stabilité du système financier a trait à la possibilité que des pertes importantes enregistrées par un ou plusieurs *hedge funds* aient un effet de contagion sur une ou plusieurs grandes banques internationales. Dans des cas extrêmes, cette dynamique peut suffire à menacer la solvabilité d'une ou de plusieurs grandes banques et nuire à la stabilité financière. En réalité, ce n'est pas seulement le montant des pertes potentielles des *hedge funds* qui déterminera si une grande banque et, au final, la stabilité du système financier seront négativement impactées. En effet, le type de marché sur lequel les pertes ont été enregistrées, la solidité de l'assise en fonds propres du *hedge fund*, le degré de concentration des pertes et la liquidité des positions déficitaires sont les facteurs qui détermineront l'incidence finale des pertes. Cela explique que les récentes pertes du fonds Amaranth, même si elles étaient très importantes, n'ont pas eu d'effet négatif sur la stabilité financière.

Le principal canal de transmission du risque systémique est l'exposition au risque de contrepartie. Les *prime broker dealers* (généralement des grandes banques internationales) procurent aux *hedge funds* un effet de levier et leur consentent des lignes de

11 Cf. Counterparty Risk Management Group (2005, p. iii)

12 Cf. McCarthy (2006)

13 Cf. Garbaravičius et Dierick (2005), Hildebrand (2005a) et Geithner (2006)

14 D'après des données collectées par la Banque des règlements internationaux (BRI), la valeur des contrats à terme, des swaps et des options sur taux d'intérêt, taux de change et indice boursiers a progressé de 20 % par an depuis 1995.

15 Cf. Geithner (2006)

16 D'après une étude de la FSA sur les prime broker dealers, l'effet de levier moyen, calculé en divisant la position longue de marché des *hedge funds* par leurs fonds propres nets, se situait entre 2 et 2,5 (cf. McCarthy, 2006). Selon une autre méthode de calcul développée par la Banque des règlements internationaux, l'effet de levier des *hedge funds* a baissé de 4 à 2 au cours des cinq dernières années, avec un pic de 8 en 2004. Cette méthode mesure la sensibilité des *hedge funds* aux changements des principaux facteurs de risque. Elle fournit par conséquent une vision plus complète du profil de risque des *hedge funds*, notamment l'effet de levier intrinsèque (pour de plus amples informations sur la méthodologie, cf. Banque des règlements internationaux, 2005).

crédits. Du fait de leurs exigences de marge et de leur gestion du risque de garantie, ils déterminent également le montant des instruments de levier utilisés par des fonds. Les effets négatifs sur les prix du marché et la liquidité constituent un canal de transmission associé au précédent. Dans les périodes de tension prolongée sur les marchés, les *prime broker dealers* exigeront probablement des garanties supplémentaires ou obligeront les *hedge funds* à liquider leurs positions afin d'enrayer la dégradation de leur propre profil de risque. Un tel processus peut renforcer la volatilité de marché et précipiter la baisse des cours. En cas de scénarios extrêmes ou de « pertes extrêmes » (*fat tail*), une telle dynamique auto-alimentée peut provoquer une diminution rapide de la liquidité de marché. Selon Tim Geithner (2006) : « L'intérêt qu'ont les sociétés (c'est-à-dire les *prime brokers*) à réduire au minimum leur propre exposition peut amplifier la crise initiale et imposer aux autres opérateurs l'externalité négative d'une perturbation plus large de la liquidité de marché ». Le rapport du CRMPG II précise également que la délimitation entre le risque de crédit et le risque de marché tend à devenir floue lorsque la diminution de la solvabilité et l'effondrement des cours s'autoalimentent, soulignant que « la liquidation des positions — si elle est parfaitement raisonnable au niveau microéconomique — renforce les pressions macroéconomiques sur les cours boursiers, qui provoquent à leur tour l'assèchement de la liquidité de marché d'une ou plusieurs classes d'actifs »¹⁷.

5 | ÉLÉMENTS DE PROPOSITION EN MATIÈRE DE « BONNES PRATIQUES » INTERNATIONALES

Au stade actuel de nos connaissances, les *hedge funds* procurent des avantages substantiels aux marchés financiers. Mais ils constituent également une source potentielle de risque systémique. Pour être plus précis, « les *hedge funds* peuvent devenir le mécanisme de transmission du risque systémique, parce qu'ils empruntent auprès des institutions

financières réglementées et effectuent des opérations avec ces mêmes institutions, telles les *prime brokers* et les banques d'investissement »¹⁸. Toute autorité de réglementation financière ayant pour mission statutaire de promouvoir la stabilité financière a pour obligation de réfléchir aux mesures possibles de réduction du risque systémique créé par les activités des *hedge funds* ou d'autres fonds d'investissement privés présentant des caractéristiques similaires. Néanmoins, il faut placer la barre haut pour justifier la nécessité de nouvelles mesures réglementaires. Des initiatives réglementaires inconsidérées donneront très peu de résultats et risquent d'être contre-productives. Toute nouvelle initiative visant à supprimer les menaces éventuelles pesant sur la stabilité financière qui émaneraient du secteur des *hedge funds* doit reposer sur trois principes réglementaires fondamentaux. Premièrement, la priorité doit être accordée aux activités des plus grands *hedge funds*. En principe, ces fonds sont ceux susceptibles d'engendrer des pertes suffisamment importantes pour menacer la solvabilité d'une grande banque¹⁹. Deuxièmement, les initiatives réglementaires possibles doivent traiter la question des relations entre ces fonds et les principales banques internationales agissant en qualité de *prime broker dealers*. Troisièmement, le principal objectif de toute nouvelle initiative réglementaire potentielle doit être de réduire le risque de dégagements massifs.

Au vu de ces principes, la réponse réglementaire la plus raisonnable aux risques systémiques potentiels créés par les activités des *hedge funds* passerait par une action internationale visant à adopter une proposition de bonnes pratiques qui régirait la relation entre les *prime broker dealers* et les *hedge funds* et contribuerait ainsi à renforcer la discipline de marché. Il convient d'insister ici sur la dimension internationale d'une telle initiative. Une proposition de bonnes pratiques qui ne serait pas acceptée au plan international court inévitablement le risque d'être dénuée d'effet ou de nuire à la concurrence. Par ailleurs, comme l'a précisé le rapport du President's Working Group, une collaboration internationale est essentielle pour obtenir des résultats positifs, car les principaux créanciers et contreparties des *hedge funds* et autres fonds d'investissement privés exercent leurs activités dans de nombreuses juridictions différentes du monde²⁰.

17 Cf. Counterparty Risk Management Group (2005, p. 7)

18 Cf. Fung and Hsieh (2006, p. 27)

19 Cf. McCarthy (2006, p. 4)

20 Cf. The President's Working Group (2007, p. 5)

L'objectif précis d'une « proposition de bonnes pratiques » adoptée à l'échelle mondiale doit être de réduire au minimum le risque que les relations de crédit entre *prime broker dealers* et *hedge funds* ne se dénouent de manière désordonnée dans des périodes de tension prolongée sur les marchés. Pourquoi mettre l'accent sur la réduction de ce risque ? L'une des réponses réside dans l'exceptionnel processus d'innovation financière sous la forme de produits structurés complexes auquel on assiste depuis la fin des années quatre-vingt-dix. L'innovation financière a augmenté la liquidité, la flexibilité et, à maints égards, la résistance des marchés. En revanche, les nouvelles catégories de produits financiers sophistiqués ont complexifié la relation de crédit entre les *prime broker dealers* et les *hedge funds*. Nombre de ces nouveaux instruments se négocient sur les marchés de gré à gré et sont valorisés en fonction d'un modèle et non au prix du marché. Autre caractéristique des produits négociés de gré à gré, ils génèrent un risque de crédit potentiel futur qui dépend de la volatilité de l'actif sous-jacent. Cette exposition potentielle future est un multiple de l'exposition présente et doit être couverte par des marges initiales appropriées²¹. Par ailleurs, nombre de nouveaux produits structurés très complexes n'ont pas encore été testés en période de tension prolongée sur les marchés. Il est important de rappeler que la modélisation utilisée pour valoriser ces instruments subit en grande partie l'incidence positive du contexte prolongé de volatilité faible qui a caractérisé les marchés mondiaux jusqu'à très récemment. En outre, la longue période récente de liquidité abondante et de faible volatilité a probablement favorisé une augmentation de l'exposition des *hedge funds* et des autres intervenants de marché aux actifs plus risqués et moins liquides. En conséquence, le déséquilibre entre la liquidité moyenne des portefeuilles sous-jacents des *hedge funds* et la liquidité offerte aux investisseurs des *hedge funds* s'est probablement accru. Ce renforcement possible de l'inadéquation est une raison supplémentaire pour se mobiliser en faveur d'initiatives réglementaires destinées à réduire les risques d'un dénouement désordonné de la relation de crédit entre *hedge funds* et *prime broker dealers*.

Les paragraphes suivants s'attachent à identifier les principaux éléments d'une proposition en matière de bonnes pratiques.

- Les *prime broker dealers* doivent s'assurer qu'ils disposent d'une mesure complète du risque de chacun des principaux *hedge funds* auxquels ils sont exposés. Cela ne signifie pas qu'ils ont besoin d'informations précises sur les différentes positions. Mais ils doivent pouvoir évaluer l'exposition globale au risque de leurs principaux clients *hedge funds* vis-à-vis de toute la communauté des *prime broker dealers*. À titre d'exemple, un *prime broker dealer* doit connaître les conditions de marge négociées par ses principaux clients *hedge funds* avec d'autres créanciers ou *prime broker dealers* importants. Une récente étude de la FSA au Royaume-Uni a conclu que seuls 21 *hedge funds* sur 152 font appel à plus d'un *prime broker*²². Si cette statistique est rassurante, elle ne traduit pas le fait que les principaux *hedge funds* d'importance systémique sont susceptibles de traiter avec plusieurs *prime brokers*, notamment pour préserver la confidentialité de leurs opérations et éviter la pratique dite de *front-running* lors de l'exécution de leurs stratégies de négociation.

- Les *prime broker dealers* doivent consacrer suffisamment de ressources aux systèmes de gestion du risque de garantie en complément de leurs systèmes de gestion du risque de marché. La qualité des informations sur les marges doit être une priorité, notamment s'agissant des marges sur options ou autres produits dérivés plus complexes. En période de crise, des systèmes déficients de gestion des garanties sont une source potentielle d'incertitude sur les marges et de litiges sur les futurs appels de marge entre les *prime broker dealers* et les *hedge funds*.

- Les *prime broker dealers* doivent systématiquement contrôler les marges de variation, les marges initiales traditionnelles et les marges initiales basées sur le risque de portefeuille et sur la VaR (*value at risk*). En outre, des exercices périodiques et rigoureux de simulation de crise doivent être réalisés. Les marges initiales basées sur la VaR doivent notamment faire régulièrement l'objet d'exercices de simulation de crise, c'est-à-dire qu'elles doivent être comparées à l'exposition potentielle au crédit susceptible de se matérialiser en situation de crise. La forte réduction de la volatilité enregistrée jusqu'à très récemment s'est traduite par une baisse des niveaux de marge dans les systèmes basés sur la VaR. Les scénarios de simulation de crise doivent être mis à jour en

²¹ Cf. Geithner (2006)

²² Cf. McCarthy (2006, p. 4)

conséquence. Ils doivent envisager d'importantes perturbations simultanées du marché et de la volatilité.

- À partir d'une large gamme de scénarios de simulation de crise régulièrement mis à jour, des simulations des appels de marge portant sur l'ensemble des expositions doivent être régulièrement réalisées entre les *prime broker dealers* et les principaux *hedge funds*. Idéalement, ces simulations doivent être également réalisées sur une base agrégée. Cela permettrait à un *prime broker dealer* d'avoir une idée de l'incidence des appels de marge effectués simultanément par l'ensemble des *prime broker dealers* exposés à un ou plusieurs *hedge funds*.

- Les *prime broker dealers* et leurs principaux clients *hedge funds* doivent profiter de conditions de marché favorables pour définir clairement les procédures d'appel de marge applicables aux différents scénarios de simulation de tensions prolongées sur les marchés. Cela permettra de mieux prévoir la relation de crédit

entre les *prime broker dealers* et leurs principaux clients *hedge funds*. Cette prévisibilité réduit le risque de dénouement désordonné des relations de crédit. En outre, en fonction du profil de liquidité d'un *hedge fund*, l'horizon temporel de ces procédures d'appel de marge doit être aussi éloigné que possible, afin de réduire encore davantage le risque de volatilité cyclique déclenchant un dénouement désordonné des positions.

- Le profil de liquidité sous-jacent des *hedge funds* doit être un élément clé à prendre en compte dans la réalisation des exercices de simulation de crise et d'appels de marge, ainsi que dans la détermination des procédures d'appels de marge dans des périodes de tension sur les marchés. Plus précisément, l'adéquation ou l'inadéquation entre la liquidité d'un portefeuille d'un *hedge fund* et la liquidité offerte par le *hedge fund* à ses clients doit être un facteur important à prendre en compte lors de la définition des accords de marge entre un *prime broker dealer* et un *hedge fund*.

Une « norme de bonnes pratiques » qui s'inspirerait de ces éléments aurait de nombreux avantages. Elle résoudrait le problème de coordination entre les principaux hedge funds et prime broker dealers. Elle contribuerait à la stabilité financière en traitant ce qui est sans aucun doute le principal problème systémique potentiel posé par le secteur des hedge funds, à savoir le risque que, dans un environnement caractérisé par des tensions prolongées sur les marchés, une gestion insuffisamment prudente du risque de contrepartie engendre des pertes pour les prime broker dealers et des dégagements procycliques massifs de la part des hedge funds, sur fond de baisse de la liquidité et de recul rapide des cours. Dans des cas extrêmes, de tels événements risquent de nuire à la solvabilité d'une grande banque internationale et, par voie de conséquence, de mettre en péril la stabilité du système financier mondial.

Une « proposition de bonnes pratiques » correctement élaborée renforcera la discipline de marché et évitera une mauvaise affectation des rares ressources réglementaires. Par ailleurs, une telle proposition freinerait les interférences réglementaires directes en matière de valorisation et serait donc respectueuse du marché. Si elle est correctement consignée et universellement adoptée, elle pourrait avoir un effet constructif sur l'appétit pour le risque des principaux prime broker dealers. Enfin, elle serait conforme à la récente demande du President's Working Group selon laquelle les principaux « créanciers et contreparties doivent consacrer des ressources et maintenir des politiques, procédures et protocoles permettant de définir, mettre en œuvre et continuellement améliorer les bonnes pratiques de gestion du risque. Ces politiques, procédures et protocoles doivent gérer la manière dont la qualité des informations d'un fonds privé affecte les conditions de marge, de garantie et autres conditions de crédit et les autres aspects de la gestion du risque de contrepartie »²³.

Beaucoup reste encore à faire afin qu'une telle « proposition de bonnes pratiques » soit opérationnelle et productive, à savoir qu'elle améliore la stabilité financière. En principe, une proposition de ce type ne nécessite pas de réglementation formelle. Elle peut être mise en œuvre par la profession sous la forme d'une « norme de bonnes pratiques ». Un contrôle continu de cette norme serait ensuite effectué par les autorités nationales de supervision financière. Les autorités de tutelle doivent commencer par mieux comprendre l'évolution des pratiques en matière de garantie et de marge, à la lumière de l'innovation rapide et continue des produits sur les marchés du crédit et de la concurrence intense autour de la relation entre prime broker dealers et principaux représentants du secteur des hedge funds. Cet exercice d'information ne peut être réalisé efficacement que grâce à la collaboration des autorités de tutelle des principaux centres financiers, gérants de hedge funds et représentants et experts en gestion du risque des plus grandes institutions financières mondiales. Le Système fédéral de réserve de New York, la SEC et la FSA au Royaume-Uni ont récemment initié ce type de procédure. En collaboration avec les autres autorités de supervision, ils réalisent des enquêtes périodiques sur les expositions des principaux prime broker dealers des hedge funds. Un tel cadre de coopération pourrait servir de base aux éléments d'une « proposition de bonnes pratiques ».

23 Cf. The President's Working Group (2007, p. 3)

BIBLIOGRAPHIE

Banque des règlements internationaux (2005)

Rapport trimestriel BRI, vol. 1, mars

Counterparty Risk Management Group (2005)

"Toward greater financial stability: a private sector perspective", *The Report of the Counterparty Risk Management Policy Group II*

Crockett (A.) (2007)

« Évolution et régulation des *hedge funds* », Banque de France, *Revue de la stabilité financière*, n° 10

Fitch Ratings (2006)

"Global credit derivatives survey"

Fung (W. K. H.) et Hsieh (D. A.) (2006)

"Hedge funds: an industry in its adolescence", Banque fédérale de réserve d'Atlanta, *Economic Review*, 1-34, quatrième trimestre

Garbaravičius (T.) et Dierick (F.) (2005)

"Hedge funds and their implications for financial stability", Banque centrale européenne, Étude n° 34 dans la série des études concernant des sujets spécifiques

Geithner (T.) (2006)

"Hedge funds and derivatives and their implications for the financial system", Hong Kong

Hildebrand (P.) (2005a)

"Finanzmarktstabilität und hedge funds: wirksame und unwirksame Überwachungsansätze", Berlin Mitte

Hildebrand (P.) (2005b)

"Recent developments in the hedge fund industry", Banque nationale suisse, Bulletin trimestriel 01/2005, p. 42-57

L'Habitant (F.-S.) (2002)

"Hedge funds: myths and limits", Wiley Finance, West Sussex

McCarthy (C.) (2006)

"Hedge funds: what should be the regulatory response?", Communication au colloque de la SUERF

The President's Working Group (2007)

"Agreement among PWG and US Agency principals on principles and guidelines regarding private pools of capital"

Exigences de transparence et *hedge funds*

CALLUM McCARTHY

Président

Financial Services Authority, Royaume-Uni

La régulation de toute institution financière ou catégorie d'actifs doit nécessairement refléter les objectifs réglementaires associés à ladite institution ou catégories d'actifs. S'agissant des hedge funds, le présent article identifie ces objectifs comme étant la confiance des marchés et la stabilité financière, l'intégrité des marchés et la protection des consommateurs. Au regard de ces objectifs, l'article examine quel type d'information les gérants de hedge funds devraient, ou non, fournir :

- aux investisseurs,*
- aux créanciers et aux contreparties,*
- au grand public,*
- aux régulateurs.*

L'article décrit également les travaux d'enquête menés par la Financial Services Authority (FSA), en rapport avec son objectif de confiance des marchés et de stabilité financière, auprès des principaux opérateurs de marché, afin de suivre leurs engagements vis-à-vis des hedge funds, ainsi que la surveillance fondée sur les risques exercée par la FSA sur les gérants de hedge funds au Royaume-Uni.

L'essentiel des récents débats sur les *hedge funds* s'est focalisé sur la nécessité d'une plus grande transparence des *hedge funds* – l'importance d'une transparence appropriée a d'ailleurs été mise en évidence par les récents événements intervenus à Wall Street. Malheureusement, les discussions ont été plus limitées sur les implications d'une « transparence accrue » : quelles informations devraient être requises, auprès de qui devraient-elles être obtenues, et quelles entités devraient y avoir accès. Le présent article cherche à apporter des éléments au débat en proposant des réponses à ces questions.

L'idée selon laquelle la transparence – la disponibilité des informations – n'est pas une fin en soi, mais un moyen d'atteindre d'autres objectifs, devrait faire l'unanimité. Dans le cas des *hedge funds*, nous estimons qu'il existe trois principales questions réglementaires qui déterminent le contexte dans lequel la transparence devrait se réaliser. Ces trois points sont les suivants :

- **la confiance des marchés et la stabilité financière** : le risque que la défaillance d'un ou plusieurs *hedge fund(s)* soit à l'origine d'un risque systémique sur les marchés financiers, et donc d'un risque pour la stabilité financière ;
- **l'intégrité des marchés** : le risque que les gérants de *hedge funds* ne respectent pas les normes de déontologie appropriées ;
- **la protection des consommateurs** : le risque que les investisseurs ne soient pas traités de manière équitable.

Nous reconnaissons naturellement l'existence de questions politiques plus larges liées aux *hedge funds* mais nous choisissons de les considérer comme sortant du domaine de compétence des autorités de tutelle. En outre, l'activité des *hedge funds* s'inscrit dans le cadre d'obligations de transparence plus larges, à l'image des obligations de *Notification des principaux actionnaires* de la *Directive sur la Transparence (DT)*, applicables à l'ensemble des investisseurs. Notre axiome est que des obligations générales de cette nature s'appliqueront aux *hedge funds*.

Dans ce contexte, le présent article examine les informations qui devraient intéresser :

- les investisseurs,
- les créanciers et les contreparties,

- le grand public,
- les régulateurs.

1 | TRANSPARENCE POUR LES INVESTISSEURS

La Financial Services Authority (FSA), autorité de tutelle des marchés financiers au Royaume-Uni, a pour objectif statutaire d'assurer la protection des consommateurs. Cela englobe la protection des consommateurs qui investissent dans les *hedge funds*. En particulier, nous souhaitons garantir que les clients des *hedge funds* reçoivent des informations qui leur permettent de prendre des décisions d'investissement en toute connaissance de cause et que les conflits d'intérêts entre les gérants de *hedge funds* soient gérés de manière adéquate. Les informations qui nous semblent utiles aux investisseurs sont décrites ci-dessous.

1|1 Notice d'information

La notice d'information d'un *hedge fund* devrait fournir des informations dans les domaines suivants :

- **les commissions** : à l'instar des autres gérants d'actifs, les gérants de *hedge funds* devraient expliciter clairement l'assiette de calcul des commissions. Ces informations devraient non seulement porter sur la structure de base (le classique « 2 % + 20 % »), mais également fournir une définition explicite des différents paramètres de calcul des commissions de gestion et de performance : taux butoir (*hurdle rate*), déduction des frais et structure d'égalisation par exemple. Il faudrait indiquer l'entité responsable du calcul des commissions en fonction de ces paramètres ;
- **la politique de rachat** : il est très important que les investisseurs connaissent les conditions auxquelles ils peuvent racheter les parts des fonds ainsi que les restrictions applicables aux rachats. Un autre point important, qui sera abordé plus en détail par la suite, est que l'existence de tout droit préférentiel de rachat devrait également faire l'objet de publicité ;
- **la stratégie d'investissement** : les gérants de *hedge funds* devraient définir la stratégie

d'investissement qu'ils entendent poursuivre et le degré de liberté dont ils disposent vis-à-vis de ces règles. Une des spécificités du développement des *hedge funds* a été l'étendue de la définition de chaque stratégie particulière : « *long/short equity* », « *global macro* », « *event-driven* », etc.

1|2 Informations régulières des investisseurs

La plupart des gérants de *hedge funds* communiquent avec les investisseurs au moyen de bulletins d'information mensuels ou trimestriels. Si le contenu de ces bulletins varie en fonction de facteurs tels que la stratégie du fonds, ils contiennent généralement des éléments sur la performance, la ventilation de l'exposition sectorielle ou géographique et la vision des gérants sur les perspectives du fonds. Ils peuvent également intégrer des éléments sur les principales participations du fonds ainsi que des informations sur le risque, telles que des mesures de risque.

1|3 Agences de notation et bases de données

D'autres institutions peuvent également aider les investisseurs à réaliser des missions de *due diligence* de *hedge funds* et de leurs gérants. Actuellement, un certain nombre de prestataires notent ou proposent de noter les *hedge funds* ou leurs gérants. Par ailleurs, il existe un secteur en développement, les fonds de *hedge funds* qui fournissent essentiellement une sélection de fonds et des services de *due diligence* pour les investisseurs potentiels.

Il est important toutefois de reconnaître qu'en matière de *hedge funds*, la contribution la plus probable des agences de notation sera d'évaluer le mode opératoire du gérant de *hedge fund* — valorisation, audit, gestion du risque — plutôt que de réaliser les tâches traditionnelles d'une agence de notation, à savoir d'évaluer la probabilité de défaillance. D'après les discussions de la FSA avec les agences de notation, les gérants de *hedge funds* et leurs modes opératoires seront davantage au cœur des préoccupations des agences de notation que la probabilité de défaillance du *hedge fund* lui-même.

Les bases de données commerciales sont une source supplémentaire d'informations utiles dans des domaines tels que la performance des fonds, les informations sur le gérant, les actifs sous gestion, les commissions, les *prime brokers* et les auditeurs.

1|4 Domaines nécessitant une amélioration de l'information

Bien que la communication d'informations aux investisseurs ait progressé ces dernières années, il existe, selon nous, quatre domaines nécessitant une amélioration de la transparence.

UNE COMMUNICATION ADÉQUATE DES PROCÉDURES D'ÉVALUATION DES INSTRUMENTS COMPLEXES/ILLIQUIDES

La difficulté d'évaluer les positions sur des actifs et marchés illiquides, ou l'absence de cours fournis de façon indépendante et objectivement vérifiables, est un problème commun à l'ensemble des marchés financiers, y compris le segment des *hedge funds*. Les erreurs d'évaluation peuvent nuire aux investisseurs et, dans des cas extrêmes, des valorisations délibérément destinées à induire en erreur peuvent être constitutives de fraude. Dans ce domaine, la FSA nourrit des préoccupations sur la protection des investisseurs et, dans des cas extrêmes, sur les délits financiers. De ce fait, elle a été à l'avant-garde des travaux réalisés par les autorités de tutelle sur la question des évaluations et apporte tout son soutien au travail de l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV) sur ce thème. La FSA a effectué des travaux thématiques sur ce sujet et a présenté sa vision des bonnes pratiques à l'OICV. Les informations relatives à ces travaux sont mises à disposition sur le site internet de la FSA. En bref, les gérants de *hedge funds* devraient exposer les bases sur lesquelles se fonde l'évaluation de leurs fonds. Il conviendrait de commencer par déterminer s'il existe une évaluation indépendante du fonds, mais il est nécessaire d'aller bien au-delà de cela afin d'englober les politiques et procédures telles que la séparation des fonctions entre gérants de portefeuille et *back-offices* ; la réconciliation entre les valorisations du gérant de *hedge fund*, du *prime broker* et de l'administrateur ; les sources des cours ; et les procédures de règlement des différends.

Si la question des valorisations se pose clairement pour les *hedge funds*, elle devrait être considérée comme un problème plus général rencontré par l'industrie de la finance dans son ensemble. Il faudrait examiner cette question à chaque fois qu'elle se pose, sans se contenter de le faire seulement ou essentiellement dans le contexte des *hedge funds*.

SENSIBILISER LES INVESTISSEURS

AUX CONTRE-LETTRES OFFRANT

DES CONDITIONS PRÉFÉRENTIELLES « SUBSTANTIELLES »

Chez certains gérants de *hedge funds*, une pratique s'est établie qui consiste à accorder des conditions préférentielles « substantielles » à certains investisseurs (généralement de grands investisseurs). Il s'agit parfois d'accorder de meilleures conditions de liquidité ou d'offrir une meilleure transparence à des investisseurs privilégiés. Un tel traitement préférentiel est généralement réalisé par des contre-lettres, qui, souvent, ne sont pas communiquées aux autres investisseurs. Il est probable que ces conditions préférentielles soient offertes au détriment des autres investisseurs des *hedge funds*. La FSA estime ce manque de transparence inacceptable et escompte la communication des contre-lettres accordant des conditions préférentielles substantielles, de manière à ce que tous les investisseurs aient pleinement connaissance de leur situation, privilégiée ou non.

La FSA a collaboré de manière constructive avec les gérants de *hedge funds* et l'Alternative Investment Management Association afin de convenir, à la fois, de ce qui constitue une condition préférentielle et des méthodes de notification appropriées permettant aux investisseurs de connaître l'existence de contre-lettres accordant des conditions préférentielles substantielles. Nous réalisons actuellement un travail thématique afin d'établir la conformité aux principes de la FSA.

COMMUNICATION DU RISQUE OPÉRATIONNEL

Certains gérants de *hedge funds* externalisent les examens de leurs systèmes et contrôles. Nous voyons un avantage à ce que ce type d'examen ait lieu, dans la mesure où les informations sont mises à la disposition des investisseurs.

COMMUNICATION DES POLITIQUES DE RISQUES DU FONDS

La FSA s'est efforcée d'améliorer les normes de communication des risques aux investisseurs, en demandant aux gérants de *hedge funds* de documenter correctement les politiques de risques qu'ils adoptent. Nous pensons que ces dernières devraient être communiquées aux investisseurs.

2 | TRANSPARENCE POUR LES CRÉANCIERS ET LES CONTREPARTIES

Dans le cadre de ses responsabilités en matière de stabilité financière, la FSA a porté une attention toute particulière aux créanciers et contreparties des *hedge funds*, en mettant l'accent sur les *prime brokers* qui fournissent aux *hedge funds* un levier financier et opérationnel. Nous avons adopté cette approche non, comme certains le pensent, parce que les *prime brokers* sont soumis à une réglementation et les *hedge funds* ne le sont pas. Au Royaume-Uni, les *prime brokers* comme les *hedge funds* sont soumis à une réglementation. L'approche de la FSA repose plutôt sur la conviction que les informations sur les expositions des *prime brokers* sur leur clientèle de gérants de *hedge funds*, ainsi que la connaissance de ces derniers, sont les informations les plus utiles pour nos objectifs.

La FSA réalise une étude semestrielle sur les expositions des principaux opérateurs sur les *hedge funds*, dans toute la gamme de leur activité. Nous examinons l'exposition de *prime brokerage* et les expositions de crédit et de contrepartie sur les *hedge funds* pour quelque quinze institutions financières. Les informations recueillies auprès de ces principales contreparties de *hedge funds* s'étendent au-delà de l'activité immédiate de *prime brokerage*. Elles portent, le cas échéant, sur les expositions liées aux activités de mise en pension, de change, de dérivés de crédit et de dérivés énergétiques. Lorsque cela est possible, nous comparons ces informations à l'exposition (du groupe auquel le *prime broker* appartient) au *hedge fund*. Les exigences relatives aux données consistent globalement à identifier

l'exposition aux *hedge funds* et à étudier la relation entre le *prime broker* et le gérant de *hedge fund*. En termes de format, les données sont à la fois agrégées et ventilées sur les dix principaux fonds. En ce qui concerne l'activité de *prime brokerage*, ces dernières informations sont compilées en fonction des conditions de solde de trésorerie et d'appels de marge ; ceci génère des données plus détaillées sur 154 fonds et 180 expositions individuelles. À partir de ces informations, nous évaluons les facteurs tels que les fonds propres nets, la valeur de marché *long/short* et l'excédent de garanties. Cela nous permet de mesurer l'appétence pour le risque à la fois des *hedge funds* et des *prime brokers* couverts par l'enquête et d'identifier les points aberrants afin d'effectuer de nouveaux travaux de supervision. Nous pouvons également identifier les *hedge funds* d'importance croissante et évaluer la capacité des *prime brokers* à gérer, au sein de leurs entités opérationnelles, leur exposition par contrepartie. Les résultats de notre enquête sont ensuite communiqués aux entreprises par l'intermédiaire de la London Investment Bankers Association.

La dernière étude pour laquelle nous disposons de données a été réalisée en octobre 2006. Les conclusions que nous en tirons sont les suivantes :

- les *hedge funds* sur lesquels ces courtiers/opérateurs sont exposés continuent à afficher une croissance soutenue, avec des actifs sous gestion qui totalisent aujourd'hui 660 milliards de dollars (sur la base des fonds propres) ;
- d'après les données de notre étude, le marché du *prime brokerage* est dominé par trois *prime brokers* ;
- l'effet de levier global des *prime brokers* (calculé en divisant les positions longues de marché par les fonds propres nets) a légèrement diminué entre avril 2006 et octobre 2006, de 1,86 à 1,66. À titre de comparaison, Long-Term Capital Management (LTCM) opérait, de manière générale, sur la base d'un effet de levier de 25 et, à l'approche de la crise, de plus de 50.
- l'excédent moyen de garanties a légèrement augmenté, de 86 % à 91 %, entre avril et octobre 2006 ;
- contrairement à l'opinion selon laquelle les fonds divisent leur activité et arbitrent entre de nombreux *prime brokers*, notre étude d'octobre 2006 sur le

prime brokerage révèle que seuls 20 fonds sur 154 ont été identifiés plus d'une fois. Il s'ensuit que de nombreux *prime brokers* peuvent avoir une transparence quotidienne totale sur leurs positions et devraient être en mesure d'effectuer leur propre modélisation du risque ;

- 5 expositions individuelles sur 180, au niveau du *prime brokerage*, faisaient l'objet d'un appel de marge, soit 0,3 % seulement de l'ensemble des expositions individuelles.

L'enquête a mis en évidence des éléments qui méritent selon nous d'être approfondis, notamment les pratiques en matière de garanties et de calcul de marge, que nous analysons dans le cadre d'un exercice conjoint avec la Federal Reserve Bank of New York (FRBNY) et la Securities and Exchange Commission (SEC). Nous essayons également d'élargir le périmètre de la base de données dont nous disposons sur le Royaume-Uni à des informations globales. Nos mesures portent essentiellement, mais pas exclusivement, sur les expositions britanniques : lorsque nous disposons de données mondiales, elles sont cohérentes avec les données britanniques.

Les *prime brokers* évaluent quotidiennement leurs expositions aux *hedge funds* à l'aide de systèmes et méthodes qui leur sont propres, leur permettant de calculer la marge initiale et la marge de variation. Ils suivent les changements quotidiens de valorisation en *mark to market*, calculent les marges initiales des nouvelles positions, évaluent les risques liés aux expositions sur le fonds par la mise en œuvre de simulations de crise basées sur divers scénarios de marché. Ils évaluent également la performance, sa volatilité et la valeur liquidative du fonds (mesurée par rapport à leur exposition potentielle et aux expositions aux simulations de crise). Les *prime brokers* ne peuvent identifier que leur exposition individuelle aux fonds, sur la base du portefeuille au niveau duquel ils effectuent leur activité de courtage et par rapport auquel ils prêtent. Ils ne peuvent, en effet, pas analyser les expositions des mêmes *hedge funds* aux autres *prime brokers*, ce qui est une source de faiblesse potentielle dans leur capacité à évaluer le risque de concentration d'un fonds dans un portefeuille. Généralement, les *prime brokers* sont responsables du calcul des appels de marge et du niveau de prise de garanties, si bien que les fonds doivent satisfaire aux exigences de réduction des expositions déterminées par le *prime broker*.

En dehors du *prime brokerage*, les activités de négociation avec les *hedge funds* (produits dérivés sur les marchés de gré à gré, pensions livrées, opérations sur le marché des changes) requièrent également que les entreprises mettent en œuvre un suivi quotidien des expositions au risque afin de calculer les sûretés en couverture des expositions au risque de contrepartie non garanties et d'évaluer les marges initiales et ses variations subséquentes pour les transactions financées par la société. Les entreprises testent et définissent la marge de façon à réduire à zéro les expositions potentielles. Elles proposent une marge sur la base d'une méthode transparente définie par des règles (ou « *rules-based* ») qui est fonction du produit sous-jacent, de sa liquidité et de son échéance (et se base sur le système interne de notations de crédit des fonds). Certains fonds les plus importants accepteront des dispositifs de marge basés sur la VaR (*value at risk*), sur des *stress tests* et sur le portefeuille (qui comportent des bénéfices en termes de diversification de portefeuille pour les fonds). Mais ils doivent accepter les données sur la volatilité et les modèles de VaR des sociétés. Les fonds de taille modeste bénéficient généralement de dispositifs de marge basés sur des règles.

Lors de la conduite de missions de *due diligence* des *hedge funds* qui visent à déterminer leur solvabilité, les prêteurs attribuent plusieurs pondérations à différents facteurs. Le modèle de notation octroie généralement à la transparence du fonds une pondération plus faible qu'à des facteurs quantitatifs tels que : l'effet de levier, la stratégie, la valeur liquidative, la volatilité des rendements, la diversification, la base d'investisseurs, les rachats, la performance et la liquidité (trésorerie disponible, barrières et blocages de marge).

La FSA comme le secteur cherchent à améliorer les pratiques de communication d'informations et les dispositifs de marge. La FSA cherche à s'assurer que les créanciers et les *prime brokers* disposent de systèmes de contrôles et de modes opératoires leur permettant de contrôler leurs expositions aux *hedge funds* et aux autres contreparties. La FSA supervise ces efforts en combinant son enquête sur les *prime brokers* avec sa relation « étroite et permanente » avec les grandes banques d'investissement.

3 | TRANSPARENCE DES POSITIONS DES FONDS VIS-À-VIS DU PUBLIC

Certains observateurs souhaitent que les *hedge funds* publient leurs participations — soit leurs positions en actions et obligations *corporate*, en raison de l'influence qu'ils peuvent exercer sur les entreprises, soit leurs positions plus générales. La FSA s'oppose fermement à une obligation générale imposant aux *hedge funds* (ou autres gestionnaires d'actifs ou négociateurs pour compte propre) de publier leurs positions, que ce soit aux autorités de tutelle ou au grand public. Aucune explication convaincante n'a été donnée pour justifier la nécessité d'imposer des rapports réguliers sur les positions et nous pensons que la collecte par les autorités de tutelle d'informations qui ne sont pas utilisées est une mauvaise pratique. Elle encourage les investisseurs et observateurs à penser qu'une certaine sécurité est offerte alors que ce n'est pas le cas et elle expose l'autorité de tutelle à des critiques justifiées. Nous nous opposons également à la communication des positions au grand public (par les *hedge funds* ou par des tiers) car nous pensons qu'elle nuit plus qu'elle ne contribue à la stabilité financière.

La vision que nous défendons sur la communication des positions en actions est tout simplement une soumission des *hedge funds* aux mêmes obligations que les autres investisseurs. Une fois qu'un investisseur a acquis un certain pourcentage du capital d'un émetteur, il doit se conformer à la règle de *Notification des principaux actionnaires* de la *Directive sur la Transparence (DT)*. La FSA estime que la transparence favorisée par le système de *Notification des principaux actionnaires* contribue à la confiance des marchés et à l'efficacité de la détermination des prix, puisque la direction de l'émetteur et celle des investisseurs sont en mesure de prendre des décisions plus éclairées, notamment sur la valeur des titres, ayant connaissance de l'identité des principaux actionnaires et des participations qu'ils détiennent.

La DT est entrée en vigueur le 20 janvier 2007 et a harmonisé en Europe les obligations de divulgation d'informations sur les émetteurs admis à la cote sur

un marché réglementé. Elle a été conçue de façon à améliorer la transparence sur les marchés de capitaux européens en exigeant des émetteurs réglementés qu'ils produisent des rapports financiers périodiques et des actionnaires de ces entreprises qu'ils publient leurs principales participations. La DT couvre également les mécanismes de diffusion publique et de stockage de ces informations. C'est une directive d'harmonisation minimale qui permet à l'État membre d'un marché réglementé d'imposer aux émetteurs nationaux des obligations plus strictes que celles prévues par la directive, tout en obligeant l'État membre d'accueil à respecter les exigences minimales de la DT.

La partie de la directive la plus pertinente en matière de transparence des *hedge funds* est le régime de *Notification des principaux actionnaires*. La FSA a organisé une consultation sur sa mise en œuvre en mars 2006. Dans le cadre des obligations de *Notification des principaux actionnaires*, les personnes interrogées avaient la possibilité de se référer aux principaux paramètres du système britannique actuel qui étaient très proches de la directive ou de revenir aux obligations minimales de la DT. Les personnes interrogées ont, à une écrasante majorité, proposé de conserver les paramètres du système britannique, avançant qu'une transparence accrue vis-à-vis des émetteurs, des investisseurs et du marché compensait les coûts engendrés par le nombre beaucoup plus important de divulgations d'informations prévu par le système britannique. C'est en conséquence que la FSA a mis en œuvre la directive.

Une question qui concerne particulièrement, mais pas seulement, les gérants de *hedge funds* est la publication des positions sur les produits dérivés ainsi que celles sur la détention matérielle d'actions. La FSA a le pouvoir d'étendre le régime de *Notification des principaux actionnaires* au-delà de la communication actuelle sur la détention de positions en actions et de demander la publication des « intérêts économiques » dans les actions détenues par le biais de produits dérivés tels que les *Contracts for differences* (CFDs). Nous n'avons pas mis en place de telles règles en sus des règles prévues par la DT. Nous avons consulté les intervenants de marché et demandé leur opinion. Les personnes interrogées ont indiqué qu'elles se réjouiraient d'une initiative de la FSA visant à approfondir cette question.

Néanmoins, nous ne sommes pas parvenus à un consensus sur la nécessité d'une telle divulgation ou le fonctionnement, en pratique, d'un système de divulgation des informations.

Nous avons identifié trois failles potentielles de marché qui pourraient se matérialiser en conséquence de l'absence de communication des intérêts économiques :

- *La détermination inefficace du prix sur les marchés d'actions en raison des asymétries d'information.* Dans les cas où certains investisseurs disposent d'une information plus importante sur la structure actionnariale que d'autres, ils sont susceptibles de traiter sur la base de cet avantage en termes d'information au détriment des investisseurs les moins bien informés. Cela suppose que les informations sur l'actionnariat (identité et structure par exemple) servent aux investisseurs lorsqu'ils prennent leurs décisions d'investissement. Cette supposition repose sur les notifications existantes des principaux actionnaires et il est raisonnable de se demander si les informations sur les positions significatives en CFD seraient utiles.
- *Le risque d'OPA hostiles par des investisseurs prédateurs utilisant des CFDs afin de contourner les Règles de Notification des principaux actionnaires.* En vue d'une OPA, les acquéreurs potentiels peuvent cibler une entreprise en concluant un CFD avec une banque. La banque peut ensuite être amenée à acquérir le capital de la cible pour se couvrir. L'acquéreur peut alors clôturer la position en CFD, acheter le capital détenu par la banque puis acquérir une participation significative dans la société, créant ainsi un effet de surprise pour l'émetteur et le marché. La banque peut être fortement incitée à vendre le capital à l'acquéreur si ce dernier le souhaite dans la mesure où une position significative en capital peut être difficile à dénouer et que l'acquéreur peut être un acheteur disposé à offrir un prix satisfaisant.
- *L'affaiblissement de la confiance des marchés en conséquence du manque de transparence sur l'identité des investisseurs qui détiennent une participation dans une société ne faisant pas l'objet d'une communication.* Cela signifie que les investisseurs peuvent être découragés de participer à un marché s'ils ont des doutes sur les intervenants ou l'existence d'activités occultes.

Nous ne connaissons pas actuellement l'étendue et l'ampleur de ces failles de marché ou les coûts potentiels et bénéfiques d'un système de publication des informations. Si nous avons eu connaissance d'inquiétudes suscitées par la situation actuelle, il a été plus difficile d'identifier des preuves empiriques qui appuient les arguments avancés. Et, compte tenu des préoccupations générées par une publication accrue des informations, un tel système de divulgation des intérêts économiques serait par nature complexe, difficile à interpréter et coûteux à administrer.

En 2005, la Commission britannique des acquisitions (*Takeover Panel*) a mis en place de nouvelles règles en faveur de la publication des opérations sur produits dérivés et options (dont les CFDs) au cours des périodes d'offre uniquement. C'est probablement

dans le cadre de ces opérations qu'une publication plus importante sur les CFDs est la plus pertinente. Il a par conséquent été avancé que les règles du *Takeover Panel* ont déjà traité les problèmes éventuels de failles de marché résultant de positions sur des produits dérivés, et compte tenu de ces éléments, toute intervention réglementaire supplémentaire serait inutile et très lourde.

Avant de prendre une décision sur la ligne politique à suivre, nous avons l'intention de mener des analyses complémentaires sur les conséquences de la publication des CFDs sur le marché. Nous analyserons la nature et l'ampleur de toute faille de marché existante, et les coûts/bénéfices et détails pratiques des différents régimes et modèles de publication des CFDs.

La transparence n'est pas une fin en soi, mais elle devrait être poursuivie lorsqu'elle contribue à la réalisation d'autres objectifs — stabilité financière, protection des investisseurs ou renforcement de la déontologie de marché. Cet article a essayé d'identifier quelles informations étaient déjà disponibles, celles qu'il faut rendre disponibles et à qui, et, enfin, celles qui ne devraient pas être communiquées.

Risques et rendement des activités bancaires liées aux *hedge funds*

JEAN-PIERRE MUSTIER
Directeur général adjoint

Société Générale, Banque de financement et d'investissement

ALAIN DUBOIS
Président du directoire

Lyxor Asset Management

On dénombre quelque 10 000 fonds d'investissement spéculatifs (hedge funds) dans le monde, gérant des actifs de plus de 1 500 milliards de dollars. Les activités de banque d'investissement sont de plus en plus imbriquées avec les hedge funds, dans la mesure où ceux-ci obtiennent des financements bancaires par le biais de services de courtage (prime brokerage) et sont clients ou contreparties de banques pour toutes les catégories de produits. Ainsi, le développement des hedge funds a créé de nombreuses opportunités pour les banques d'investissement.

Les banques tirent directement profit des opérations des hedge funds dans la mesure où ceux-ci sont leurs clients. Toutes les activités de marché en bénéficient, des services de courtage aux produits dérivés en passant par la recherche. Les services de courtage sont devenus une source croissante de revenus. L'offre de dérivés, qui va des produits standards à des produits plus complexes, sur mesure et exotiques représente un segment d'activité important pour les banques. Les hedge funds sont également des sous-jacents possibles pour des produits dérivés. De nombreuses banques, y compris la Société Générale, ont développé des activités de vente d'options sur hedge funds ainsi que de financement de produits à levier sur fonds de fonds (funds of funds).

Les banques d'investissement ne tirent pas seulement un profit direct des opérations des hedge funds. Elles en bénéficient également indirectement à travers l'augmentation des activités de négociation : sur certains marchés spécialisés spécifiques, tels que celui des produits dérivés structurés complexes, il n'y aurait pas de marché sans l'existence de hedge funds qui sont prêts à assumer les risques.

Ensemble, ces deux partenaires imbriqués que constituent les hedge funds et les banques d'investissement ont accru la diversification et l'efficacité des marchés de capitaux. Les avantages que ce système apporte à l'économie dans son ensemble sont largement admis.

Les hedge funds apportent non seulement des avantages importants à l'économie en général mais leurs risques sont gérables.

Les risques pour les investisseurs sont surestimés. Quelle que soit la mesure du risque, les hedge funds apparaissent nettement moins risqués que les actions. S'agissant des risques opérationnels, le marché lui-même est capable de créer des solutions de protection. Des travaux de recherche ont montré que l'on pouvait traiter le problème des risques opérationnels de la façon la plus complète en utilisant les plates-formes de comptes gérés, telles que la plate-forme Lyxor.

Les risques pour les banques sont maîtrisés et la recherche d'une optimisation du niveau des appels de marge (risk-based margining) a considérablement amélioré leur gestion du risque. En général, les banques affectent des ressources importantes au suivi des hedge funds qualitativement par le biais des

.../...

obligations de vigilance (due diligence). Elles mettent également en place différents types de limites afin de couvrir les différents aspects du risque, limites nominales, limites calculées à partir des simulations de crise, limites sur le delta, limites sur le vega, limites sur l'espérance de perte extrême (expected tail loss). En outre, elles régulent leurs exigences de fonds propres en utilisant non seulement la valeur en risque, outil habituellement utilisé par les banques pour couvrir les risques de marché, mais aussi les pertes simulées sur la base des scénarios les plus défavorables. Ces modèles très sophistiqués sont tout à fait convaincants. Il n'y a aucune raison de croire qu'ils ne fonctionneront pas en situation de crise.

Certains développent des considérations générales sur l'existence d'un risque systémique propre, qui ne serait pas lié au risque bancaire, mais ils ont peu d'arguments concrets à l'appui de cette thèse.

Le développement des hedge funds est essentiellement le résultat d'une amélioration significative des techniques de gestion d'actifs. Ces améliorations doivent être tenues pour acquises quelle que soit l'évolution de l'environnement réglementaire, étant donné que ces techniques seront de plus en plus partie intégrante de la gestion d'actifs traditionnelle. Les hedge funds sont de plus en plus institutionnalisés. Ils finiront par se fondre dans la gestion d'actifs « classique », certains compromis entre les hedge funds et la gestion d'actifs traditionnelle, tels que les fonds de rendement absolu ou les fonds 130-30, étant de plus en plus courants. Les hedge funds constituent simplement une nouvelle évolution intéressante des marchés de capitaux, qui comme toutes les évolutions antérieures sur ces marchés, sera irréversible et contribuera à une efficacité accrue du système financier.

On dénombre quelque 10 000 *hedge funds* dans le monde, gérant des actifs d'un montant total supérieur à 1 500 milliards de dollars. Le secteur des *hedge funds* devrait atteindre une valeur de 2 000 milliards de dollars d'actifs gérés (*assets under management* ou "AUM") à la fin de 2008, avec un taux de croissance annuel prévisionnel d'environ 16 %.

Des informations ponctuelles aussi bien que les données indiquent une imbrication croissante des activités de banque d'investissement et des *hedge funds*. Une estimation approximative prudente considère que plus de 25 % des revenus des banques d'investissement sont issus des *hedge funds*¹.

Les *hedge funds* et les banques d'investissement ont toujours été des partenaires étroitement liés. De nombreux gérants de *hedge funds* sont d'anciens *traders*. Les deux métiers partagent la même culture technique, une culture faite de produits dérivés et de gestion des risques.

Le développement de ces fonds a dès lors créé de nombreuses opportunités pour les banques d'investissement. Il a également eu un effet très stimulant sur la gestion d'actifs, les marchés de capitaux et l'économie en général.

1 | LES HEDGE FUNDS SONT UNE RÉVOLUTION DANS LA GESTION D'ACTIFS

1|1 Vente à découvert et effet de levier

Le terme *hedge funds* est censé remonter à la création d'un fonds par Alfred Winslow Jones en 1949. Ce fonds devait vendre des titres à découvert tout en achetant d'autres, couvrant ainsi partiellement le risque de marché. Emprunter des titres pour les vendre, c'est-à-dire les vendre à découvert, est sans conteste une caractéristique première des *hedge funds*, la spécificité qui les différencie des fonds traditionnels.

La vente à découvert amène, en matière de risques, de nouveaux paramètres et de nouvelles frontières. Les fonds *long-only* peuvent se limiter à définir leurs risques comme l'exposition directe à une certaine catégorie d'actifs. Ce n'est plus vrai pour des fonds ayant à la fois des positions acheteuses et des positions vendeuses. Il n'existe plus de référence simple. L'emprunt s'accompagne d'un effet de levier dont le niveau doit être déterminé. Le degré de risque

1 "European Wholesale Banks - Hedge fund and investment banks", CSFB research, 09/03/2005, p. 1

qui en résulte dépend d'un choix délibéré du gérant, sujet à des ratifications et à des limitations imposées par les fournisseurs de levier, au nombre desquels et en premier lieu le *prime broker*.

La possibilité d'utiliser la vente à découvert et l'effet de levier, ainsi que la possibilité d'utiliser des instruments moins liquides, rendent les *hedge funds* plus flexibles que les placements collectifs traditionnels en termes de choix ou de stratégies d'investissement. Les *hedge funds* recouvrent un large éventail de stratégies, de styles et de techniques d'investissement et de types d'actifs, et offrent ainsi un large choix de profils de risques/rendements.

En raison de cette flexibilité, les *hedge funds* ont fini par réunir un ensemble de caractéristiques sociologiques et économiques qui les distingue très nettement de la gestion d'actifs traditionnelle.

1|2 Une structure particulière de compétences et de commissions

La possibilité de vendre à découvert a introduit des *benchmarks* différents de ceux qui sont traditionnels dans la gestion *long-only* et a créé un appel d'air pour des nouvelles idées, des nouvelles méthodes et de nouveaux types de gérants.

Cet esprit entrepreneurial a conduit à une nouvelle structure de rémunérations où les commissions liées aux résultats sont la principale source de revenus pour le gérant. La norme est de 2 % des AUM et de 20 % des gains. On dit que cette norme a été instaurée par le premier gérant de *hedge funds*, A. W. Jones. Son raisonnement était que « lorsque les marchands vénitiens revenaient d'un voyage fructueux, ils prenaient 20 % des profits de leurs commanditaires ».

Cette structure de commissions a généré de la création de richesse d'un montant de l'ordre de 40 milliards de dollars par an. Cela a permis aux gérants de devenir des sociétés bien établies, concurrentes des gestionnaires d'actifs traditionnels et des banques d'investissement dans le recrutement des meilleurs personnels.

L'univers des *hedge funds* a ainsi attiré des gestionnaires de talent qui ont su promouvoir de nouvelles idées, relever les enjeux, adopter une plus grande hauteur de vue et apporter au bout du compte des gains réguliers et indépendants des *benchmarks* traditionnels. Dans tous les domaines de la gestion d'actifs, qu'ils soient quantitatifs ou fondamentaux, ils ont apporté de nouvelles techniques et ont amélioré le degré de professionnalisme du métier.

Cette nouvelle structure sociologique est finalement devenue l'un des traits caractéristiques des *hedge funds*, au point que l'on peut se demander si la vente à découvert est encore la principale caractéristique de ces fonds, comme l'illustre par exemple le nouveau concept, un peu provoquant, de *hedge funds long-only*.

Effectivement, la gestion d'actifs « classique » a maintenant réagi et s'efforce aujourd'hui d'assimiler et d'intégrer cette structure sociologique. Elle connaît à présent une véritable transformation pour contrecarrer les *hedge funds* purs. Il semble que, finalement, les deux univers se rapprochent de plus en plus. Cela soulève une question pour les autorités de régulation : y a-t-il lieu de regarder spécifiquement les *hedge funds* alors qu'ils ne constituent qu'une partie du secteur de la gestion d'actifs ? Ne serait-il pas plus pertinent de discuter de la gestion d'actifs en général ? Il existe toutefois une différence significative : la plupart des *hedge funds* ne sont pas réglementés ou le sont peu.

1|3 Des fonds non réglementés

Les *hedge funds* se trouvent être peu réglementés car la réglementation de la gestion d'actifs classique n'autorisait pas la vente à découvert et l'effet de levier.

Ces fonds ont donc été créés en dehors des limites de la réglementation traditionnelle, dans des juridictions *offshore* ou en recourant à des structures juridiques telles que les *partnerships* aux États-Unis. Comme ils n'étaient pas réglementés, ils se sont d'abord adressés à une population d'investisseurs autorisés à les acheter, principalement des particuliers à patrimoine très élevé et certaines institutions.

Le secteur de la gestion alternative ne représente encore que 5 % de la gestion d'actifs traditionnelle. Toutefois, les *hedge funds* ont vu leur base de clientèle évoluer des entreprises familiales et des investisseurs individuels vers des institutions financières telles que les fonds de pension et les compagnies d'assurance. Les institutions financières constituaient 2 % des investisseurs en 2000, 38 % en 2005 et cette part atteindra probablement 50 % en 2008. Ceci entraînera un doublement de la taille du secteur de la gestion alternative dans les trois à cinq ans à venir.

Cette évolution tend à « institutionnaliser » les *hedge funds*, avec pour conséquence immédiate la recherche de davantage de transparence, de procédures de contrôle, de *reporting* et de solidité financière. On peut anticiper aussi une éventuelle modification du profil de risque des *hedge funds*, avec une exigence de plus faible volatilité (et potentiellement de plus faibles revenus) de la part de ces investisseurs. Les *hedge funds* sont aujourd'hui en concurrence frontale avec la gestion d'actifs « classique ».

En réaction, la réglementation de la gestion d'actifs tend à devenir de plus en plus flexible et à permettre à la gestion d'actifs « classique » d'utiliser les mêmes techniques que les *hedge funds*. D'une manière générale, les autorités de régulation ne s'opposent pas longtemps à l'utilisation de nouvelles techniques. Elles ont plutôt tendance à s'en accommoder car elles souhaitent que les meilleures techniques profitent au public le plus large.

La nouvelle directive européenne concernant les OPCVM publiée en 2002 accepte déjà les positions *short* mises en œuvre au moyen de produits dérivés. De nouvelles initiatives, comme la recommandation européenne sur les produits dérivés², vont plus loin et autorisent l'effet de levier pour les OPCVM sans aucune limite, pourvu que la *value at risk* (VaR) du fonds reste inférieure à des limites non spécifiées.

Les autorités de régulation ont également tendance à favoriser la libre commercialisation des *hedge funds*, comme le montre le Livre blanc de la Commission européenne sur la gestion d'actifs, qui propose un régime de placement privé européen pour la commercialisation des *hedge funds*³.

Tandis que les deux univers se rapprochent, on voit apparaître simultanément de nouveaux concepts qui sont des sortes de compromis entre les *hedge funds* et la gestion d'actifs classique, tels que l'*absolute return*. Comme les *hedge funds*, les fonds d'*absolute return* n'ont pas de *benchmark*, mais ils recourent « modérément » à l'effet de levier et à la vente à découvert. Aux États-Unis, on observe par exemple des gestionnaires d'actifs classiques proposant des fonds « 130-30 », des fonds ayant des positions longues de 130 % et des positions *short* de 30 %, gérés soit par des gestionnaires d'actifs « classiques », soit par des *hedge funds*.

Une autre évolution intéressante est l'augmentation du nombre de grandes banques et de compagnies d'assurance qui prennent des participations ou acquièrent des gérants de *hedge funds*. C'est une reconnaissance de cette activité comme un véritable pilier de l'activité de gestion d'actifs.

Le domaine des *hedge funds* et des marchés de capitaux, d'une part, celui de la gestion d'actifs classique, d'autre part, finiront par se fondre dans le même cadre réglementaire et culturel. Aujourd'hui il est cependant encore raisonnable de distinguer les *hedge funds* par la vente à découvert, l'effet de levier, la faible réglementation ou son absence, et par une culture spécifique fondée sur l'esprit d'entreprise, l'innovation et une rémunération fondée sur les résultats.

L'univers des *hedge funds* représente une formidable opportunité pour les marchés de capitaux et l'économie, et les banques en particulier. Il est également la source de nombreux risques.

2 Rectificatif à la recommandation 2004/383/CE de la Commission du 27 avril 2004 concernant l'utilisation des instruments financiers dérivés par les organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM) (JO L 144 du 30.4.2004) [http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:32004H0383R\(01\):FR:HTML](http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:32004H0383R(01):FR:HTML)

3 Livre blanc sur l'amélioration du cadre réglementaire du marché unique des fonds d'investissement http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/ucits/whitepaper/whitepaper_fr.pdf

2| LES HEDGES FUNDS SONT UNE SOURCE D'OPPORTUNITÉS POUR LES MARCHÉS DE CAPITAUX, L'ÉCONOMIE ET LES BANQUES

2|1 Les *hedge funds* fournissent aux marchés financiers du capital qui accepte de supporter les risques

Dans la mesure où les *hedge funds* sont plus flexibles que la gestion classique, ils devraient être à même de mieux remplir leurs fonctions économiques. Aussi longtemps que la théorie des marchés admet que les investisseurs jouent un rôle positif dans l'économie en contribuant à l'allocation efficace des ressources en capital, nous devons nous attendre à ce que les *hedge funds* le fassent également, et en mieux.

Selon les termes du groupe d'experts de la Commission européenne sur les *hedge funds*⁴ : « les *hedge funds* améliorent le fonctionnement des marchés financiers. Ils fournissent des liquidités aux marchés et exercent une influence stabilisatrice importante en répartissant les risques au sein d'une large gamme d'investisseurs. En effet, les *hedge funds* adoptent souvent des analyses de marché originales (stratégies « *contrarian* »), peuvent utiliser l'effet de levier et en général modifier la composition de leur portefeuille beaucoup plus fréquemment que les fonds classiques. Les *hedge funds* tendent aussi à être actifs sur les nouveaux marchés en développement, créant souvent une liquidité suffisante pour permettre aux gestionnaires traditionnels de les suivre (par exemple, dérivés de crédit, dérivés OTC et prêts bancaires syndiqués). Les *hedge funds* accroissent l'efficacité des marchés à travers l'arbitrage des différences de prix entre titres similaires sur différents marchés ou en découvrant des prix là où il n'y en a pas ».

2|2 Les *hedge funds* sont une source d'activité pour les banques

Les banques tirent directement profit des opérations des *hedge funds* dans la mesure où ceux-ci sont leurs clients. Toutes les activités de marché de capitaux en bénéficient, des services de courtage aux produits dérivés en passant par la recherche.

Selon certaines études⁵, les *hedge funds* génèrent, pour les grandes banques d'investissement, 40 % du total des transactions sur actions, 20 % du total des revenus de transactions sur titres à revenu fixe et 80 % de l'ensemble des transactions sur les marchés des dettes des entreprises en restructuration (*distressed debt*). Selon un rapport de Greenwich Associates (2006), les *hedge funds* représentent actuellement plus de 50 % de l'ensemble des transactions sur les marchés américains des titres à revenu fixe.

En 2005, les *hedge funds* ont procuré 25,8 milliards de dollars de recettes aux grandes banques d'investissement, dont :

- 17 milliards de dollars (65 %) imputables aux activités d'exécution (ventes et activités de marché),
- 8,8 milliards de dollars (35 %) imputables au *prime brokerage*, soit :
 - 1,2 milliard de dollars au titre du règlement et de la conservation,
 - 3,4 milliards de dollars au titre de la négociation et de l'exécution,
 - 4,2 milliards de dollars au titre du financement (3,3 milliards pour les prêts de titres et 0,9 milliard pour les autres prêts).

En 2005, l'activité des banques d'investissement avec les *hedge funds* représentait environ 25 % des recettes de ce secteur, contre 15 % en 2004, et s'élevait à 25 milliards de dollars. Ces montants continueront à progresser parallèlement à la croissance régulière des actifs gérés par les *hedge funds*.

⁴ Rapport du groupe d'experts alternatifs (juillet 2006) http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/ucits/reports/hedgefunds_en.pdf

⁵ ABN-AMRO Research 2006, Bernstein Research

ACTIVITÉS D'EXÉCUTION ET DÉRIVÉS OTC

Selon certaines estimations, les *hedge funds* ont payé des commissions record pour les services de courtage en 2005, pour un montant de 7,5 milliards de dollars, en hausse de 32 % par rapport à 2003⁶.

L'offre de dérivés OTC aux *hedge funds*, qui va des produits standards à des produits plus complexes, sur mesure et exotiques, représente également un segment d'activité important pour les banques.

Les opérations avec les *hedge funds* permettent aux banques d'investissement d'accroître leurs profits mais également d'en tirer indirectement avantage grâce à l'augmentation des activités de marché : sur certains marchés spécialisés spécifiques, tels que celui des produits dérivés structurés complexes, il n'y aurait pas de marché sans l'existence de *hedge funds* prêts à assumer les risques.

En tant que porteurs finaux du risque, les *hedge funds* assument souvent un niveau de risque que la plupart des établissements sont réticents à prendre. Ils fournissent le maillon manquant dans une transaction complexe ou, plus simplement, prennent le risque que les autres organismes, y compris les banques, ne veulent ou ne peuvent assumer au-delà de certaines limites. En somme, ils fournissent une couverture pour les banques elles-mêmes. C'est ainsi que s'est développée une activité bancaire spécifique consistant à vendre les risques bancaires aux *hedge funds* ou à d'autres organismes, appelée « *alternative risk transfer (ART)* ».

L'expertise et l'expérience des gestionnaires de *hedge funds*, ainsi que leur appétence pour les rendements élevés, les incitent à investir dans les composantes les plus risquées d'une émission, comme les tranches *equity* de CDO, les obligations à rendement élevé ou les actions d'entreprises en restructuration, ou sur des risques de marchés complexes et exotiques, comme la corrélation ou l'asymétrie de la volatilité. D'autres investisseurs, comme la plupart des investisseurs institutionnels, évitent naturellement ces marchés, du fait de la réglementation ou de leur manque de connaissances de ces domaines. En permettant aux banques d'investissement de placer

ou de transférer des risques, les *hedge funds* leur offrent davantage d'espace pour continuer à développer leur activité avec la clientèle des entreprises, la clientèle institutionnelle et même la clientèle de détail.

Les *hedge funds* peuvent également assurer les besoins de couverture d'autres organismes, comme les compagnies d'assurance. Chaque avancée des régulateurs, par le biais notamment des normes comptables internationales (IFRS) et de la directive Solvabilité II, en vue de renforcer la prise en compte de leurs risques par les compagnies d'assurance et leur sensibilité à ces risques, aura pour effet d'accroître la demande de prise de risque adressée aux *hedge funds*.

Comme le note une étude de l'Edhec Research Centre⁷ : « La directive Solvabilité II doit intégrer la question de l'adéquation actif-passif dans le niveau de capital exigé, ce qui doit conduire à (...) des produits de taux plus structurés et plus sophistiqués et un transfert de certains des risques de l'assurance de masse et des grands risques d'assurance vers le marché financier ». Par cette directive, les régulateurs déplacent les risques des compagnies d'assurance vers les investisseurs non réglementés désireux d'assumer ces risques : les *hedge funds*.

L'ACTIVITÉ DE PRIME BROKERAGE

L'activité de *prime brokerage* est devenue une source croissante de revenus. Parmi les composantes les plus sophistiquées des dispositifs offerts par les *prime brokers* figurent les services liés à la création d'entreprise, la recherche de capital, l'intermédiation du crédit, la gestion des risques, le traitement des opérations (*straight through processing* – STP), le *clearing* des contrats à terme et des options, la recherche, les *contracts for difference* et les *swaps*. Selon les estimations, les revenus tirés de l'activité de *prime brokerage* augmenteront de plus de 60 % pour atteindre 15 milliards de dollars au plan mondial en 2010⁸.

De nombreuses banques d'investissement élargissent également leurs services aux *hedge funds*, comme le montre l'acquisition récente par Fortis de Hedge Fund Services (HFS), le plus grand administrateur de fonds situés aux Îles Vierges britanniques (mars 2006).

6 Estimations de Brad Hintz, analyste chez Sanford C. Bernstein, citées dans "The money makers", www.thestandard.com, 28/11/05

7 The impact of IFRS and Solvency 2 on asset liabilities management and asset management in insurance companies (novembre 2006) – <http://www.edhec-risk.com/edito/RISKArticleEdito.2006-12-14.5028/attachments/EDHEC%20Study%20Impact%20IFRS%20Solvency%20II%20on%20AM%20ALM.pdf>

8 Source : *m.a. partners* 2006

Le service de *prime brokerage* a cependant tendance à devenir une activité banalisée dont les marges sont de plus en plus faibles. Ce déclin est compensé par de nouvelles opportunités de revenus et une efficacité opérationnelle de type plus industriel. La répartition des revenus évolue, passant de flux de recettes essentiellement liés aux actions à des recettes liées aux titres à revenu fixe, aux matières premières, au change et à la volatilité, et à une augmentation sensible des produits dérivés cotés et négociés de gré à gré liés à cette activité.

En 2001, 70 % des fonds étaient investis en stratégies actions. Au cours du premier semestre 2006, 35 % des fonds alloués étaient investis en « stratégies mixtes » (multi-actifs) et 12 % en titres à revenu fixe. En 2007, plus de 50 % des investissements seront probablement effectués en dehors de la catégorie actions. Cette évolution devrait être favorable aux *prime brokers* dans la mesure où les marges de financement sont plus élevées. Elle favorisera ceux qui sont capables de proposer leurs services sur l'ensemble des actifs et pourrait entraîner une consolidation du secteur.

PRODUITS STRUCTURÉS À PARTIR DE HEDGE FUNDS

Les *hedge funds* constituent également des sous-jacents possibles pour les produits dérivés. De nombreuses banques, y compris la Société Générale, ont développé des activités de vente d'options sur *hedge funds* ainsi que de financement de levier sur fonds de fonds (*funds of funds*).

L'activité des produits structurés sur les *hedge funds* permet, comme toute activité sur les produits structurés, de redéfinir et de restructurer les risques selon les souhaits des clients. Par exemple, elle permet aux banques d'investissement de fournir des garanties en capital aux investisseurs en *hedge funds* qui ne veulent pas prendre de risque en capital. La gestion d'assurance de portefeuille « classique »⁹ (ou CPPI, *constant proportion portfolio insurance*) constituait la structure la plus habituelle. À partir des CPPI, la Société Générale a développé des structures comme Astaris¹⁰, qui ont été largement imitées par la concurrence. Le secteur est de plus en plus créatif et utilise maintenant une grande variété d'options exotiques qui n'existaient auparavant que dans le

monde des actions. Les produits structurés joueront leur rôle dans le domaine des *hedge funds* comme ils l'ont fait dans le domaine des actions, en adaptant les formules de rendement aux besoins précis des investisseurs.

La Société Générale, qui est leader dans ce domaine, estime que les revenus annuels de ce secteur s'élèvent au niveau mondial à 2 milliards de dollars environ. Sa croissance devrait se poursuivre à un rythme rapide.

Le financement de levier sur *hedge funds* constitue la partie de l'activité des produits structurés dont l'objectif est d'accroître les risques plutôt que de les réduire, en ajoutant un effet de levier aux produits plutôt qu'en fournissant des garanties. Cette activité s'applique essentiellement aux fonds de *hedge funds*, qui ont en fait un très faible profil de risque : en fournissant un effet de levier, les banques augmentent les rendements du produit, moyennant une augmentation des risques.

L'univers des risques gérables détermine la gamme des transactions réelles, qui se fondent par conséquent sur des modèles de risque sophistiqués intégrant différents niveaux et différents types de risques. L'amélioration des modèles de risque est permanente et permet maintenant de nouveaux types de transactions qui n'étaient pas possibles il y a quelques années.

Ensemble, ces deux partenaires imbriqués que constituent les *hedge funds* et les banques d'investissement ont accru le champ et l'efficacité des marchés de capitaux.

Les avantages que ce système apporte à l'économie dans son ensemble sont largement reconnus. Comme le note la Banque centrale européenne¹¹, « les *hedge funds* ont un rôle comme apporteurs de diversification et de liquidités et ils contribuent à l'intégration et à la complétude des marchés financiers ».

Ce qui est souvent débattu, en revanche, ce sont les risques créés par les *hedge funds*, qu'il s'agisse des risques pour les investisseurs, pour les banques ou pour l'économie dans son ensemble.

9 Il s'agit d'une structure combinant les actifs risqués et non risqués et où l'exposition aux actifs risqués est réduite lorsque la valeur nette des actifs des fonds se rapproche de la valeur présente de la garantie.

10 Astaris est une structure « CPPI renforcée » qui combine les avantages des options et ceux des CPPI.

11 Banque centrale européenne (août 2005) : "Hedge funds and their implications for financial stability", étude concernant des sujets spécifiques n° 34

3 | LES DÉBATS RELATIFS AUX RISQUES LIÉS AUX HEDGE FUNDS

L'analyse des risques liés aux *hedge funds* nécessite avant tout d'établir une distinction entre différents types de risques selon les acteurs :

- le premier sujet est le risque pour les investisseurs. Le débat s'appuie sur des exemples de fraude ou de mauvaise compréhension des risques, comme dans le cas d'Amaranth ;
- le deuxième sujet est le risque pour les banques. Ce débat a été initié, à l'évidence, par l'affaire LTCM. Le Système fédéral de réserve a jugé devoir intervenir, intervention qui s'est avérée très limitée en fait, dans la mesure où il n'a eu recours ni à des fonds publics ni à une quelconque action de puissance publique ;
- le dernier point concerne le risque systémique. Le risque financier systémique a toujours été considéré comme un risque bancaire et est donc lié, pour l'essentiel, au précédent.

3|1 Les risques pour les investisseurs

Le premier type de risques que l'on évoque souvent concerne les investisseurs. En effet, comme tout autre fonds, les *hedge funds* prennent des risques, mais de nombreux éléments prouvent que, globalement, ils ne sont pas particulièrement risqués, comme le montre le tableau suivant¹² :

Tableau 1
Ventilation des pertes maximales¹³ par types de fonds¹⁴

(en %)

Perte subie	> 10 %	> 25 %	> 50 %	> 75 %
Hedge funds				
Fonds de <i>hedge funds</i>	30,5	7,6	0,4	0,0
<i>Hedge funds</i> monogestion	77,0	40,4	10,2	2,1
OPCVM				
Fonds de fonds	100,0	93,1	69,6	4,9
OPCVM monogestion	99,7	97,1	73,7	5,1

¹² Issu d'une contribution de l'Edhec Risk and Asset Management Research Centre au Comité permanent sur la gestion d'actifs (SC5) de l'IOSCO, 14 juin 2006

¹³ La perte maximale subie est une statistique couramment utilisée pour mesurer le niveau de risque des *hedge funds*. Elle correspond à la perte maximale qu'un investisseur peut subir en ayant investi au pire moment dans un fonds et permet ainsi d'évaluer l'ampleur du risque associé à ce fonds.

¹⁴ Sur la base des rendements mensuels observés de septembre 1999 à décembre 2005 auprès de 374 *hedge funds* et 236 fonds de *hedge funds* provenant de la base de données CISDM et de 1 495 fonds d'actions et 102 fonds de fonds provenant de la base de données Europerformance.

¹⁵ Edhec Risk and Asset Management Research Centre, Jean-René Giraud: "Benefits and limitations of managed accounts", http://www.edhec-risk.com/latest_news/Alternative%20Investments/RISKArticle.2006-09-15.2338/attachments/Benefits%20and%20Limitations.pdf

¹⁶ Cf. ibid

¹⁷ <http://www.lyxor.com>

Ce tableau indique, par exemple, que 73,7 % des OPCVM ont perdu plus de 50 % de leur valeur, contre seulement 10 % pour les *hedge funds*. Ces données se vérifient également en termes de volatilité ou de tout autre paramètre de risque. Quelle que soit la mesure du risque, les *hedge funds* sont nettement moins risqués que les actions.

Le sentiment intuitif selon lequel les *hedge funds* sont risqués résulte probablement du fait qu'ils comportent souvent des risques opérationnels et des risques de fraude. Comme l'évoque une étude concernant les risques opérationnels¹⁵, « avec une moyenne de quinze effondrements de fonds par an environ (contre quelque trois cent cinquante fermetures de *hedge funds* par an) sur un total de quelques milliers de fonds ouverts à l'investissement, il devient clair que les risques liés aux faiblesses opérationnelles des *hedge funds* sont largement supérieurs aux risques financiers, qui sont en général le principal centre d'intérêt des gérants de fonds et des investisseurs ».

Les *hedge funds* sont soumis à des contraintes réglementaires encore limitées et le secteur manque encore souvent de maturité en matière de pratiques opérationnelles, en termes de valorisation, de *reporting* et de gestion des risques. Le manque de transparence crée un risque pour les investisseurs allant de la fraude pure au changement de style de gestion non avoué (*style drifting*) ou à la prise excessive et imprévisible de risques, dont le cas Amaranth constitue un exemple.

Ces types de risques sont susceptibles de toucher certains investisseurs mais ne constituent pas une menace pour le système économique ou financier.

Il convient également de préciser que le marché lui-même est capable de générer des solutions de protection. Des travaux de recherche ont montré que les risques opérationnels pouvaient être traités de la façon la plus complète en créant des plates-formes de comptes gérés¹⁶. Le groupe Société Générale, par exemple, en a créée une : la plate-forme Lyxor¹⁷, qui permet d'investir dans des *hedge funds* avec un certain degré de transparence et un suivi indépendant. Les autorités de tutelle ne devraient

pas continuer d'ignorer ces structures mais, au contraire, les encourager en créant des incitations appropriées en termes de réglementation.

3|2 Les risques pour les banques

Les banques rencontrent différents types de risques à l'occasion de leurs diverses activités liées aux *hedge funds*.

PRODUITS DÉRIVÉS OTC

En concluant des dérivés OTC avec des *hedge funds*, les banques s'exposent à des risques de contrepartie. Elles tentent de limiter ce risque en exigeant des « *independent amounts* ».

Les *independent amounts* sont pour les marchés de gré à gré l'équivalent des « *deposits* » sur les marchés de produits dérivés cotés. Ils sont remis en garantie à la banque, et constituent une protection supplémentaire par rapport à la simple annulation du *marked-to-market* de la position. Ils sont calculés sur la base du risque global que présente la contrepartie, à l'aide d'indicateurs de VaR et de *stress tests*. Ils sont souvent utilisés dans le cas des produits dérivés exotiques. Cependant, cette approche n'est pas acceptée de façon générale par les *hedge funds*, dans la mesure où elle va à l'encontre de leur souhait d'optimisation de l'utilisation de leur capital.

Les « *give-up agreements* » sont une autre technique qui fonctionne au bénéfice de l'ensemble des parties concernées. Cet accord permet le transfert effectif, vers le *prime broker*, du risque de défaillance du *hedge fund*. Ce type d'accord est très utile dans la mesure où il tend à concentrer les risques sur les *prime brokers*, qui ont une vue d'ensemble complète des risques de marché. Les *give-up agreements* tendent à devenir la norme.

RISQUES LIÉS AU PRIME BROKERAGE

Les *prime brokers* font face à de nombreux risques juridiques et risques de marché, parmi lesquels :

- les risques de crédit relatifs aux prêts et aux financements ;
- les risques de contrepartie, de marché, de crédit et de règlement relatifs aux instruments financiers ;

- les risques juridiques liés au véhicule d'investissement. La structure doit être régie par une législation en matière de faillite qui reconnaît au *prime broker* le droit de constituer une sûreté ou un autre type de garantie.

Les risques juridiques sont principalement liés au risque de ne pas pouvoir mobiliser et liquider la garantie. Le risque le plus élevé est celui de l'insolvabilité du client, qui peut rendre inopérant l'accord contractuel entre les parties.

Outre la loi classique en matière de sécurité et de compensation contractuelle, des techniques modernes sont à la disposition des *prime brokers* qui souhaitent réduire les risques juridiques susceptibles d'apparaître en cas d'insolvabilité de leurs clients. La législation spécifique relative à la résiliation-compensation, aux accords-cadre de compensation, ou encore aux dispositifs de garantie a permis de réduire les risques encourus lors des différentes opérations.

S'agissant des risques financiers, la tendance est au « *risk-based margining* ».

Le *prime brokerage* « classique » avait recours à des prêts adossés à des garanties. Le dispositif était généralement fondé sur les traditionnelles commissions de prêt et les exigences en matière de prêt. Cette approche n'allait pas, en soi, à l'encontre d'une surveillance satisfaisante des risques. On pourrait même affirmer qu'elle était en fait trop prudente à cet égard.

L'idée du « *risk-based margining* » consiste à mieux prendre en compte la perte potentielle du portefeuille qui sous-tend le risque du *prime broker*, en reconnaissant les couvertures existant au niveau de chaque nom, de chaque secteur et au niveau du portefeuille, en récompensant la diversification des stratégies et en examinant les différentes opérations dans le contexte du portefeuille dans son ensemble.

Les *prime brokers* sont en mesure, à l'aide de la méthodologie du risque et des outils de calcul du risque appliqués au portefeuille global, de calculer les risques en intégrant l'ensemble des positions de leurs clients. Des *stress tests* sont ensuite utilisés pour veiller à ce que les risques soient bien pris en compte pour le calcul des marges de risques.

Tous les risques identifiés sont pris en compte, conformément à la politique de gestion des risques globale des banques en la matière, comme par exemple : les risques liés au secteur (risque de forte croissance ou d'effondrement du secteur), les risques de concentration, les risques des valeurs relatives (décorrélation des positions courtes et longues), les risques directionnels de marché et les risques de liquidité. Ces risques sont pris en compte dans leur manifestation la plus extrême, à l'aide de *stress tests* qui utilisent les pires modifications de l'environnement économique observées par le passé, ainsi que des scénarios imaginaires extrêmes.

Ces modèles très sophistiqués sont tout à fait convaincants. Il n'existe aucune raison de croire qu'ils ne fonctionneront pas, en pratique, dans des situations de crise.

En outre, les gérants de *hedge funds* n'emploient pas, en général, la totalité du levier que peuvent leur procurer les *prime brokers*. C'est pourquoi les niveaux de levier ne semblent pas alarmants actuellement. S'agissant, par exemple, d'un *hedge fund* actions classique combinant des positions acheteuses et vendeuses (*long-short equity*) et qui dispose d'un effet de levier de 4 (la somme des positions acheteuses et vendeuses étant égale à quatre fois la valeur nette des actifs), les *stress tests* tendent à montrer, dans de nombreux cas, qu'un effet de levier de 8 au minimum serait possible. Cela montre que le levier du *hedge fund* n'est pas lié, en général, aux limites imposées par le *prime broker* mais qu'il résulte plutôt du profil rendement/risque recherché par le gérant.

Cela est notamment dû au fait qu'il est de bonne pratique pour le gérant de limiter le levier à un niveau raisonnable, afin d'avoir la marge de manœuvre nécessaire pour l'augmenter si la situation sur le marché le requiert. Une autre raison est que les gérants de *hedge funds* tendent à être prudents en termes de levier, afin de limiter la volatilité de leur fonds.

PRODUITS STRUCTURÉS SUR HEDGE FUNDS

Cette activité est extrêmement technique et repose sur des modèles sophistiqués portant sur deux types de risques : les risques liés aux *hedge funds* individuels et les risques de liquidité.

Les risques liés à ce type de structure sont les « risques de *gap* », typiques de la gestion d'assurance de portefeuille classique, c'est-à-dire le risque qu'un soudain écart à la baisse de la valeur des actifs empêche le rééquilibrage rapide de ces derniers, nécessaire pour assurer la garantie. S'agissant des structures optionnelles, les risques sont ceux, classiques, de couverture des produits dérivés (risques gamma et vega), amplifiés par la faible liquidité des titres sous-jacents. Il existe aussi, comme pour le *prime brokerage*, des risques juridiques ; la gestion de la documentation juridique des opérations est une part importante de l'activité.

Les banques réduisent leurs risques en définissant des *guidelines* en matière d'allocation des *hedge funds* sous-tendant le produit structuré. Elles investissent également des ressources importantes dans le suivi qualitatif des *hedge funds*, par le biais des *due diligence*. Elles placent également différents types de limites afin de couvrir différents aspects du risque : limites nominales, limites en termes de *stress tests*, limites sur le delta et sur le vega, limites concernant l'espérance de pertes extrêmes. En outre, elles évaluent leurs exigences en fonds propres à l'aide non seulement de la valeur en risque (VaR), l'outil qu'elles utilisent en général pour allouer des fonds propres aux risques de marché, mais également des pertes issues des *stress tests*.

RISQUES SYSTÉMIQUES

Dans leur quête de l'alpha, les gérants de *hedge funds* sont contraints de trouver en permanence de nouvelles stratégies.

Lorsque l'une de ces stratégies se révèle être viable, un certain nombre de gérants évoluent souvent dans le même espace, suivant une sorte d'« instinct grégaire ».

L'engouement constaté ces dix-huit derniers mois pour les marchés émergents¹⁸, et ensuite les matières premières, en constitue un exemple récent. De nombreux gérants ont créé de nouveaux fonds, ou de nouvelles stratégies au sein des fonds multistratégies, spécialisés dans ces marchés, ce qui a entraîné des entrées rapides de capitaux que ces marchés peinent à absorber, accroissant ainsi leur volatilité et leur instabilité potentielle.

¹⁸ Au premier trimestre 2006, les capitaux ont afflué plus rapidement vers les marchés émergents que n'importe quelle autre stratégie de *hedge fund*, selon Tremont Capital Management. D'après la même source, les entrées vers les marchés émergents ont progressé de 7,97 %, soit un rythme bien supérieur à la moyenne globale de 3,18 %. Les *managed futures* (4,73 %), les *long-short equity* (4,37 %) et la stratégie *macro/opportuniste* (4,04 %) ont, eux aussi, enregistré de fortes progressions. Le total des entrées pour le premier trimestre s'est établi à 27,6 milliards de dollars.

Il n'a cependant pas été prouvé que le comportement grégaire était inhérent aux *hedge funds*, comme le montrent les différents épisodes de bulles spéculatives, de la bulle de la tulipe de 1636 à la bulle internet de 2000.

Grâce à leur capacité de vendre à découvert et d'adopter des approches allant à contre-courant (« *contrarian* »), les *hedge funds* sont plutôt susceptibles de contrebalancer les comportements grégaires. Si la vente à découvert avait existé dans les années 1630, personne ne sait cependant si le marché de la tulipe aurait connu un atterrissage en douceur...

Les *hedge funds*, qui agissent à partir de jugements fondés sur des informations de première main et une analyse détaillée des entreprises, contribuent à garantir une négociation à la vraie valeur de marché, ce qui a un effet stabilisateur sur ce dernier.

Après tout, les premiers coups ayant touché l'action Enron, avant son effondrement, ont été portés par un vendeur à découvert.

Certains ont cependant affirmé que les *hedge funds* devraient enregistrer leurs positions dans une base de données qui permettrait de suivre les risques systémiques globaux qu'ils représentent.

Le scepticisme quant à une telle base de données est général. On peut s'interroger non seulement sur la faisabilité de ce projet mais également sur le fait que la base de données devrait inclure non seulement les *hedge funds*, mais aussi l'ensemble des marchés de capitaux. Toute opération ayant une contrepartie, l'utilité d'une telle base de données est difficile à évaluer. En outre, certains risques, comme le risque de liquidité, n'apparaîtraient pas dans ce type de base.

Les hedge funds sont, tout d'abord, le résultat d'une amélioration significative des techniques de gestion d'actifs. Ces améliorations sont appelées à durer, quelle que soit l'évolution de l'environnement réglementaire, dans la mesure où ces techniques vont de plus en plus s'inscrire dans la gestion traditionnelle d'actifs.

Les hedge funds présentent d'importants avantages pour l'économie en général et leurs risques sont gérables.

Les investisseurs, en particulier institutionnels, devraient cependant faire preuve de vigilance en ce qui concerne les risques. S'ils souhaitent réduire très fortement les risques opérationnels, ils peuvent recourir à la technique de gestion des « comptes gérés ».

S'agissant de leurs propres risques, les banques ont mis en place des techniques sophistiquées permettant de gérer avec prudence toutes sortes de risques. Cela ne revient pas à dire que les problèmes liés aux hedge funds n'entraîneront jamais de faillite bancaire, mais le degré de risque semble être parfaitement gérable. Comme l'a déclaré Ben Bernanke, président du Conseil des gouverneurs du Système fédéral de réserve, devant la Commission budgétaire du Sénat, le 18 janvier : « l'approche que nous avons choisie est celle de la discipline de marché. Ce système a plutôt bien fonctionné jusqu'à présent ».

Il existe également des considérations d'ordre général concernant l'existence d'un risque systémique autre que le risque bancaire, mais il n'existe pas véritablement d'argument pour les appuyer, excepté que nous ne connaissons pas les activités des hedge funds sur une base consolidée.

Eh bien, il y a certainement des choses que nous ne comprenons pas dans ce monde, et nous avons donc de nombreuses raisons de nous méfier de beaucoup de choses. Mais je n'irais certainement pas jusqu'à proposer d'appliquer un « principe de précaution »¹⁹ à la finance. J'ai tendance à me ranger du côté des optimistes qui pensent que les hedge funds, en dépit de certains problèmes qui ne manqueront pas d'apparaître de temps en temps, représentent tout simplement une nouvelle évolution intéressante des marchés de capitaux qui, comme toutes les autres évolutions observées par le passé sur ces marchés, sera irréversible et contribuera à une plus grande efficacité du système financier.

¹⁹ Selon le « principe de précaution », tel qu'il s'applique à la politique environnementale, toute pratique risquée peut légitimement être réduite. Selon ce principe, la charge de la preuve incombe à ceux qui affirment que l'activité est inoffensive.

La supervision indirecte des *hedge funds*

DANIÈLE NOUY

Secrétaire Général

Commission bancaire, France

Face aux nombreux risques liés aux hedge funds (fonds d'investissement spéculatifs), existe le recours à des mesures indirectes visant leurs contreparties et leurs créanciers, qui sont pratiquement tous des entités régulées, entreprises d'investissement et banques. Nous examinerons ici comment la supervision indirecte a été rendue plus efficace au fil du temps et comment en pratique elle pourrait l'être davantage encore.

Au plan théorique, la contribution des hedge funds à l'efficience et à la stabilité des marchés est incontestable mais elle ne se concrétise pas toujours dans les faits. Afin de préserver cette efficience et cette stabilité, nous devons par conséquent promouvoir une discipline de marché efficace et durable. Il est exclu de ne pas agir étant donné la croissance du secteur des hedge funds et le fait que ceux-ci se comportent souvent comme d'autres institutions financières, pour lesquelles l'histoire a montré la nécessité d'une supervision. La gestion du risque doit en permanence s'adapter à l'innovation financière. Cela constitue un défi pour la supervision indirecte des hedge funds mais justifie également le pragmatisme de cette approche.

La coopération internationale est nécessaire afin d'inciter les banques à accorder suffisamment d'importance à une gestion saine des risques. Sans égalité de traitement au niveau international, les pressions concurrentielles à court terme entre les banques réduiraient très vraisemblablement nos efforts à néant. Cela incite fortement les contrôleurs bancaires à avoir une action efficace. En outre, la coopération entre les contrôleurs bancaires et les régulateurs des marchés de valeurs mobilières doit se poursuivre pour permettre le renforcement et l'ajustement de la supervision indirecte à mesure que les caractéristiques des activités des hedge funds évoluent.

Quelle que soit l'institution, la première façon de se prémunir contre les risques associés aux hedge funds réside dans la robustesse des systèmes internes de gestion des risques. Dès lors, une attention particulière est nécessaire en ce qui concerne l'accès des banques à une information plus complète sur leurs contreparties à fort effet de levier, une meilleure prise en compte dans les politiques de garantie de la transparence et de la qualité de la signature des contreparties, des progrès effectifs dans la mesure des positions en risque sur les produits complexes (prise en compte du risque de modèle), des améliorations en termes de stress tests (exercices de simulation de crise) notamment en ce qui concerne le risque de liquidité. En outre, la supervision indirecte doit être soutenue par une amélioration de la transparence globale des hedge funds vis-à-vis du marché. Les stress tests devraient en effet permettre aux banques d'évaluer leur exposition totale à un ensemble suffisamment large d'aléas défavorables, ce qui recouvre non seulement leur exposition directe sur un hedge fund donné mais aussi leur exposition globale au risque de dislocation des marchés qui pourrait être associé à la défaillance d'un ou plusieurs fonds (effets de second ordre).

La deuxième ligne de protection contre les risques liés aux hedge funds réside dans une surveillance efficace, notamment de la part des autorités de contrôle bancaire, des relations entre les hedge funds et leurs contreparties. À cet égard, le pilier 2 du dispositif Bâle II (à savoir le processus de surveillance prudentielle qui s'appliquera à tous les risques bancaires au-delà de ceux couverts par les exigences de fonds propres réglementaires du pilier 1) intégrera certains des risques particulièrement liés aux positions sur des hedge funds : risque de liquidité, risque de concentration, risque extrême, risque de modèle, etc. Il semble également aujourd'hui crucial de s'assurer de la capacité des systèmes internes d'information des banques à bien appréhender l'intégralité de leurs positions sur les hedge funds.

Enfin, les autorités de surveillance exigent des banques qu'elles détiennent des fonds propres réglementaires en guise de coussin de sécurité en regard des risques qu'elles prennent. Cette exigence d'adéquation des fonds propres constitue la troisième ligne de défense contre les risques auxquels une institution financière est exposée lorsqu'elle traite avec des hedge funds.

Dernier point et non le moindre, les objectifs microprudentiels et macroprudentiels convergent lorsque les autorités de surveillance prudentielle exigent de chaque établissement des simulations de crises plus complètes et, en corollaire, des décisions appropriées en matière de gestion des risques, y compris contre les effets de second ordre, c'est-à-dire contre le risque systémique d'instabilité financière.

NB : L'auteur remercie Guy Lévy-Rueff et Olivier Prato de la Direction de la Surveillance générale du Système bancaire du Secrétariat général de la Commission bancaire, pour leur contribution à cet article.

L'histoire de la supervision indirecte des *hedge funds* est déjà relativement longue. À la suite de la quasi-faillite du fond spéculatif Long-Term Capital Management (LTCM) en septembre 1998, le secteur public et la profession ont accordé une grande attention aux risques liés à l'activité des *hedge funds* et aux réponses qui pouvaient y être apportées. Le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire (CBCB, Basel Committee on Banking Supervision – BCBS) a ainsi publié, en janvier 1999, un rapport sur les interactions entre les banques et les institutions à fort effet de levier (IFEL), ainsi qu'un document présentant les saines pratiques concernant ces interactions¹. En ce qui concerne les réponses susceptibles d'être apportées, le rapport décrit différentes approches : les approches prudentielles indirectes, l'amélioration de la transparence et les diverses approches directes. Le CBCB souligne notamment que nombre de risques liés à l'activité des *hedge funds* pourraient être traités par le biais de mesures indirectes visant les contreparties et les créanciers de ces fonds, qui sont pratiquement tous des banques et des entreprises d'investissement réglementées. Dans le même ordre d'idée, le Groupe de travail du Président des États-Unis sur les marchés financiers (PWG) a réfléchi à la meilleure façon de limiter les effets de levier excessifs utilisés par les *hedge funds* et, dans son premier rapport publié en avril 1999, le groupe concluait que l'effet de levier des *hedge funds* pourrait être limité efficacement en favorisant le renforcement de la discipline de marché et l'amélioration de la gestion du risque de crédit par les contreparties de ces fonds. Cette approche a été qualifiée à l'époque de « réglementation indirecte » des *hedge funds*.

Depuis lors, la supervision indirecte des *hedge funds* a également donné lieu à différentes initiatives publiques ou privées, notamment de la part du Forum de Stabilité financière, du CBCB, de l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV), du Groupe de travail multidisciplinaire sur l'amélioration de la communication financière et du Groupe de gestion du risque de contrepartie I et II (Counterparty Risk Management Policy Group – CRMPG – I and II)... Même si des positions officielles n'ont pas toujours été adoptées et si la réglementation directe a parfois été préconisée, l'idée selon laquelle les superviseurs et les régulateurs pouvaient obtenir par le biais de la supervision indirecte l'essentiel de ce qui pouvait l'être par la réglementation directe s'est en général imposée et s'impose encore aujourd'hui.

Le présent article a pour objectif d'examiner comment la supervision indirecte a été rendue plus efficace au fil du temps et comment l'on peut tenter de la rendre encore plus efficace en pratique.

1 | LES FONDEMENTS DE LA SUPERVISION INDIRECTE DES HEDGE FUNDS

Les *hedge funds* peuvent être appréhendés sous des angles différents et, pour les superviseurs, il est utile d'analyser les problématiques qu'ils soulèvent à l'aide de deux critères principaux, à savoir les incidences de ces fonds sur :

- la stabilité financière ;
- et l'intégrité financière.

À mon sens, la stabilité financière signifie non seulement la résistance du secteur financier aux défaillances, mais également l'absence de dynamiques qui déstabiliseraient les marchés financiers et seraient susceptibles d'accroître les probabilités de défaut du secteur financier. L'intégrité financière implique, elle, des relations financières qui non seulement fonctionnent correctement, mais aussi soient équitables (condition préalable à leur bon fonctionnement sur longue période). Bien qu'il faille, de toute évidence, essayer de les traiter séparément, on ne peut ignorer les liens existants entre ces différentes questions.

Ces critères peuvent être appliqués aux relations des *hedge funds* avec quatre types d'institutions ou structures :

- les banques et les autres institutions financières ;
- les marchés financiers ;
- les investisseurs (institutionnels ou de détail) ;
- et les entreprises.

Je mettrai évidemment l'accent sur les relations des *hedge funds* avec les banques. Nous devons par ailleurs tenir compte du fait qu'il n'existe pas de définition unique des *hedge funds*, même si leurs principales caractéristiques sont bien connues : liberté en matière de stratégies de placement (notamment ventes à découvert, utilisation de

¹ Cf. CBCB (1999) : *Banks' interactions with highly leveraged institutions et sound practices for banks' interactions with highly leveraged institutions*, janvier

produits dérivés et recours à l'effet de levier) et en matière de relations contractuelles avec la clientèle (en termes de commissions ou de périodes d'immobilisation, par exemple). Ces caractéristiques sont liées au fait que ces fonds ne sont généralement pas ou peu réglementés de manière directe, y compris s'agissant de leur degré de transparence. Les activités des *hedge funds* et celles de nombreuses autres institutions financières sont de plus en plus similaires. Pourtant les distinctions entre les fonds de capital-investissement, les *hedge funds* et les activités de négociation pour compte propre des grandes banques d'investissement s'estompent souvent et un certain *continuum* s'établit entre la gestion traditionnelle et la gestion alternative. La gestion du risque associé à des expositions complexes et/ou à effet de levier devient ainsi l'enjeu essentiel, quelle que soit l'entité à l'origine des transactions.

Je pense que la plupart des observateurs peuvent être d'accord avec l'idée que, pour préserver l'efficacité des marchés et la stabilité financière/l'intégrité financière, il faut créer des incitations en faveur d'une discipline de marché efficace et durable s'appliquant, entre autres, aux *hedge funds*. D'un point de vue prudentiel, deux autres options doivent être écartées :

- ne rien faire ;
- et tenter de réglementer directement les *hedge funds*.

L'option consistant à ne rien faire n'est absolument pas une solution envisageable compte tenu de la croissance du secteur des *hedge funds* et de la similitude de leurs opérations avec celles d'autres institutions financières, pour lesquelles l'expérience a montré la nécessité d'une intervention des superviseurs. L'utilité des *hedge funds*, au plan théorique, pour améliorer l'efficacité des marchés, doit être reconnue et peut transparaître au travers, notamment, d'une amélioration des mécanismes de détermination des prix, des arbitrages corrigeant les anomalies de marché ou encore de la liquidité des marchés. Les *hedge funds* peuvent également renforcer la stabilité des marchés, en apportant une certaine diversité d'objectifs et de contraintes parmi les opérateurs de marché. Néanmoins, ces avantages théoriques ne se matérialisent pas toujours, comme l'illustre le débat autour de la réalité de l'« alpha » et

de la capacité des *hedge funds* à offrir un rendement qui ne soit pas (dans la version stricte de la théorie de l'« alpha »), ou pas aisément (dans sa version plus nuancée), corrélé au rendement et au risque généraux du marché. Ces dernières années, la corrélation entre les rendements des *hedge funds* a également eu tendance à s'accroître². Cette évolution laisse entrevoir la possibilité que des positions similaires soient prises par différents intervenants sur un même marché (*crowded trades*), d'où un risque d'instabilité lorsque de telles transactions sont dénouées, en particulier si elles le sont en réaction à un choc, par exemple un changement économique majeur ou la nécessité de liquider des positions en raison d'exigences en termes de collatéral : nombre d'opérateurs de marché censés apporter une certaine diversité et développer des stratégies allant à contre-courant pourraient alors, en fait, se trouver d'un seul et même côté du marché et être ainsi soumis à des pressions pour dénouer leur exposition au risque dans un laps de temps très court, comme cela a été le cas en mai 2005 lorsque les notations de GM et de Ford ont été dégradées. Les véritables perturbations ont été de relativement courte durée mais il convient de noter qu'elles ont été sérieuses, alors même que le facteur déclencheur, la dégradation des notations de GM et Ford, avait été largement anticipé.

Cet épisode récent apparaît moins comme un signe rassurant que comme un solide avertissement, indiquant que la gestion du risque et la discipline de marché doivent, en permanence, suivre le rythme de l'innovation financière et de la recherche de rendement. Cela constitue à la fois un défi pour la supervision indirecte des *hedge funds* et une raison de soutenir cette approche, en raison de son pragmatisme et de sa flexibilité. Elle vise en effet à faire converger différents instruments, la plupart du temps utilisés dans un cadre plus général, afin de faire face aux risques les plus pressants dès qu'ils commencent à se concrétiser et peut ainsi s'appliquer au comportement des *hedge funds* et à l'évolution rapide de leur rôle dans le système financier. Je crois que les progrès réalisés ces dernières années en termes de supervision indirecte ont déjà contribué à améliorer la résistance du système financier, comme l'a récemment montré la « faillite en douceur » du *hedge fund* Amaranth. Mais ces progrès doivent se poursuivre au même rythme que l'innovation financière.

² Cf., par exemple, Thomas Gabaravičius et Frank Dierick (2005) : « Hedge funds and their implications for financial stability », Occasional paper de la BCE, août ; ainsi que les mises à jour dans les Revues de stabilité financière plus récentes de la BCE ou de la Banque de France.

Les formidables défis, en termes de coûts et d'efficacité, qui se font jour lorsque l'on envisage de développer un régime de réglementation directe pour les *hedge funds*, ainsi que l'absence de tout consensus international sur ce sujet, sont des éléments dissuasifs. En outre, un problème d'aléa moral se poserait probablement si une réglementation directe était adoptée sans être accompagnée des moyens appropriés pour la faire appliquer ou pour en tirer toutes les conséquences. En particulier, la discipline de marché pourrait s'affaiblir si les institutions financières supposaient que la réglementation directe leur offre une option de vente (un *put*) réglementaire, c'est-à-dire une limite aux pertes éventuelles dans le cadre de leurs relations avec les *hedge funds*. Elles pourraient en effet considérer que la réglementation réduit les risques, ou les coûts liés à ces risques, et mettre alors davantage l'accent sur le profit à court terme au lieu de s'attacher à éviter les risques à moyen terme. En fait, la liberté de rechercher des opportunités de bénéfices et l'obligation de mettre en œuvre une gestion très pointue des risques doivent aller de pair dans un système financier efficient mais stable. Voilà exactement ce que cherche à favoriser l'approche par la supervision indirecte.

Permettez-moi également de souligner qu'une coopération internationale est nécessaire afin d'inciter les banques à accorder suffisamment d'importance à une gestion saine des risques. Sans une égalité de traitement au niveau international, en termes de réglementation bancaire et de pratiques de supervision applicables aux expositions sur les *hedge funds*, les pressions concurrentielles à court terme entre banques pour toucher des commissions réduiraient très vraisemblablement ces efforts à néant. Cette situation se vérifie d'autant plus que les *hedge funds* arbitrent les anomalies constatées sur les marchés mais aussi les disparités existantes entre les réglementations. Pour les régulateurs, il s'agit là d'une incitation forte et opportune à se montrer encore plus efficaces. Compte tenu du caractère désormais mondial de la sphère financière, cela signifie que les régulateurs et les superviseurs du système financier doivent toujours rester suffisamment proches des questions opérationnelles, qui peuvent être différentes d'un marché à l'autre, mais doivent également coordonner leurs objectifs et leurs actions.

Plus particulièrement, quel rôle faut-il assigner à la supervision indirecte, c'est-à-dire à la surveillance des

interactions entre les *hedge funds* et les contreparties réglementées telles que les banques ?

2 | L'AMÉLIORATION DES PRATIQUES EN MATIÈRE DE GESTION DES RISQUES

Pour tout établissement, la première ligne de défense contre les risques associés aux *hedge funds*, ainsi que contre un éventuel effet domino susceptible de conduire à un risque systémique, est constituée par l'existence de systèmes internes de gestion du risque robustes chez les contreparties de ces fonds, au premier rang desquelles figurent les *prime brokers*, et plus généralement les banques. D'une part, les pratiques bancaires en matière de financement ont une influence sur l'effet de levier que les *hedge funds* peuvent utiliser et, d'autre part, les banques représentent probablement le principal vecteur de contagion d'une défaillance d'un de ces fonds, soit directement, au travers du risque de crédit, soit indirectement, *via* l'impact de leurs réactions sur le marché.

C'est la raison pour laquelle le document publié en 1999 par le Comité de Bâle mettait l'accent sur les saines pratiques en matière d'interactions des banques avec les institutions à fort effet de levier dans six domaines ayant principalement trait au contrôle interne : des procédures claires en matière de relations avec les IFEL (y compris en termes d'obligation de vigilance), une analyse solide et précise du risque de crédit lié à ces contreparties à effet de levier potentiellement élevé, une mesure pertinente des expositions en risque, l'établissement de limites de risque effectives, des dispositions en matière de collatéral adaptées à la qualité de crédit de ces contreparties, et, enfin, un suivi permanent de la solvabilité des IFEL et des expositions sur celles-ci. Ces aspects de la gestion des risques ne sont pas nouveaux mais sont à la fois importants et difficiles à organiser efficacement (« efficacement » étant un mot clé même si son usage trop fréquent peut le dévaloriser).

D'importantes améliorations en matière de gestion et de mesure des risques ont été observées depuis l'affaire LTCM : une prise de conscience accrue de la part du secteur privé et une plus forte pression de

la part du secteur public ont favorisé la discipline de marché. Toutefois, certaines inquiétudes subsistent et ont récemment réclamé une attention renouvelée, compte tenu des tensions concurrentielles entre les banques qui peuvent affaiblir la discipline de marché. En outre, la complexité croissante des relations que les banques ont nouées avec le secteur des *hedge funds* peut aussi diminuer la discipline de marché. Les saines pratiques recommandées par le rapport de 1999 du CBCB, dont nombre figurent également dans le rapport du CRMPG II³, demeurent pertinentes et leur mise en œuvre, dans un environnement en mutation, reste une référence à atteindre. En particulier, certains constats généraux effectués par le Comité de Bâle en matière d'interactions des banques avec les *hedge funds* semblent encore d'actualité : « L'examen par le Comité des opérations réalisées par les banques avec les IFEL a montré que, dans de nombreux cas, un équilibre approprié n'a pas été trouvé au sein des éléments clés du processus de gestion des risques de crédit avec une confiance excessive en l'existence de collatéraux comptabilisés au prix du marché. Un poids insuffisant a été accordé à l'analyse poussée du risque de crédit par les contreparties concernées ainsi qu'à une mesure et une gestion efficace de l'exposition aux risques ». L'analyse de la relation entre les *hedge funds* et les banques par l'autorité de surveillance doit donc être complète et détaillée, allant par exemple jusqu'à un examen minutieux des modalités de gestion des collatéraux et de ses éventuelles insuffisances. Plus précisément, il existe différents domaines devant faire l'objet d'une plus grande attention de la part des autorités de contrôle et pour lesquels une amélioration des pratiques de gestion du risque de contrepartie est encore requise. Il est intéressant de noter que nombre de ces domaines avaient déjà été identifiés dans le rapport publié en 2000 par le CBCB⁴, rapport qui étudiait le degré de mise en œuvre, par les banques, des recommandations du document de 1999 en matière de saines pratiques. Cela ne signifie pas que ces recommandations aient été formulées en vain. Au contraire, cela signifie que ces questions s'avèrent complexes et ne peuvent être considérées comme résolues une fois pour toutes, mais au contraire doivent être réévaluées en permanence dans un contexte d'innovation financière continue⁵.

Les domaines méritant une attention spécifique sont les suivants :

- Un meilleur accès pour les banques, au début de toute relation, puis de façon continue, à des informations complètes concernant leurs contreparties IFEL, y compris s'agissant des pratiques de ces dernières en matière de mesure et de gestion des risques. Ceci est important pour évaluer précisément le profil de risque global et la qualité de la signature de leurs contreparties IFEL. La profession se montre heureusement très active dans ce domaine. Le rapport du CRMPG II, notamment, a ainsi émis certaines recommandations particulièrement adaptées aux risques associés aux *hedge funds*, par exemple la recherche d'informations exhaustives auprès des contreparties et l'analyse régulière des dispositifs de mesure des risques, des méthodologies de simulation de crise (*stress test*) ou du comportement des modèles utilisés par ces contreparties. Toutefois, la mise en œuvre de ces recommandations, bien qu'encouragée par les autorités de contrôle, reste difficile. Elles peuvent parfois être jugées irréalistes par les établissements financiers, notamment au vu des coûts associés à un réexamen fréquent des pratiques de gestion du risque. En outre, elles peuvent être difficiles à rendre acceptables pour les IFEL elles-mêmes, qui sont souvent en concurrence avec les tables de négociation des banques. En pratique, de nombreuses contreparties, et les IFEL en particulier, n'offrent à leurs banques qu'une information limitée concernant leur profil de risque global, notamment s'agissant de leur système de mesure des risques et de leurs exercices de simulation de crise. Bien que l'on comprenne pourquoi la transparence présente ainsi des limites, elle doit, actuellement, être améliorée. Les autorités de contrôle, dans le monde entier, ont commencé et doivent continuer, dans le cadre d'une action coordonnée, à favoriser un niveau de transparence qui permette aux IFEL d'exploiter pleinement les opportunités de marché, tout en contribuant à une gestion plus saine du risque au sein des banques engagées avec elles dans des financements et des transactions.
- Une prise en compte plus forte de la transparence des contreparties et de leur qualité de crédit dans les décisions en matière de collatéraux et dans les

3 *Toward Greater Financial Stability (2005): "A Private Sector Perspective", CRMPG II, juillet.*

4 *Banks' Interactions with Highly Leveraged Institutions (2000): "Implementation of the Basel Committee's Sound Practices Paper", CBCB, janvier.*

5 *Une étude récente menée par le cabinet Deloitte illustre également cet aspect : "Precautions that pay off: risk management and valuation practices in the global hedge fund industry".*

procédures d'appels de marge. L'établissement d'un lien plus étroit entre les dispositifs de collatéralisation et l'évaluation de la qualité de crédit des contreparties était un aspect important souligné par le Comité de Bâle dans son rapport sur les saines pratiques et demeure un domaine dans lequel de nombreuses banques doivent encore progresser. Le niveau de collatéral doit être fixé à un seuil qui varie en fonction de la solvabilité des contreparties mais qui doit toujours permettre de surmonter les variations du marché sur la durée. Bien qu'il semble assez habituel pour les banques de fixer des exigences plus strictes en matière de collatéraux pour les contreparties qui effectuent des opérations sur produits dérivés et en particulier les IFEL, le montant et la qualité de ces collatéraux ne sont pas toujours spécifiquement adaptés au profil de risque de crédit, de liquidité, de financement ou au niveau d'endettement de ces contreparties. Les procédures d'appels de marge devraient également, ainsi qu'il est spécifié par le rapport CRMPG II, tenir compte des différences observées entre les contreparties en matière de transparence et de documentation juridique. Dans le cas notamment où plusieurs *prime brokers* interviennent avec une IFEL, les risques augmentent en raison du moindre degré de transparence du fonds vis-à-vis de chacun d'eux. Par conséquent, le niveau des exigences doit être relevé afin de limiter les risques. Enfin, indépendamment des appels de marge, le niveau initial de ces marges est important et constitue le volant de précaution qui permet aux établissements de faire face à un saut brutal et important des prix, de tels événements étant plus probables avec les *hedge funds* qu'avec beaucoup d'autres contreparties, compte tenu de l'intense activité de négociation de ces fonds sur des instruments complexes et moins liquides.

- Une amélioration effective des mesures de l'exposition aux risques, notamment dans le contexte de produits plus complexes et moins liquides. Ces dernières années, les banques ont réalisé d'importants progrès dans l'évaluation du risque potentiel futur (*potential future exposure* – PFE) associé à leurs opérations de marché. Dans la plupart des cas, ces améliorations méthodologiques ont concerné les expositions, tant sur les IFEL que sur d'autres contreparties. En considération de ces progrès, le Comité de Bâle a octroyé aux banques, dans le cadre de Bâle II, la faculté, sous réserve

du respect de certaines exigences opérationnelles, d'utiliser à des fins prudentielles leur modèle interne de calcul des expositions positives attendues (*expected positive exposure* – EPE) au titre du risque de contrepartie. Toutefois, il reste difficile d'intégrer dans ces méthodologies certains nouveaux produits complexes et structurés. Des produits généralement moins liquides, telles les parts de *hedge funds*, ont aussi entraîné une aggravation de certains types de risques (liquidité, concentration, corrélation). Or, ces risques peuvent n'être qu'insuffisamment appréhendés par les modèles actuels si ces derniers ne sont pas mis à jour en permanence. Le risque de modèle, dans ce cadre, doit donc être pris en compte de manière spécifique.

- Un perfectionnement des capacités de simulation de crise. Les simulations de crise et l'analyse de scénarios sont désormais au cœur de tout dispositif général de gestion des risques. L'importance du risque de perte extrême (*tail risk*) est une spécificité de la gestion des risques associés aux expositions sur les *hedge funds*. Les méthodologies de simulation de crise ainsi que les pratiques de remontée d'information en la matière varient sensiblement d'une institution à l'autre. Les enquêtes sur place ont souvent montré que l'efficacité opérationnelle de ces outils était encore à améliorer. D'un point de vue général, il est peu probable que les simulations s'appuyant sur des crises passées soient suffisantes dans le cas des *hedge funds*, dont les techniques évoluent rapidement. Plus précisément, la question des corrélations entre les risques de perte extrême est très difficile et mérite une attention particulière compte tenu de son importance pour l'évaluation des vulnérabilités systémiques. En outre, les enquêtes sur place ont montré que les capacités de simulation de crise des banques intègrent rarement, voire jamais, les interactions entre les variations extrêmes de prix de marché et le degré de liquidité des expositions aux IFEL. Plus généralement, elles n'appréhendent pas suffisamment les effets d'une diminution générale de la liquidité.

De nouveaux progrès dans ces domaines seraient favorisés par une plus grande transparence générale des IFEL vis-à-vis du marché. De fait, les simulations de crise devraient permettre aux banques de mesurer leur exposition complète à un spectre suffisamment

large de conditions adverses. Mais cela n'est pas encore toujours fait de manière totalement convaincante. Notamment, les simulations de crise ne devraient pas se limiter à une exposition directe sur un *hedge fund* donné mais intégrer l'exposition globale de l'établissement à un choc de marché associé à la défaillance d'un *hedge fund* important ou de plusieurs fonds de taille moyenne (effets de second tour). Ces effets de second tour peuvent alourdir les pertes en cas de défaillance car la valeur des collatéraux peut alors subir de fortes dépréciations. En outre, ces effets augmentent vraisemblablement la corrélation entre pertes associées à des expositions sur différents marchés et différentes contreparties. Pour prendre en compte ces effets de second tour, il faut disposer d'informations sur le marché au sens large, et non uniquement sur les *hedge funds* contreparties d'une banque donnée. Par conséquent, il est nécessaire de parvenir à davantage de transparence globale des IFEL par rapport au marché. Une telle évolution vers une transparence accrue est en cours pour les banques et se poursuivra dans le cadre de la mise en œuvre du pilier 3 du dispositif Bâle II qui traite de la discipline de marché. Les banques ont ainsi réalisé beaucoup plus de progrès que les IFEL s'agissant de l'information relative à la VaR. En dépit des limites notoires de cette notion, il n'y a pas de raison que les IFEL ne puissent communiquer une telle information au marché, voire une information plus détaillée encore.

À l'évidence, parachever la mise en œuvre de ces recommandations prendra du temps. Du côté de l'industrie, il est indispensable que les dirigeants des institutions financières suivent systématiquement les avancées réalisées dans tous ces domaines. Pour les autorités de contrôle, il est primordial d'analyser toujours plus avant les pratiques en matière de gestion des risques des grandes banques contreparties des *hedge funds*, tant sur un mode continu pour acquérir une connaissance intime de ces questions, que par le biais de discussions au sein de forums internationaux visant à apporter des réponses coordonnées à l'accumulation de risques spécifiques. C'est ainsi, par exemple, qu'a pu être traitée avec succès la question de l'accumulation des opérations non confirmées sur dérivés de crédit qui impliquaient de nombreux *hedge funds*.

3 | PROMOUVOIR UNE SURVEILLANCE EFFICACE DES RELATIONS ENTRE HEDGE FUNDS ET AUTRES INSTITUTIONS FINANCIÈRES

La deuxième ligne de défense contre les risques associés aux *hedge funds* réside dans une surveillance efficace des relations commerciales de ces derniers avec leurs contreparties, *prime broker*, et plus généralement banques, mais aussi d'autres institutions et leur clientèle. Cette surveillance peut être assurée par le secteur public, notamment les autorités de contrôle bancaire. Dans certains cas, notamment celui de la lutte contre le blanchiment des capitaux, qui met en œuvre des structures juridiques complexes, ce rôle est essentiel. Cependant, dans une certaine mesure, le secteur privé a lui aussi un rôle à jouer.

Il est primordial que les contrôleurs bancaires, en plus d'émettre des recommandations d'ordre général, examinent les pratiques de gestion des risques des banques, qui constituent les principales contreparties des *hedge funds*. Cette démarche entre dans le cadre de leurs missions de surveillance permanente. À cet égard, les saines pratiques identifiées par le Comité de Bâle ont, dans l'ensemble, été intégrées dans le cadre prudentiel effectif. Les contrôles sur place des activités des banques avec les *hedge funds* font partie des examens courants du risque de contrepartie, mais ils peuvent également être effectués dans le contexte d'enquêtes thématiques visant à évaluer en profondeur les pratiques des principales banques avec ces fonds. La plupart des autorités de contrôle, comme en France, ont ainsi réalisé au cours des dernières années des enquêtes sur place spécifiques visant à s'assurer de l'adéquation de l'organisation interne des établissements à la nature de leurs activités avec les *hedge funds* et des risques qui y sont associés, ainsi qu'à vérifier l'exactitude et la pertinence des informations financières et comptables remises. En particulier, il est important d'insister pour que les saines pratiques appliquées dans un domaine d'activité le soient également dans les autres, ce qui ne peut pas être considéré comme

allant de soi dans tous les grands groupes complexes et peut requérir l'adoption de mesures correctrices.

En outre, il est important de noter que les saines pratiques identifiées par le Comité de Bâle font partie, dans le dispositif Bâle II, des recommandations formulées dans le cadre du pilier 2, c'est-à-dire le processus de surveillance prudentielle qui traite de l'ensemble des risques et pas seulement de ceux couverts par une exigence en fonds propres réglementaires au titre du pilier 1. Ces recommandations permettent de prendre davantage en compte certains risques spécifiques ou très prononcés liés aux expositions aux *hedge funds*, tel le risque de liquidité, de concentration, de perte extrême, de modèle... Ces recommandations mettent également l'accent, au-delà des exigences de fonds propres réglementaires, sur la nécessité pour les banques d'avoir un capital économique leur permettant de gérer leurs activités de manière saine et rentable sur le long terme et d'absorber des chocs comme ceux auxquels ces établissements peuvent être exposés du fait de leur activité, par ailleurs lucrative, avec les *hedge funds*. Ceci devrait sans nul doute contribuer à rendre la surveillance prudentielle des expositions des banques à ces fonds plus proactive et favoriser la coordination au niveau international au travers d'échanges, comme ceux menés au sein du Comité de Bâle. Il convient de remarquer, de manière très positive, que le capital économique assigné par de nombreuses banques à leurs expositions sur les *hedge funds* est souvent beaucoup plus élevé que les fonds propres réglementaires, en particulier lorsque le capital économique intègre correctement les résultats de simulations de crise sévères. Toutefois, note moins positive, toutes les banques ne font pas preuve de la même prudence, s'agissant notamment de la prise en compte de simulations de crises portant sur des impasses de liquidité. De toute évidence, comme mentionné précédemment, ces simulations de crise sont difficiles à mettre en place et leur modélisation est complexe, d'autant plus que l'information sur le comportement des *hedge funds* et leur rôle sur les marchés demeure moindre que pour d'autres institutions financières ou entreprises. Davantage d'analyses internationales concernant les données nécessaires et les modèles potentiels utiles à l'amélioration de la gestion de ces risques seraient à cet égard profitables afin de pouvoir exercer efficacement une pression commune et constructive sur les banques à vocation internationale.

Actuellement, il semble également essentiel de vérifier que les systèmes internes d'information des banques sont bien à même de capturer l'ensemble des expositions de ces dernières sur toutes leurs contreparties individuelles, en particulier les *hedge funds*, et que les autorités de contrôle peuvent, en tant que de besoin, obtenir ces informations. Celles-ci devraient couvrir l'ensemble des différentes activités de l'établissement avec les *hedge funds* (produits dérivés, financements sécurisés, activités de *prime broker*...), sous forme de données à la fois quantitatives (expositions, y compris le risque potentiel futur) et qualitatives (procédures relatives à l'obligation de vigilance, simulations de crise...). La tâche n'est pas facile, parce qu'une banque peut avoir un large spectre d'expositions sur les *hedge funds*, tant directes qu'indirectes. Les expositions directes peuvent résulter de plusieurs types de transactions qui peuvent être classées en deux grandes catégories : d'une part, les opérations pour lesquelles les banques sont la contrepartie d'un fonds, tels les prêts non garantis, les financements sécurisés, les activités de *prime broker* et les dérivés de gré-à-gré ; d'autre part, les opérations pour lesquelles les banques jouent le rôle d'investisseur dans un fonds, à des fins de négociation, placements pour compte propre ou encore en vue de commercialiser à la clientèle des produits traditionnels ou structurés, par exemple indexés sur les rendements d'un fonds mais offrant un capital garanti. Les expositions indirectes sont des expositions sur des contreparties ayant elles-mêmes une exposition sur des *hedge funds* et des marchés financiers affectés par l'activité de ces fonds. Ces différentes expositions sont associées à diverses lignes de métier et, souvent, ne relèvent pas des mêmes systèmes de gestion des risques et de remontée d'information. Il est donc essentiel pour les responsables de la gestion des risques et les cadres dirigeants d'avoir une vue globale de ces risques, qui pourraient sembler suffisamment diversifiés en temps normal, mais s'avérer fortement corrélés en période de crise.

Dans une perspective micro-prudentielle, cette information doit permettre aux autorités de contrôle de vérifier que les banques disposent d'un véritable outil de suivi de l'ensemble de leurs risques malgré la diversité de leurs activités avec les *hedge funds*. Du point de vue de la stabilité financière, elle doit les aider à évaluer le degré de vulnérabilité globale du système bancaire à ces fonds. Le secteur privé a également

mis en lumière, par exemple dans le rapport du CRMPG II, la nécessité d'améliorer la transparence dans ce domaine, mentionnant notamment que les intermédiaires financiers devraient fournir régulièrement à leurs principaux superviseurs des informations quantitatives et qualitatives relatives à leurs risques et être prêts à donner ces informations sur une base *ad hoc* le cas échéant.

Outre les efforts consentis par le secteur public, d'autres acteurs, comme les associations professionnelles de *hedge funds* et les agences de notation, peuvent également participer activement à la promotion de la supervision indirecte. Les associations professionnelles peuvent favoriser la mise en œuvre de codes de bonne conduite. De plus, les agences de notation ont déjà procédé à la notation de divers fonds, des OPCVM mais aussi de quelques *hedge funds*. Même si jusqu'ici elles n'ont guère réussi à attirer la clientèle de ces fonds, elles mettent actuellement au point des méthodologies afin de jouer un rôle plus actif et de développer cette activité. Cette évolution est souhaitable, les agences de notation, du fait de leur rôle, pouvant contribuer à faire accepter plus largement les codes de bonne conduite initiés par la profession et les amener à prendre davantage en compte les intérêts des contreparties et des investisseurs dans les *hedge funds*. La transparence pourrait également s'en trouver accrue, car les agences de notation, œuvrant sur une base multilatérale, seraient en mesure de comparer l'ensemble des fonds notés et de publier une partie de leurs conclusions, contrairement aux banques dont les relations avec les *hedge funds* sont essentiellement bilatérales et qui, bien sûr, ne publient pas d'évaluation de leurs contreparties.

On ne devrait toutefois pas partir du principe qu'un rôle accru des agences de notation modifiera fondamentalement les risques associés aux *hedge funds* par rapport à la situation actuelle. Ces agences ont un rôle moindre que la supervision indirecte, car elles n'influent que sur la discipline de marché, dont les réactions sont parfois imprévisibles. Les informations communiquées au public, aux marchés ou aux régulateurs, au-delà des notations, pourraient également finalement s'avérer peu nombreuses et ne pas être véritablement orientées vers une évaluation des vulnérabilités systémiques. En outre, les agences de notation sont elles-mêmes

parfois critiquées pour des lacunes, notamment l'absence d'une vision suffisamment prospective, ce qui peut poser un problème particulier vis-à-vis des *hedge funds* dont les stratégies sont très fluctuantes.

Enfin, bien que ces agences aient commencé à décrire leurs méthodologies actuelles ou prévues, il est encore trop tôt pour dire quel type exact de notation pourrait devenir la norme de marché vis-à-vis des *hedge funds*. Or, il est probable que cela constituera un facteur déterminant du succès, ou de l'échec, des agences de notation en la matière. De nouvelles analyses internationales menées par les régulateurs et les représentants de l'industrie pourraient se justifier à cet égard. On peut, par exemple, s'interroger sur le fait de savoir si les notations doivent couvrir les procédures de bonne gestion des risques et la transparence, de sorte que l'on puisse s'appuyer sur ces deux aspects, tout en laissant de côté l'évaluation des risques de marché et de crédit des fonds, sachant que :

- ces risques fluctuent très rapidement,
- et que les investisseurs et les contreparties bancaires doivent mettre en place leur propre évaluation des risques comme requis dans le cadre de Bâle II.

Globalement, un rôle accru des agences de notation vis-à-vis des *hedge funds* serait probablement bénéfique en permettant de faire évoluer les positions dans le débat qui oppose les partisans d'un certain laisser faire du marché et ceux en faveur d'interventions publiques actives. Toutefois, ceci ne peut venir qu'en complément de la supervision indirecte évoquée précédemment.

Une transparence « guidée par le marché », c'est-à-dire obtenue grâce à la transparence accrue et à l'obligation de vigilance favorisées par les investisseurs institutionnels et les fonds de *hedge funds*, irait également dans ce sens, mais présenterait des limites relativement similaires, à moins d'être soutenue au niveau international par le secteur public. Il est notamment important d'améliorer la qualité de la valorisation des parts de *hedge funds* et celle des bases de données privées qui existent actuellement concernant ces fonds. De telles bases de données sont utiles et contribuent à la compréhension générale des caractéristiques du secteur des *hedge funds*, qui est nécessaire pour développer les

simulations de crise. En fait, l'analyse factorielle de simples séries de rendements peut déjà livrer des indications intéressantes. Toutefois, ces bases de données présentent actuellement de nombreux biais bien connus, parfois sévères, et même des inconvénients liés, en particulier, au caractère facultatif de la fourniture des informations par les *hedge funds*, celles-ci ne faisant par ailleurs pas l'objet de véritables vérifications. Les fonds de *hedge funds* et les investisseurs institutionnels pourraient améliorer la discipline de marché à cet égard.

Enfin, il convient de noter que les agences de notation, les fonds de *hedge funds* quand ils sont vendus à de petits investisseurs, et les *hedge funds* eux-mêmes lorsqu'ils obtiennent un financement direct par le biais d'une émission obligataire ou lorsqu'ils procèdent à une introduction en bourse sur un marché organisé, relèvent de la compétence des contrôleurs des marchés de valeurs mobilières, tels que l'AMF en France, avec leurs instances internationales de coordination comme l'OICV (Organisation internationale des commissions de valeurs). La surveillance par les membres de l'OICV de certaines des relations des *hedge funds* avec des acteurs non bancaires permet une convergence entre le contrôle des établissements de crédit et celui des opérations sur valeurs mobilières. Cette convergence est de nature à favoriser une gestion plus efficace des risques liés aux *hedge funds*. Certes, il peut exister certains aspects des activités des *hedge funds* qui ne sont soumis à aucune surveillance et pour lesquels les autorités publiques ne peuvent pas contribuer à la discipline de marché. C'est le cas, par exemple, de transactions bilatérales entre deux *hedge funds*, mais cette situation semble assez rare, tout au moins à l'heure actuelle. La coopération entre les superviseurs bancaires et les autorités de surveillance des marchés de valeurs mobilières doit continuer à renforcer la supervision indirecte, lorsque cela est nécessaire, et contribuer à son adaptation à l'évolution des caractéristiques de l'activité des *hedge funds*.

4 | LA MISE EN OEUVRE DE RÈGLES ADAPTÉES EN MATIÈRE DE FONDS PROPRES

Les superviseurs exigent des banques qu'elles détiennent des fonds propres réglementaires au titre d'un volant de précaution en regard des risques

qu'elles prennent. De fait, les exigences en fonds propres forment la troisième ligne de défense contre les risques qu'un établissement financier assume aujourd'hui dans le cadre de ses opérations avec les *hedge funds*.

Les banques classent, à des fins prudentielles, leurs expositions directes aux *hedge funds* soit dans le portefeuille bancaire, soit dans le portefeuille de négociation. Ces expositions au risque sont soumises au traitement correspondant en matière de fonds propres (par le biais des calculs des expositions au risque de crédit dans le portefeuille bancaire ainsi qu'au risque de crédit et au risque de marché dans le portefeuille de négociation).

Ni l'accord de Bâle sur les fonds propres de 1988 (Bâle I), ni l'Amendement concernant les risques de marché de 1996 n'étaient bien adaptés pour traiter les expositions des banques sur les *hedge funds*. Bâle I ne prévoyait pas vraiment de différenciation des exigences en fonds propres en fonction des niveaux de risque de crédit et conduisait donc à l'application d'une pondération maximale de 100 %. Mais les expositions sur les *hedge funds* peuvent s'avérer nettement plus risquées que celles vis-à-vis des entreprises, compte tenu notamment de l'effet de levier et du manque d'informations relatifs à ces fonds. L'application d'une pondération de 100 % aux expositions sur ces derniers est ainsi vite apparue inadaptée. En outre, l'Amendement concernant les risques de marché, tout en permettant l'utilisation de modèles internes à des fins réglementaires, présentait des difficultés pour bien prendre en compte les risques au-delà des hypothèses relatives au risque potentiel de perte maximale ou VaR (soit un intervalle de confiance de 99 % et une période de détention de dix jours ouvrés). En particulier, comme le montrent les enquêtes sur place, l'hypothèse selon laquelle les positions peuvent être liquidées ou couvertes dans un délai de dix jours peut s'avérer inappropriée dans le cas de nombreuses expositions sur des *hedge funds*. Par exemple, les participations dans des *hedge funds* ou des fonds de fonds, détenues aux fins de couverture de produits structurés offerts aux investisseurs, sont généralement enregistrées par les banques dans le portefeuille de négociation même si ces participations sont peu liquides, étant donné, notamment, la faible fréquence à laquelle les fonds émetteurs peuvent les rembourser (généralement sur une base mensuelle ou trimestrielle, quelquefois semestrielle). L'intégration dans le portefeuille de

négociation de telles participations a par conséquent généralement abouti à des exigences en fonds propres insuffisantes : elles contribuent de façon seulement marginale à la VaR globale sur le portefeuille de négociation des institutions, même si elles peuvent présenter des risques considérables.

Bien que Bâle II ne prévoit pas de traitement spécifique pour les expositions sur les *hedge funds*, il est nettement mieux adapté pour traiter les risques qui y sont associés. Premièrement, en ce qui concerne le portefeuille bancaire, l'éventail dans Bâle II des pondérations en fonction du risque est beaucoup plus large que dans l'accord de 1988 et conduit, notamment dans l'approche fondée sur les notations internes, à l'application de pondérations supérieures à 100 % pour les expositions vis-à-vis de contreparties présentant une probabilité de défaut élevée. Deuxièmement, les propositions faites par le CBCB et l'OICV en juillet 2005, dites Bâle 2.5, incluses dans la version complète du dispositif Bâle II, améliorent le dispositif réglementaire applicable au portefeuille de négociation, y compris pour les expositions sur les *hedge funds*. En effet, ces mesures visent à clarifier les différents types d'exposition pouvant être enregistrés dans le portefeuille de négociation et donnent des indications complémentaires sur les méthodes de valorisation prudentes et les simulations de crise applicables à ces expositions. Les banques devront ainsi mettre en œuvre un ensemble de mesures et de procédures claires pour déterminer quelles sont les positions qui peuvent être incluses dans le portefeuille de

négociation et celles qui doivent en être exclues. À cet égard, le Comité de Bâle estime que les parts de *hedge funds* détenues pour compte propre (*open equity stakes*) doivent être enregistrées dans le portefeuille bancaire, en raison des contraintes importantes qui pèsent sur la capacité des banques à liquider ces positions et à les valoriser quotidiennement de façon fiable. Il est important qu'une telle orientation soit mise en œuvre de façon stricte et cohérente au niveau international.

Ces mesures auront pour résultat une augmentation appropriée du niveau des exigences de fonds propres associées aux positions du portefeuille de négociation qui sont moins liquides ou présentent un risque de défaut élevé, comme cela est le cas pour certaines expositions sur *hedge funds*. Les banques devront détenir des fonds propres réglementaires pour se protéger contre un tel risque, sous la forme d'une exigence complémentaire au titre du risque de défaut (*incremental default risk charge*). Ces mesures favoriseront la convergence des exigences de fonds propres requises entre le portefeuille bancaire et le portefeuille de négociation et réduiront ainsi les possibilités d'arbitrage réglementaire entre ces portefeuilles. En outre, les mesures complémentaires du pilier 2 dans le cadre de Bâle 2.5 obligeront les banques à démontrer qu'elles détiennent suffisamment de capital économique pour couvrir de façon adéquate les risques liés à ces expositions vis-à-vis des *hedge funds*, en tenant compte des données relatives aux effets de valorisation interne et aux simulations de crise.

Pour les superviseurs, il est essentiel de déterminer les bonnes interactions entre discipline de marché et supervision indirecte. Une supervision indirecte efficace repose sur la combinaison de plusieurs éléments qui se renforcent mutuellement et contribuent ensemble à améliorer la résistance du système financier aux chocs : des contrôles internes poussés au sein des institutions financières qui sont les principales contreparties des hedge funds (gestion du risque), des contrôles externes efficaces de ces établissements (surveillance) et un volant de sécurité en fonds propres suffisant pour couvrir les risques pris vis-à-vis du secteur des institutions à fort effet de levier (adéquation des fonds propres).

Comme cela a déjà été mentionné, les travaux se poursuivent en permanence dans ce domaine et une coopération internationale est nécessaire entre les contrôleurs bancaires, ainsi qu'avec d'autres superviseurs, afin de parvenir à une convergence des réglementations et des pratiques prudentielles face à de nouveaux défis. Il s'agit de la bonne méthode pour obtenir des résultats efficaces dans un contexte de pressions concurrentielles dans le secteur financier, pressions qui sont souvent positives mais quelquefois trop limitées à un horizon de court terme.

En outre, la supervision indirecte doit être favorisée par une transparence multiforme permettant de renforcer la discipline de marché : les institutions financières doivent obtenir des informations suffisamment détaillées de la part des hedge funds, tant directement qu'indirectement, afin de pouvoir gérer leurs risques de façon efficace. Dans la pratique, les hedge funds n'offrent encore à leurs contreparties bancaires qu'une transparence trop souvent limitée. La redéfinition de la quantité et de la qualité des informations qu'ils échangent demeure un défi à relever. Cela est également vrai pour la transparence globale des hedge funds vis-à-vis du marché. Une transparence totale n'est ni réaliste ni souhaitable lorsqu'elle exerce une incidence négative sur l'efficacité du marché. Une plus grande transparence est toutefois nécessaire pour garantir la stabilité et l'intégrité financière et le secteur des hedge funds doit progresser dans cette direction pour continuer à bien se développer.

Enfin et surtout, permettez-moi de souligner que les objectifs micro-prudentiels et macro-prudentiels peuvent et doivent converger. D'une part, les simulations de crise améliorent la gestion du risque au niveau des différents établissements. D'autre part, ces simulations doivent prendre en compte les effets de second tour, c'est-à-dire le risque systémique, même si le coût de réalisation de tests aussi sophistiqués peut quelquefois sembler élevé au secteur bancaire, tout au moins à première vue. Il s'agit là d'une étape très importante pour l'approche macro-prudentielle : lorsque les superviseurs bancaires, dans le cadre de leur approche micro-prudentielle traditionnelle, demandent des simulations de crise plus complètes à chaque institution financière, ils contribuent à forcer les banques à prendre en compte le coût qu'elles supporteraient si un risque systémique se produisait. C'est un moyen important et efficace de renforcer la stabilité financière.

Quelles sont les principales questions liées aux *hedge funds* ?

CHRISTIAN NOYER

Gouverneur

Banque de France

La santé et le dynamisme des marchés financiers modernes dépendent largement de la présence d'institutions et d'investisseurs innovants et disposés à prendre des risques. Les hedge funds contribuent fortement à favoriser l'efficience et la stabilité des marchés.

La valeur ajoutée que les hedge funds apportent en théorie peut toutefois ne pas se matérialiser pleinement dans la pratique, comme l'indique l'analyse de leurs performances, mais les investisseurs doivent être en mesure d'apprécier cela par eux-mêmes.

Le rôle et l'influence propres des hedge funds sur les marchés sont susceptibles d'accroître les risques de manipulation et d'abus de marché. Cependant, les hedge funds ne diffèrent pas fondamentalement, sur ce plan, des autres investisseurs : la mise en œuvre rigoureuse et efficiente des règles et des procédures existantes devrait suffire à préserver l'intégrité des marchés.

Il y a une interrogation sur la nécessité d'introduire, pour les hedge funds qui collectent indirectement l'épargne des petits investisseurs, des exigences plus fortes en matière de « gouvernance », sous la forme de codes de bonne conduite pour la profession, en renforçant les mécanismes de marché par un processus de « notation » ou encore par des réglementations plus contraignantes. L'un des points à considérer est de savoir dans quelle mesure il conviendrait d'inciter les hedge funds à mettre en œuvre la panoplie de bonnes pratiques proposées par l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV) en matière de valorisation des actifs.

Les activités des hedge funds peuvent créer un risque systémique, à travers d'éventuelles pertes pour les créanciers bancaires et via l'incidence possible sur les banques de dynamiques de marché défavorables. Les moyens envisageables pour contenir ce risque doivent prendre en compte ces deux aspects. Premièrement, il est essentiel que les autorités de supervision interviennent de façon appropriée auprès des prime brokers afin qu'ils demandent aux hedge funds et obtiennent d'eux des informations complètes, et qu'ils instaurent un dispositif exhaustif de gestion des risques attachés à l'ensemble de leurs expositions vis-à-vis des hedge funds. Deuxièmement, les autorités peuvent sans doute encourager une organisation des infrastructures qui permette d'améliorer les informations disponibles sur les marchés où opèrent les hedge funds. Enfin, les autorités peuvent examiner comment accéder, au cas par cas, aux informations pertinentes sur les engagements et les positions des hedge funds.

Les *hedge funds* jouent un rôle de plus en plus actif sur de nombreux marchés financiers et ont récemment fait l'objet de beaucoup d'attention. Cet article vise à éclairer quelques-unes des principales questions qui alimentent le débat international actuel sur les *hedge funds*.

1| LE RÔLE DES HEDGE FUNDS SUR LES MARCHÉS FINANCIERS

1|1 *Hedge funds*, efficience, liquidité et stabilité des marchés

Toute discussion doit débiter par une reconnaissance claire des apports des *hedge funds* à l'efficience des marchés financiers, ainsi que par la reconnaissance du fait que la plupart ou certains de ces apports n'existeraient pas si les *hedge funds* étaient régulés de manière directe et spécifique.

L'efficience des marchés suppose que les prix reflètent à tout moment toute l'information dont peuvent disposer les investisseurs. Cela signifie que toutes les opportunités d'arbitrage rentables peuvent être exploitées en permanence, y compris entre actifs ayant des caractéristiques différentes en termes de risque.

L'efficience des marchés dépend de conditions « techniques », c'est-à-dire de la possibilité de confronter l'offre et la demande d'instruments financiers grâce à une infrastructure appropriée. Cette efficience technique est une condition nécessaire mais non suffisante. Au plan économique, l'efficience exige également que certains opérateurs des marchés acceptent de supporter des coûts (parfois) importants afin de recueillir des informations et prennent alors le risque d'agir sur la base de ces informations dans l'espoir de réaliser un bénéfice. Ces opérations font évoluer les marchés, garantissant ainsi que les prix reflètent l'information disponible. Ce processus de « découverte des prix » repose sur la capacité de certains investisseurs à détenir des informations en exclusivité et à en tirer parti. Cela signifie qu'il existe sur les marchés des poches d'inefficience, qui peuvent être exploitées par des investisseurs bien

informés. En d'autres termes, selon un paradoxe bien connu ¹, un marché n'est efficace que si certains investisseurs croient qu'il est inefficace.

C'est la raison essentielle pour laquelle il ne faut pas contraindre les *hedge funds* à être publiquement transparents quant à leurs positions et leurs stratégies.

Les *hedge funds* sont très bien placés pour promouvoir l'innovation financière, comme le montre leur engagement important sur des marchés complexes et innovants (par exemple, le crédit structuré). Une grande partie de leurs travaux de recherche est consacrée à la définition de nouvelles stratégies et de nouveaux produits visant à regrouper, à répartir et à détenir le risque.

Les *hedge funds* amènent sur le marché des investisseurs ayant une propension sans doute plus élevée (en tout cas différente) à prendre des risques. Ils accroissent ainsi la capacité de prise de risque disponible au sein du système financier et contribuent à une meilleure allocation des risques.

L'hétérogénéité des investisseurs est propice à la stabilité des marchés. Si tous les intervenants avaient des préférences et des profils de risque identiques, les marchés n'auraient quasiment aucune activité. Dans la mesure où les *hedge funds* affichent des profils de risque et une aversion au risque différents (et disposent de moyens propres en matière d'analyse et d'accès à l'information), ils peuvent agir « à contre-courant » lorsque les prix s'éloignent de leur niveau d'équilibre et contribuer à stabiliser les marchés financiers en fournissant, dans de telles circonstances, un supplément de liquidité.

1|2 Constat mitigé des apports supposés des *hedge funds*

Les nombreux avantages théoriques supposés des *hedge funds*, décrits ci-dessus, ne se concrétisent pas toujours. De nombreux travaux ont été consacrés à l'évaluation des performances des *hedge funds*. Leurs résultats ne sont pas tous concluants, en raison en partie de difficultés en termes de disponibilité et de fiabilité des données. Les déclarations aux bases de données externes, qui calculent les

1 S. Grossman et J. Stiglitz (1980) : "On the impossibility of informationally efficient markets", *American Economic Review* 70 (3), juin

rendements agrégés des *hedge funds*, ne sont pas obligatoires. Par ailleurs, les résultats de ces travaux peuvent être affectés par de nombreux biais statistiques. Cela étant, ils semblent mettre en cause la diversification réelle et l'amélioration du ratio risque/rendement à long terme induites par certaines stratégies d'investissement mises en œuvre par les *hedge funds*.

Selon certaines estimations, la corrélation entre les rendements des *hedge funds* s'est renforcée au cours des dernières années, ce qui traduit une grande similitude entre leurs stratégies d'investissement. Le fait que ces rendements soient corrélés aux performances des marchés d'actions (voire aux rendements des marchés de taux et à ceux des opérations de portage de devises) amène à douter que les *hedge funds* produisent un « rendement absolu » et apportent une contribution effective à la diversification des portefeuilles.

Dans certains cas, il n'est donc pas évident que l'obtention de rendements plus élevés soit attribuable à une sélection de portefeuille vraiment innovante (produisant de l'*alpha* ou « surperformance ») plutôt qu'à une prise de risque plus systématique (en exploitant le *beta*). Dans cette deuxième hypothèse, la question se pose de savoir si les commissions touchées par les gérants de *hedge funds* (en général, 2 % des actifs gérés plus 20 % des bénéfices) sont toujours conformes aux résultats obtenus. La structure de ces commissions peut également créer un biais en faveur des stratégies d'investissement (comme la vente d'options de vente), qui rapportent la plupart du temps des rendements élevés avec un risque de perte fort mais peu probable.

Même s'ils sont réels, ces problèmes ne justifient pas en eux-mêmes la moindre forme de régulation. Ceux qui investissent dans les *hedge funds* sont (ou devraient être) capables d'agir en toute connaissance de cause. Les gérants de *hedge funds* qui obtiennent des rémunérations anormalement élevées devraient progressivement être mis en cause et éliminés grâce à l'augmentation de la concurrence. En effet, plusieurs banques d'investissement commencent maintenant à vendre des instruments synthétiques reproduisant les stratégies des *hedge funds* et produisant des rendements comparables avec des coûts nettement moindres pour les investisseurs.

2 | RISQUES POUR LE SYSTÈME FINANCIER LIÉS AUX HEDGE FUNDS

2|1 Protection des investisseurs

Les particuliers qui bénéficient de très hauts revenus constituent encore l'essentiel de ceux qui investissent dans les *hedge funds*, mais ceux-ci mobilisent aujourd'hui une part plus importante de l'épargne des ménages par le biais d'investisseurs institutionnels (essentiellement des fonds de fonds et des fonds de pension). Ces investisseurs représentent maintenant près de 30 % des sommes investies. L'investissement direct dans les *hedge funds* n'était traditionnellement accessible qu'aux investisseurs fortunés, en raison de tickets d'entrée élevés (100 000 dollars au minimum). Certains dispositifs réglementaires (en France, par exemple) imposent effectivement des barrières quantitatives élevées pour l'investissement direct dans les *hedge funds* (de 125 000 à 250 000 euros). Cependant, le développement du secteur des fonds de *hedge funds* a réduit ce genre d'obstacle et a considérablement abaissé le montant à déboursier pour une exposition indirecte aux *hedge funds*. De même, les fonds de pension ont accru leurs placements alternatifs (y compris dans les *hedge funds*).

Cette implication croissante des petits investisseurs dans les *hedge funds* (*retailisation*) n'appelle pas à elle seule une réglementation spécifique des *hedge funds*, à condition toutefois que des mesures appropriées de protection des investisseurs soient prises par ailleurs, en toute indépendance. En ce qui concerne les fonds de fonds, il convient d'accorder une attention particulière aux conditions de leur autorisation, à leurs règles de gouvernance, à la répartition de leurs actifs et à l'obligation de vigilance. Pour les fonds de pension, la responsabilité et le contrôle des gérants pourraient être renforcés.

En dépit de ces mesures de protection des investisseurs, les méthodes de valorisation utilisées par les *hedge funds* constituent un sujet de préoccupation, notamment pour les instruments financiers complexes ou peu liquides. Les *hedge funds* investissent fréquemment dans des actifs complexes ou peu liquides par nature mais aussi dans des actifs plus liquides pour des montants si élevés qu'il

devient parfois difficile d'évaluer leurs positions. Par ailleurs, comme la rémunération des gérants repose sur les bénéfices en fin d'année exprimés en valeur de marché, ou plus souvent en valeur de modèle, la tentation peut alors être grande de valoriser les positions de façon trop optimiste. En d'autres termes, étant donné la structure d'incitation des gérants des *hedge funds*, leurs intérêts ne coïncident pas nécessairement de façon parfaite et en permanence avec ceux de leurs investisseurs. Il n'est donc pas évident de concilier les deux objectifs suivants : d'une part, donner aux gérants de *hedge funds* une marge de manœuvre suffisante pour évaluer leurs actifs les plus complexes et, d'autre part, assurer l'intégrité de cette valorisation, notamment lorsque l'argent des petits investisseurs est (indirectement) en jeu.

2|2 L'intégrité des marchés

S'agissant de l'intégrité des marchés, qui a trait à l'abus de marché et au délit d'initié, il existe des risques réels. Ils ne sont pas propres aux *hedge funds*, mais peuvent se développer plus facilement dans ce cas. Les informations internes sensibles peuvent ne pas être gérées de manière appropriée dans les *hedge funds*, en partie parce qu'ils ne sont pas soumis aux « murailles de Chine » ou à des règles similaires. Des conflits d'intérêt peuvent apparaître si un fonds est engagé sur plusieurs marchés, et est tenté d'utiliser sur un marché des informations obtenues en participant à un autre marché (par exemple, des *hedge funds* impliqués dans le capital-investissement pourraient utiliser des informations ainsi obtenues pour réaliser des opérations sur les marchés de crédit). En outre, les *hedge funds* ont acquis une position dominante sur certains marchés (comme le crédit structuré) et pourraient être en mesure de se livrer à des manipulations de prix.

De ce point de vue, les *hedge funds* ne sont cependant pas fondamentalement différents des autres investisseurs : la mise en œuvre rigoureuse et efficiente des règles et des procédures existantes devrait suffire à préserver l'intégrité des marchés. Toutefois, elle pourrait être compliquée, en particulier parce que les *hedge funds* interviennent sur des compartiments de marché relativement opaques et effectuent des opérations transversales complexes, touchant plusieurs marchés, et difficiles à contrôler par les autorités de supervision.

2|3 Le risque systémique

Le risque systémique apparaît dès lors que la défaillance d'une institution peut entraîner des conséquences très défavorables pour un nombre significatif d'autres institutions. Il existe de nombreux canaux de transmission possibles :

- un accroissement du risque de contrepartie, la défaillance d'une entité pouvant compromettre la viabilité de ses contreparties, déclenchant ainsi une réaction en chaîne ;
- une réduction de la liquidité de marché découlant du fait que pour se prémunir contre une défaillance, une institution financière peut se mettre à vendre ses actifs et à liquider ses positions, une telle action étant susceptible de créer des brutales corrections de prix ; si d'autres institutions comptabilisent leurs actifs en valeur de marché, elles procéderont à leur tour à des liquidations, aggravant ainsi les conséquences du choc initial ;
- une contagion « pure » déclenchée, par exemple, par une réévaluation générale des risques au sein d'une catégorie d'actifs spécifique ou d'un large éventail d'actifs.

De ce point de vue, il est clair que les *hedge funds* pourraient présenter des risques significatifs et spécifiques. Tout d'abord, ils sont des acteurs importants, souvent dominants, dans plusieurs des principaux compartiments de marché. Ils représentent environ 40 % du volume de transactions des principales places boursières. Ce sont les principaux opérateurs sur les marchés de crédit : ils représentent 27 % des investisseurs en obligations à rendement élevé selon TBMA (The Bond Market Association), un quart du volume d'activité des dérivés de crédit selon Fitch. Plus que d'autres investisseurs, les *hedge funds* poursuivent des stratégies globales, couvrant plusieurs marchés, et peuvent renforcer les interconnexions (positives and négatives) entre les marchés de différents pays et différentes catégories d'actifs.

Dans certains cas, l'activité des *hedge funds* peut conduire à des marchés à sens unique et à une plus grande volatilité sur des compartiments de marché moins liquides, en particulier durant les périodes de tensions. Puisque les *hedge funds* contribuent fortement à la liquidité de certains marchés, cette

liquidité peut s'assécher très rapidement s'ils décident de se retirer et de clore leurs positions simultanément². De plus, ils peuvent disposer d'un effet de levier très élevé soit directement (en empruntant auprès des *prime brokers*), soit indirectement (en utilisant des dérivés de crédit). Ils peuvent ainsi se révéler particulièrement vulnérables à une baisse soudaine de la liquidité de marché. Enfin et surtout, les *hedge funds* entretiennent des relations d'affaires étroites et permanentes avec de grandes banques, qui sont des acteurs centraux du système financier.

En dehors de l'intervention du « prêteur en dernier ressort » (qui ne sera pas traitée ici), la meilleure protection contre le risque systémique s'appuie sur deux piliers préventifs : une solide assise en fonds propres pour les principaux opérateurs de marché et une gestion efficace du risque.

Les *hedge funds* ne possèdent pas de fonds propres, mais s'appuient sur le capital de leurs investisseurs. Des périodes d'immobilisation des fonds investis (habituellement d'un ou deux ans) favorisent la stabilisation du système financier dans les périodes de tensions, puisque le capital est soumis à une contrainte de disponibilité et d'absorption des chocs. Un autre volant de précaution est constitué par les exigences en matière de marge et de garanties imposées aux *hedge funds* par les *prime brokers*, ce qui devrait isoler les banques prêteuses des difficultés rencontrées par leur clientèle de *hedge funds*. Enfin, les banques sont fortement incitées à promouvoir des systèmes de gestion des risques précis et complets auprès de leur clientèle de *hedge funds*.

Ces deux piliers forment une base très solide pour une discipline de marché efficace s'agissant de la prise de risque et de l'activité des *hedge funds*. Ils ont fonctionné avec succès lors des épisodes récents. Les exemples les plus récents de perturbations liées aux *hedge funds* (la crise de mai 2005 sur les marchés de crédit et la faillite du fonds Amaranth en septembre 2006) en sont l'illustration.

Cependant, ces épisodes se sont déroulés dans un contexte économique très favorable, et les conséquences des difficultés des *hedge funds* sur la stabilité financière pourraient être différentes dans un environnement moins propice.

En outre, certaines fragilités réelles ou potentielles sont perceptibles dans le fonctionnement actuel de la discipline de marché. Une partie du mécanisme conçu pour protéger chaque institution pourrait accroître, plutôt que réduire, certains aspects du risque systémique en période de tensions. Les appels de marge, tout en garantissant les prêteurs contre une perte éventuelle, peuvent entraîner une liquidation à grande échelle d'actifs et de positions par les *hedge funds* sur des marchés baissiers, en particulier dans le contexte d'une comptabilisation en juste valeur, accroissant ainsi le risque de contagion par le retrait de liquidité et l'instabilité du marché.

Une autre inquiétude réside dans l'épuisement rapide du volant de précaution des *hedge funds* dans les situations de crise si leur effet de levier est élevé, ainsi que l'illustre la faillite du fonds Long-Term Capital Management (LTCM) en 1998. Il ne semble pas que ce soit le cas actuellement, des informations ponctuelles indiquant que l'effet de levier reste limité par rapport à la période antérieure à l'affaire LTCM. Mais il est en hausse. Par ailleurs, l'effet de levier *effectif* est devenu notoirement difficile à mesurer, en raison des difficultés à appréhender l'empilement de différentes strates d'effet de levier, et en particulier celui intégré aux formes les plus complexes des dérivés de crédit³.

Une dernière préoccupation importante concerne la complexité et la fragilité de la relation entre les *hedge funds* et leurs *prime brokers*. Les incitations des *prime brokers* ne sont pas toujours parfaitement cohérentes avec les exigences d'une véritable discipline de marché, ces entités dépendant des *hedge funds* pour une part très importante de leurs revenus. Si les superviseurs bancaires n'exerçaient pas de pressions, la concurrence entre les *prime*

2 Le cas s'est produit en mai 2005 lorsqu'un certain nombre de hedge funds ont essayé de dénouer des positions similaires sur des tranches d'indices de swaps de défaut, provoquant un désordre temporaire mais de grande envergure, avant que d'autres hedge funds n'entrent sur le marché pour exploiter les anomalies de prix résultant de cette situation.

3 Pour l'illustrer clairement, imaginons qu'un montant de valeur 100 soit investi dans un fonds de fonds. C'est le capital total. Ensuite, le fonds emprunte 200 et investit le capital et l'argent emprunté (soit 300) dans un autre hedge fund. Cet autre fonds emprunte encore 300 et investit le total (soit 600) dans une tranche de CDO (collateralized debt obligations) subordonnées, qui fait habituellement l'objet d'un effet de levier de facteur 10. Globalement, l'exposition totale du fonds de fonds est de 6 000 mais avec un capital à 100, soit un effet de levier de 60 fois le capital ! Avec une telle pyramide d'endettement, une baisse de 2 % de la valeur des actifs suffit à effacer la totalité du capital.

brokers pour capter la clientèle des *hedge funds* entraînerait une application relativement laxiste des procédures de suivi des risques et de la discipline de marché. De plus, de nombreux *hedge funds* traitent avec plusieurs *prime brokers*, sans qu'aucun ne dispose instantanément d'une vision complète de leurs activités, de leur profil de risques, et de leur exposition. Enfin, les *hedge funds* et les *prime brokers* peuvent être concurrents sur plusieurs activités, et se trouver ainsi sur deux côtés opposés du marché. Ceci crée des conflits d'intérêt intrinsèques et limite *de facto* la quantité et la qualité du flux d'information qui peut être échangé entre eux.

3| PREMIERS ÉLÉMENTS DE CONCLUSION

Il ressort de l'analyse qui précède deux points importants, qui doivent être développés afin de structurer le débat relatif aux *hedge funds*.

3|1 Les conséquences de la participation croissante des petits investisseurs aux *hedge funds*

D'un côté, les règles et les procédures existantes en matière de protection des investisseurs doivent constituer le fondement d'une réglementation efficace dans ce domaine. D'un autre côté, la façon dont ces règles peuvent systématiquement être rendues compatibles avec l'environnement non transparent dans lequel opèrent les *hedge funds* n'apparaît pas clairement. La question se pose de savoir s'il faudrait introduire, pour les *hedge funds* qui collectent indirectement l'épargne des petits investisseurs, des exigences plus fortes en matière de « gouvernance », sous forme de codes de conduite pour la profession, de mécanismes de marché renforcés par un processus de « notation » ou encore de réglementations plus contraignantes. À cet égard,

les travaux de l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV) visant à développer une panoplie de bonnes pratiques pour la valorisation des actifs des *hedge funds* semblent très prometteurs⁴. Afin d'encourager les *hedge funds* à mettre en œuvre ces pratiques, les superviseurs bancaires pourraient en tenir compte dans la détermination des exigences en fonds propres des *prime brokers*.

3|2 Les implications des activités des *hedge funds* en termes de risque systémique

Des risques potentiels peuvent apparaître à la fois directement, par le biais des pertes potentielles que les *prime brokers* pourraient subir du fait de leur exposition aux *hedge funds*, mais également de façon indirecte, en liaison avec des dynamiques de marché défavorables déclenchées par ces fonds (par exemple, les perturbations affectant la liquidité du marché en raison d'une liquidation désordonnée des portefeuilles). De telles dynamiques sont susceptibles d'avoir une incidence significative sur les banques, même si celles-ci ont géré leur risque de contrepartie avec prudence. Par conséquent, le défi consiste non seulement à favoriser la discipline de marché dans le cadre de la relation entre *hedge funds* et *prime brokers*, même si cet aspect est essentiel et demeure une condition préalable, mais également à prévenir, ou tout au moins à atténuer, les conséquences d'éventuelles dynamiques de marché défavorables.

Les marchés financiers ont connu des changements structurels importants depuis le Rapport de 2000 du Forum de Stabilité financière sur les institutions à fort effet de levier. Schématiquement, ces évolutions se résument à l'observation suivante : la dynamique des marchés financiers est de plus en plus dissociée des opérations d'intermédiation bancaire. La distribution et l'allocation des risques, et donc de la liquidité, s'effectuent de plus en plus en dehors du bilan des banques, même si ces dernières conservent un rôle central dans le système financier par le biais du modèle « création et distribution »⁵.

⁴ Au sein d'un groupe réunissant les régulateurs et les représentants du secteur de la gestion alternative, l'OICV a proposé des procédures normalisées dans le domaine de la valorisation des *hedge funds* et a réparti les responsabilités entre les différentes parties concernées s'agissant du processus de valorisation : le courtier principal, le dépositaire, l'auditeur et, naturellement, le gérant. L'OICV a publié un ensemble de principes directeurs que les professionnels seront encouragés à appliquer à leur propre situation.

⁵ Ce terme désigne le processus par lequel les banques accordent des prêts qu'elles revendent ensuite à d'autres institutions (souvent non-bancaires).

Ces changements concernent en premier lieu le développement de la titrisation et des dérivés de crédit, qui ont facilité la dispersion du risque de crédit entre acteurs et entre secteurs du système financier. Toutefois, cette évolution aboutit également à rendre les marchés plus opaques, compliquant ainsi l'identification des porteurs finaux du risque et des interactions entre les différents compartiments du marché.

En liaison avec la croissance des produits dérivés, les moyens utilisés pour créer un effet de levier dans le système financier se sont développés et diversifiés au-delà du secteur bancaire. En particulier, l'importance des instruments de levier « intégrés » (par exemple dans le cas des CDO) s'est accrue, permettant l'accumulation de différents niveaux d'endettement et donc de nouvelles formes de concentration des risques.

Enfin, de nouveaux défis sont apparus en matière de valorisation des instruments financiers complexes. Les modèles utilisés pour mesurer l'exposition et évaluer le risque des instruments les plus récents, souvent peu liquides, ont, par définition, un fondement empirique moins solide.

Jusqu'à présent, ces modifications structurelles sont intervenues dans un contexte financier très favorable caractérisé par une liquidité abondante, une hausse généralisée des prix d'actifs et une volatilité modérée. Certes, les techniques de gestion des risques se sont également améliorées de façon notable, dans un effort continu d'adaptation à ce nouvel environnement. Cependant, le système financier actuel reste essentiellement un monde qui n'a pas connu de situation de crise.

Dans un paysage financier aussi nouveau et en évolution rapide, il n'est pas facile d'imaginer à quoi ressemblerait une crise liée à un *hedge fund*. Une crise découle souvent de la conjonction de plusieurs causes. Par conséquent, il nous faut observer un certain degré d'humilité et de prudence en ce qui concerne notre capacité à anticiper la nature et la dynamique des crises qui pourraient affecter le système financier, en particulier s'agissant de la concentration du risque et de la possibilité de nombreuses positions similaires sur

les marchés. Cependant, il est difficile d'ignorer la question pratique de savoir qui doit détenir quelles informations et quand afin de minimiser le risque systémique et y faire face de manière efficace lorsqu'il se matérialise.

Deux pistes peuvent être explorées à cet effet :

• **Améliorer les informations disponibles concernant les marchés sur lesquels opèrent les hedge funds.**

La capacité à enregistrer les opérations de manière centralisée et harmonieuse, grâce à des technologies avancées, est l'une des forces intrinsèques des marchés disposant d'une infrastructure organisée par rapport à ceux qui fonctionnent entièrement de gré à gré. Ainsi, il est plus facile de savoir ce que font les principaux intervenants sans avoir à mettre en place un lourd dispositif de déclaration, qui serait nécessaire, en revanche, sur un marché de gré à gré. L'exemple du marché des dérivés de crédit est très pertinent à cet égard, dans la mesure où la mise en place d'un « entrepôt de données »⁶ (*data warehouse*) fournira probablement des informations précieuses pour la stabilité financière, même si ce n'était pas son objet premier. Les autorités de régulation peuvent sans doute encourager l'« organisation » d'une telle infrastructure sur certains compartiments ou plateformes de marché jugés importants pour la stabilité financière, à l'instar des initiatives prises par la Federal Reserve Bank of New York au sujet des produits dérivés de gré à gré, et à encourager les *hedge funds* à utiliser de telles infrastructures. Cela servirait également à prévenir les abus de marché et les délits d'initié.

• **Élaborer des processus destinés à obtenir des informations pertinentes pour la gestion de crise.**

Afin d'utiliser de manière judicieuse et efficace leurs outils de gestion de crise sans créer d'aléa moral, les autorités peuvent avoir besoin, à un certain moment, d'accéder à des informations critiques. Une piste à explorer consisterait, pour elles, à concevoir des processus leur donnant accès, au cas par cas, aux informations pertinentes concernant les expositions et les positions des *hedge funds*. Il peut être utile de s'assurer au préalable de la facilité et de la rapidité d'obtention des informations propres aux *hedge funds* en cas de besoin.

⁶ Des travaux ont été entrepris sous l'égide du Comité du G 10 sur les systèmes de paiement et de règlement concernant l'infrastructure des marchés de produits dérivés de gré à gré et aux moyens de la renforcer.

Enfin, ces pistes ne seraient pas aussi efficaces si elles n'étaient pas précédées d'une emprise plus ferme des autorités de supervision sur la relation entre *hedge funds* et *prime brokers*. En particulier, les autorités de supervision devraient insister (et le font effectivement) sur la nécessité pour les *prime brokers* de demander aux *hedge funds* et d'obtenir d'eux des informations suffisantes afin non seulement d'évaluer leur propre risque, mais également d'obtenir une

vision plus large des conséquences des activités de leurs clients à travers les marchés financiers (notamment par le recours aux simulations de crise ou *stress test*). Cette « surveillance indirecte » est l'approche qui implique le moins d'ingérence et aussi la plus efficace à court terme, notamment à l'échelle internationale. Avec la mise en œuvre du pilier II de l'accord de Bâle II, les superviseurs disposeront d'outils supplémentaires à cet égard.

La surveillance des *hedge funds* : un point de vue de stabilité financière

LUCAS D. PAPADEMOS

Vice-président

Banque centrale européenne

Les capitaux investis dans les hedge funds ont été élevés au cours des dernières années et continuent de l'être. Par conséquent, la présence et le rôle de ces fonds d'investissement sur les marchés financiers mondiaux sont devenus de plus en plus importants, et même beaucoup plus que le montant des fonds qu'ils gèrent ne pourrait le laisser penser. Cela s'explique par le fait que les hedge funds peuvent financer et, de fait, financent leurs placements en s'endettant. Dans certains cas, le volume de leurs actifs à effet de levier est même comparable à celui des actifs des grandes banques. La participation croissante et active des hedge funds à un grand nombre de marchés financiers implique que le fonctionnement de ces marchés pourrait être sensiblement affecté si le secteur des hedge funds connaissait de fortes tensions.

La contribution positive des hedge funds à l'efficacité et à la liquidité des marchés financiers mondiaux est largement reconnue, mais n'occulte pas les inquiétudes quant aux risques que leurs activités pourraient faire peser sur la stabilité financière en période de tensions. Le manque de transparence et la rareté des données publiques disponibles sur leurs bilans et leurs activités impliquent de grandes difficultés pour l'analyse de la stabilité financière. S'il est possible de recourir à une multitude de sources d'informations pour analyser les activités des hedge funds (presse financière spécialisée, bases de données commerciales, rapports trimestriels, indices de rendement, études universitaires, données prudentielles et surveillance des marchés), ces sources ne suffisent pas à réaliser un suivi adéquat et une évaluation solide sous l'angle de la stabilité financière.

Trois types d'indicateurs seraient très utiles à l'analyse de la stabilité financière : les indicateurs relatifs à l'exposition des banques aux hedge funds ; les indicateurs permettant d'évaluer l'importance des positions similaires ; ceux qui facilitent l'appréciation des vulnérabilités endogènes de ces fonds. Le dernier type d'indicateurs concernerait les mesures du risque de liquidité des financements, de l'effet de levier et des expositions au risque de marché. La construction de ces indicateurs serait grandement facilitée si un minimum d'informations relatives aux bilans des hedge funds à effet de levier était disponible. À défaut, on doit recourir à différentes méthodes d'estimation.

Une analyse de ce qui est souhaitable ou disponible montre où se situent les plus grandes lacunes en matière d'information, mais elle ne cherche pas à formuler des recommandations pour améliorer en pratique la transparence des hedge funds. Elle propose, en revanche, trois éléments qui y contribueraient idéalement : premièrement, davantage d'informations synthétiques à la disposition des intervenants de marché ; deuxièmement, un cadre de collecte largement normalisé qui faciliterait de réels progrès en matière de transparence ; enfin, des informations permettant une analyse conjointe des activités agrégées des banques, des hedge funds et d'autres institutions à fort effet de levier, en vue d'une description complète des risques pesant sur le fonctionnement régulier des marchés financiers.

NB : L'auteur tient à remercier Tomas Garbaravičius de la direction Stabilité et Surveillance du système financier de la BCE pour l'aide précieuse qu'il a apportée à la rédaction de cette contribution.

Dans l'esprit du public, les *hedge funds* sont souvent associés à trois éléments : des rendements exceptionnels (liés à des stratégies d'investissement sophistiquées et à effet de levier potentiellement élevé, exploitant les inefficiences du marché), des activités d'investissement *offshore* non transparentes et des accidents de parcours occasionnels, mais spectaculaires, illustrés par la situation de quasi-faillite de LTCM en septembre 1998. En d'autres termes, ils sont souvent décrits comme des fonds d'investissement qui prennent des risques élevés, offrant le potentiel de rendements associés au niveau de ces risques, le tout dans une grande opacité. Les *hedge funds* ont clairement vu leur importance croître au cours de ces dernières années, notamment parce qu'ils sont devenus des véhicules d'investissements alternatifs de taille significative, occupant une place de plus en plus dominante sur de nombreux marchés financiers.

En tant que participants actifs et réactifs des marchés financiers, la contribution significative des *hedge funds* à l'efficacité et à la liquidité des différents marchés financiers fait l'objet d'un large consensus. Cela étant, il existe également des préoccupations sur l'éventualité que, dans certaines circonstances, leurs activités créent des risques pour la stabilité du système financier. Ces craintes sont d'autant plus fortes que la transparence sur les activités des *hedge funds* est faible. Tant le suivi que l'évaluation de leurs activités sont devenus une tâche délicate pour les autorités publiques et participants de marché. Dans ce contexte, le présent article vise à éclairer davantage les possibilités de suivi des risques potentiels que les *hedge funds* font peser sur la stabilité financière au moyen des informations publiques actuellement disponibles. Il s'efforce également d'identifier les principales lacunes qui, en matière d'information, font obstacle à ces efforts de suivi des risques de stabilité financière.

La structure de l'article est la suivante. La partie 1| décrit les principales caractéristiques des *hedge funds* et compare le montant total des capitaux sous gestion dans l'industrie à la taille d'autres groupes d'intermédiaires financiers. La partie 2| examine les effets positifs, et éventuellement négatifs, des activités des *hedge funds* sur le système

financier, tandis que la partie 3| passe en revue les principales sources d'information publiques pouvant servir au suivi du risque pour le système financier et détaille leurs principales caractéristiques, avantages, mais également limites. La partie 4| propose trois principaux groupes d'indicateurs pouvant servir au suivi de la stabilité financière et évoque les défis que leur construction peut poser en pratique, notamment en relation avec le manque d'informations pertinentes disponibles et l'obligation de recourir à des méthodes d'estimation indirecte. La partie 5| met en perspective les informations « souhaitables » au regard de celles qui sont, en pratique, disponibles, cet écart rendant complexe la surveillance effective et l'évaluation des activités des *hedge funds* au regard des objectifs de stabilité financière, et examine plusieurs manières possibles d'y remédier.

1| LA TAILLE DU SECTEUR DES HEDGE FUNDS

D'habitude, le point de départ pour mesurer la taille d'un secteur — quel qu'il soit — dépend généralement de la définition des activités des entreprises qui forment ce secteur. Dans le cas des *hedge funds*, la tâche n'est pas aisée. Il n'existe pas de définition généralement reconnue et suffisamment précise de ce qu'est un *hedge fund*. De manière générale, les *hedge funds* représentent une forme de gestion d'investissement active et flexible¹, obéissant à peu de contraintes réglementaires. En effet, les *hedge funds* ont des mandats souples de gestion, généralement assortis de règles peu nombreuses qui, quand elles existent, concernent le niveau de l'effet de levier, la vente à découvert ou les actifs négociés. Ils sont structurés de manière à bénéficier de contraintes fiscales et réglementaires minimales. L'incertitude sur les caractéristiques précises de la définition d'un *hedge fund* est encore amplifiée par le principe d'auto déclaration : fondamentalement, n'importe quel fond serait considéré comme un *hedge fund* si ses gérants devaient le commercialiser en tant que tel, et ce même si (mais ce serait très inhabituel) les gérants du fonds ne prélevaient pas de commission de performance en supplément des

¹ Alfred Winslow Jones, sociologue et journaliste, est souvent considéré comme l'un des fondateurs de l'un des tout premiers *hedge funds* en 1949. Le fond de Jones recourait à l'effet de levier et à la vente à découvert pour couvrir son portefeuille d'actions contre des mouvements assez importants du marché.

commissions de gestion. En outre, certains gérants de *hedge funds* ont des capitaux sous gestion constitués de comptes de gestion privée² gérés parallèlement à leur *hedge fund*. Il existe une multitude d'autres investisseurs, parmi lesquels les départements de gestion pour compte propre des grandes banques, qui poursuivent des stratégies globalement analogues à celles des *hedge funds*. Ainsi, le réservoir de capital disponible de type « *hedge funds* » que l'on peut obtenir grâce à l'effet de levier et déployer rapidement est beaucoup plus important que ne laisseraient penser les montants gérés dans les structures juridiquement qualifiées de *hedge funds*.

Nonobstant ces défis conceptuels, les statisticiens du monde entier continuent à discuter des modalités de définition des *hedge funds* pour les besoins statistiques, discussions dont on espère qu'elles aboutiront sur des définitions adaptées. À l'heure actuelle, il existe au moins deux initiatives de ce type : l'une, de la BCE, l'autre, du FMI. Toutefois, on ne peut exclure que la convergence accélérée des *hedge funds* et des fonds d'investissements traditionnels, lesquels tendent à adopter des stratégies analogues, rende ces définitions obsolètes prématurément.

S'ajoutant à l'opacité relative du secteur des *hedge funds*, ces difficultés ont pour conséquence de faire varier considérablement les estimations de la taille de l'industrie. La plupart des estimations reposent sur des informations collectées par les bases de données commerciales sur les *hedge funds*, même si elles sont souvent complétées par des données annexes, sur les fonds faisant l'objet de recherches internes par les responsables de base de données. Au début de l'année 2007, plusieurs fournisseurs de données ont indiqué que, en prenant pour base des échantillons conjoints de données internes et de données commercialisées sur les *hedge funds*, le total mondial des capitaux sous gestion des *hedge funds* à gérant unique se rapprochait rapidement du seuil

des 1 500 milliards de dollars américains³. De plus, outre ces chiffres, d'autres données transmises font état d'estimations supplémentaires, lesquelles sont toutefois difficilement vérifiables. D'autres approches visant à mesurer la taille du secteur combinent des informations provenant de plusieurs bases de données commerciales⁴ ou des informations extraites d'études menées par des administrateurs de *hedge funds*⁵. Étant donné l'éventail des estimations, il est primordial de les recouper et de garder à l'esprit les différentes méthodes utilisées pour les établir.

Si l'on comparait les capitaux sous gestion des *hedge funds* à gérant unique à des mesures équivalentes pour d'autres investisseurs institutionnels, il en ressortirait que l'industrie mondiale des *hedge funds* apparaît encore de taille plutôt réduite (cf. tableau 1). Toutefois, le manque d'informations sur les actifs financés par effet de levier rend impossible la comparaison du montant global des actifs des *hedge funds* à celui d'autres institutions à fort effet de levier, comme les banques. Pour un *hedge fund* particulier, le total des actifs financés par effet de levier peut parfois atteindre un montant tout à fait significatif et une taille comparable à des banques importantes du point de vue systémique, comme l'a illustré la taille des positions de LTCM au moment où il a frôlé la faillite⁶. Néanmoins, le total des capitaux sous gestion des *hedge funds* à gérant unique serait proche de la moitié des capitaux propres des banques du monde entier, sans inclure les capitaux confiés aux fonds d'investissement traditionnels.

Il existe toutefois un élément plus important : même si des comparaisons incluant l'effet de levier étaient possibles, elles ne rendraient pas compte de l'influence réelle des *hedge funds* sur les volumes de négociation et la liquidité du marché. Cela résulte du fait que les *hedge funds* ont tendance à modifier la composition de leur portefeuille beaucoup plus fréquemment que d'autres participants du marché. D'après certaines

2 Selon Tremont Capital Management, les gérants de *hedge funds* géraient environ 325 milliards de dollars américains en gestion privée à la fin du mois de juin 2005.

3 Selon les estimations de Lipper TASS and Hedge Fund Research, à la fin de 2006, le total mondial du capital géré par les *hedge funds* était de, respectivement, 1 050 milliards et 1 430 milliards de dollars américains.

4 Cf. *Strategic Financial Solutions* (2006). Cette étude, qui est réalisée annuellement, repose sur les données de douze bases de données de *hedge funds* commerciaux. À la fin de 2005, elle a identifié 6 900 *hedge funds* à gérant unique (à l'exclusion des consultants en négociation de matières premières et des fonds de managed futures) et, globalement, 3 600 fonds de *hedge funds* dans le monde qui gèrent, au total, respectivement, près de 1 350 milliards de dollars et environ 700 milliards de dollars américains.

5 Cf. *Hedge Fund Manager Week* (2006). Selon les gérants de *hedge funds* couverts par l'étude, la valeur totale des actifs sous gestion des *hedge funds* à gérant unique atteignait presque 2 100 milliards de dollars américains à la fin du mois d'octobre 2006, partant de 1 370 milliards de dollars américains à la fin du mois d'octobre 2005. Toutefois, elle n'a pas indiqué précisément si le montant des actifs détenus par les gérants était égal à la valeur liquidative des *hedge funds* ou s'il incluait aussi des actifs financés par l'endettement.

6 À titre d'exemple supplémentaire, à la fin du mois d'août 2006, le total des actifs bruts de Citadel, un important *hedge fund* multistratégies qui a été le premier à lancer une émission obligataire de *hedge fund* en décembre 2006, était déclaré se chiffrer à 166 milliards de dollars américains, soit plus de douze fois plus que son actif net de 13 milliards de dollars américains.

Tableau 1
Taille des investisseurs institutionnels et des marchés d'actifs financiers dans le monde
 Décembre 2005

	Milliards de dollars américains	% du PIB mondial	Indicateur	Source
<i>Hedge funds</i> ^{a)}	1 350	3	Capitaux sous gestion	Strategic Financial Solutions
Fonds d'investissement ouverts	17 771	40	Actifs nets	European Funds and Asset Management Association (EFAMA)
Fonds de pension	18 569	42	Investissements	International Financial Services, Londres
Banques (OCDE) ^{b)}	2 906	7	Capitaux propres	Bureau Van Dijk (Bankscope)
Total ci-dessus	40 596	91		
Sociétés d'assurance ^{c)}	14 500	33	Actifs investis	International Financial Services, Londres
Banques (OCDE) ^{b)}	53 552	120	Actifs	Bureau Van Dijk (Bankscope)
Capitalisation boursière	37 168	84		Fond monétaire international
Titres obligataires	58 949	133		Fond monétaire international
Dépôts bancaires	38 000	85		McKinsey Global Institute
PIB mondial	44 446	100	PIB nominal	Fond monétaire international

Remarques : Les termes capitaux sous gestion, actifs nets et actifs sous gestion sont utilisés de manière interchangeable en règle générale et sont équivalents aux capitaux propres, alors que le terme actifs (bruts) ou investissements (bruts) inclut des investissements qui peuvent avoir été financés par l'endettement. Les fonds d'investissement ouverts et les fonds de pension sont soumis à des restrictions sur le recours à l'endettement et, par conséquent, leurs actifs ou leurs investissements devraient être proches des actifs nets.

a) Gérant unique.

b) Banques commerciales et sociétés holding de l'OCDE, données consolidées. Le FMI a estimé que les actifs de la totalité des banques du monde entier étaient d'un montant de 55 673 milliards de dollars américains en 2005.

c) Données 2004, vie et non-vie.

études de marché, les *hedge funds* représentent des fractions de plus en plus significatives des volumes de négociation sur les marchés au comptant et sur les marchés de dérivés et leur présence est décisive pour le marché en pleine expansion des dérivés de crédit, où ils représentent plus de 55 % du volume total de négociation des dérivés de crédit ⁷.

2 | IMPACT SUR LA STABILITÉ FINANCIÈRE

Il est difficile d'analyser l'ampleur du risque systémique que les activités des *hedge funds* font peser sur le système financier, en termes tant absolus que relatifs, en raison du manque d'informations publiques sur leurs bilans et activités de négociation. En outre, toute évaluation du risque systémique est rendue compliquée par la diversité des *hedge funds* et la multitude des facteurs susceptibles d'affecter leur comportement individuel et collectif, sous des conditions de marché détériorées. Si l'on tente de trouver le point d'équilibre entre les effets positifs et

les possibles effets négatifs sur la stabilité financière, il est fort probable que, dans des conditions normales de marché, cet équilibre se situe davantage du côté positif. Néanmoins, on ne peut exclure que la prise active de risque des gérants de *hedge funds* ait pu contribuer à soutenir les récentes conditions de marché favorables, créant par ricochet, dans le système financier, des vulnérabilités passées inaperçues jusqu'à présent et qui pourraient se dénouer en cas de choc défavorable sur le marché.

Les effets positifs des stratégies actives d'investissement des *hedge funds* sont largement reconnus. Ils comprennent une meilleure liquidité du marché ⁸, l'amélioration des processus de découverte des prix et une promotion des innovations financières, tous ces éléments étant susceptibles de contribuer à la stabilité des marchés financiers. En outre, les *hedge funds* offrent davantage d'opportunités de diversification aux investisseurs et favorisent ainsi des marchés plus complets. Des corrélations élevées ont pu être identifiées entre les rendements d'au moins certaines stratégies de *hedge funds* et les mouvements négatifs significatifs des cours sur les principaux marchés d'actions

⁷ Cf. par exemple, Greenwich Associates (2006)

⁸ En se fondant sur des données détaillées de négociation, les chercheurs de la Commodity Futures Trading Commission (CFTC) des États-Unis sont parvenus à la conclusion que les *hedge funds* suivant une stratégie de managed futures sont plus susceptibles d'atténuer que d'accroître la volatilité sur les marchés émergents en fournissant des liquidités de marché aux autres participants. Cf. Haigh, Hranaiova et Overdahl (2005)

et d'obligations, réduisant ainsi les avantages potentiels liés aux effets de diversification⁹.

Dans leur recherche de rendements majorés, les *hedge funds* ont tendance à prendre des risques que des établissements financiers réglementés hésiteraient à accepter et, élément plus important, ils peuvent fournir du capital-risque dans des conditions de marché volatiles ou sous tension, comme l'a montré l'acquisition de fractions significatives du portefeuille d'investissements d'Amaranth Advisors en septembre 2006. Toutefois, cette force de stabilisation dépend de l'existence de coussins de liquidité suffisants et de l'absence de positions identiques (*crowded trades*) à fort effet de levier ou de positions concentrées à sens unique dans le secteur des *hedge funds*.

Si les *hedge funds* dénouaient simultanément leurs positions d'investissements — et si ces dernières présentaient une forte concentration —, alors tant la liquidité que la volatilité des marchés financiers seraient affectées, notamment ceux qui sont les plus étroits et moins liquides. Néanmoins, le risque de positions identiques est un risque général qui pèse sur le bon fonctionnement des marchés. Il peut également provenir des activités d'autres participants de marché et par conséquent, ne se limite pas aux *hedge funds*.

D'autres effets négatifs possibles sur la stabilité financière pourraient découler des expositions des banques aux *hedge funds*. En effet, les expositions directes des banques sont constituées de crédits (financement et négociation) et d'investissements. Il est très important que les banques les gèrent avec prudence, en leur qualité de premières contreparties. Plusieurs rapports ont noté les améliorations significatives dans la manière dont les banques gèrent leurs expositions à la clientèle des *hedge funds*, mais des défis importants subsistent néanmoins¹⁰. En outre, les progrès réalisés dans la gestion de ces expositions peuvent varier d'un *prime broker* à l'autre. Cela vaut également pour les gérants de *hedge funds*, une étude récente sur les pratiques de gestion des risques des *hedge funds* faisant ressortir un nombre assez important de points faibles importants¹¹.

D'après certaines sources, la concurrence intense à laquelle se livrent les banques pour la lucrative clientèle de gestion des *hedge funds* aurait pu entraîner un certain relâchement des standards d'octroi de crédit, notamment en ce qui concerne les marges bancaires, réduisant l'efficacité de la discipline exercée par les banques. En outre, la demande des investisseurs sur certains des meilleurs *hedge funds* restant forte, il est possible qu'ils ne soient pas toujours en position de demander et donc d'obtenir la communication des informations nécessaires.

3 | SOURCES D'INFORMATIONS : CARACTÉRISTIQUES, AVANTAGES ET POINTS FAIBLES

La BCE, tout comme d'autres banques centrales, n'est pas en mesure d'assurer le suivi des activités des *hedge funds* par ses outils habituels de données statistiques, en raison principalement de la domiciliation habituelle des *hedge funds* à l'étranger. Plus généralement, les informations statistiques recueillies par des établissements publics s'avèrent de moins en moins adaptées. Il est de plus en plus courant, voire inévitable, de s'appuyer sur des sources d'informations de nature commerciale. Ces informations commercialement disponibles reposent généralement sur la déclaration volontaire des *hedge funds* qui acceptent de donner ces informations, ce qui peut entraîner une couverture lacunaire et inégale et obérer leur qualité. Il existe également de nombreuses autres sources d'informations sur les activités des *hedge funds*, notamment des médias financiers spécialisés, des bases de données commerciales sur les *hedge funds*, des rapports trimestriels de l'industrie, des indices de rendements de *hedge funds*, des études universitaires, certaines données des autorités de tutelle et de surveillance du marché.

L'expansion rapide du secteur des *hedge funds* a stimulé le développement d'un large éventail de *médias financiers spécialisés* qui comprennent non

⁹ Cf. Brown et Spitzer (2006)

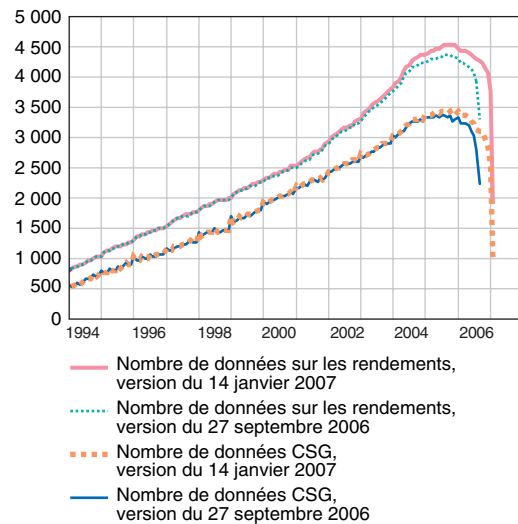
¹⁰ Cf., par exemple, la BCE (2005)

¹¹ Cf. Deloitte (2007)

seulement des publications sur l'actualité récente, mais également des rapports plus analytiques sur l'industrie. Ces sources d'information sont complétées par des conférences qui discutent souvent de thèmes plus larges, offrant l'occasion de tisser des réseaux entre gérants et investisseurs de *hedge funds*. Il existe aussi de très nombreuses études de marché réalisées par des investisseurs, des gérants de *hedge funds* et des *prime brokers* et axées sur leurs préférences, leurs attentes¹², leurs pratiques de gestion des risques¹³ et d'autres questions tournant autour de ce thème. Tous ces éléments d'informations publiques donnent des aperçus de la mosaïque, beaucoup plus large, du secteur et sont utiles pour améliorer notre compréhension du domaine des *hedge funds* et des évolutions de la conjoncture qui lui sont liées. Il n'en demeure pas moins que cette base d'informations demeure insuffisante pour réaliser une analyse de la stabilité du marché.

Les bases de données disponibles commercialement constituent l'une des plus importantes sources d'informations quantitatives et qualitatives sur les *hedge funds*. Actuellement, ces bases de données sont au nombre de douze, avec des échantillons qui se recoupent partiellement. Les gérants de *hedge funds* enregistrent leurs informations dans des bases de données principalement dans un but commercial. Cette fourniture volontaire d'informations peut entraîner différents biais sur les données, en particulier ce que l'on pourrait appeler les biais du « survivant » (*survivorship bias*), d'incubation (*backfill* ou « d'histoire instantanée »), de sélection et de liquidation¹⁴. Dans ces bases de données, seuls les rendements mensuels du capital des investisseurs et les capitaux sous gestion sont enregistrés en historique¹⁵. Toutes les autres informations sont statiques soit par nature (par exemple, sur la fréquence des rachats, la date de lancement), soit en raison de mises à jour peu fréquentes sans historique des modifications effectuées (par exemple, sur l'endettement moyen et maximal à effet de levier). Par ailleurs, les données des séries chronologiques sur les capitaux sous gestion comme sur les rendements

Graphique 1
Nombre de fonds disposant de données sur les rendements et sur les capitaux sous gestion à différents moments dans le temps dans deux versions différentes de la base de données Décembre 1993 – Janvier 2007



Source : base de données Lipper TASS (versions du 27 septembre 2006 et du 14 janvier 2007)

Note : CSG signifie capitaux sous gestion. Hedge funds à gérant unique et fonds de hedge funds. Uniquement les fonds qui ont déclaré des rendements mensuels nets de la totalité des commissions.

ne sont disponibles qu'avec un décalage temporel, et les premières sont moins complètes que les secondes. Le graphique 1 illustre cette idée ; les lignes indiquent le nombre d'entrées d'informations par les fonds pour les capitaux sous gestion à un moment donné dans deux versions différentes de la base de données et, en dessous, les lignes du graphiques correspondent au nombre de données d'entrées d'informations des fonds sur les rendements. Les lignes décroissent à la fin de l'échantillon, en raison du décalage temporel qui a affecté l'entrée des informations, décalage dont l'impact disparaît après quelques mois. Ce graphique indique aussi que l'historique global des informations obtenues dans une base de données variera en fonction de la version utilisée, étant donné que l'on ajoute, supprime ou modifie continuellement, dans la base de données, des informations historiques propres à un fonds.

12 Cf., par exemple, Deutsche Bank (2007)

13 Cf., par exemple, Mercer Oliver Wyman (2006) ou Deloitte (2007)

14 Il existe ce que l'on peut appeler « un biais du survivant » (*survivorship bias*) conduisant à ne plus faire apparaître dans l'analyse les fonds disparus ou clôturés. Le biais d'incubation se réfère au fait que seuls les fonds qui connaissent un bon historique de rendements et « survivent » à la « période d'incubation » sont susceptibles d'entrer dans des bases de données et de remplir partiellement ou en totalité leur historique de rendements. Le biais « d'auto-sélection » résulte de la nature volontaire de la transmission d'information par les hedge funds qui rend les échantillons de hedge funds d'une base de données non représentatifs de l'univers des hedge funds. Enfin, le biais de liquidation existe lorsque les fonds qui disparaissent ne donnent pas d'informations sur les périodes finales précédant et comprenant leur liquidation.

15 Les séries chronologiques des flux nets des investisseurs peuvent être obtenues à partir des séries chronologiques des rendements et des capitaux sous gestion des hedge funds.

La combinaison des informations provenant de la totalité des bases de données disponibles est possible en principe, mais compliquée en pratique. En outre, même si ce travail était mené, il ne serait pas possible de diffuser ses résultats à un très large public d'utilisateurs externes en raison des clauses de non-concurrence figurant dans les contrats de licences d'utilisateur des bases de données.

Il existe plusieurs moyens de surmonter ces handicaps, notamment la question du caractère statique de la plupart des informations des bases de données commerciales, afin d'obtenir un aperçu de l'évolution chronologique. En premier lieu, il est possible d'agrèger les informations sur les *hedge funds* lors de l'année au cours de laquelle un fonds est entré dans la base de données, ou lors de l'année du lancement du fonds, et comparer ensuite si des fonds plus anciens ou plus récents ont tendance à avoir des propriétés différentes afin d'interpréter les différences comme un signe de changements éventuels d'un indicateur dans le temps, et ce, tout particulièrement si les *hedge funds* ont tendance à ne fournir leurs informations statiques qu'au moment d'entrer dans la base de données. En second lieu, si les informations statiques ne font pas l'objet de modifications fréquentes ou sont invariables par nature, alors leur évolution dans le temps peut être estimée en agrégeant les informations sur les fonds qui ont transmis des informations sur leurs rendements, ou sur les données relatives à leurs capitaux sous gestion, à différents moments dans le temps. Toutefois, si des *hedge funds* ont tendance à mettre à jour des informations pertinentes relativement fréquemment, il est possible de créer des séries chronologiques d'indicateurs statiques particuliers en analysant les différences des diverses versions des bases de données, ce qui pourrait être le troisième moyen de résoudre le problème de la nature statique de la plupart des données figurant dans les bases de données sur les *hedge funds*.

Ainsi que cela a été mentionné dans les paragraphes précédents, de nombreux responsables de bases de données suivent en interne davantage de fonds que ceux qui figurent dans les versions commerciales de leurs bases de données. Cet ensemble plus large,

qui résulte du regroupement des informations commercialement disponibles et des informations disponibles en interne, est souvent présenté dans leurs *Rapports trimestriels de l'industrie*¹⁶, qui contiennent des données trimestrielles globales sur les capitaux sous gestion et sur les flux nets d'investisseurs par stratégie. Étant donné la taille assez large des échantillons sous-jacents, les données de ces rapports sont une source d'information privilégiée et servent généralement aux participants de marché pour analyser les grandes évolutions du secteur des *hedge funds*.

Ces mêmes sources d'informations servent à créer différents *indices de hedge funds* mensuels synthétiques, ayant vocation à retracer la performance d'ensemble du secteur et la moyenne des rendements de stratégies d'investissement spécifiques des *hedge funds*. Toutefois, ceux qui mettent en place ces indices utilisent différents échantillons, catégories de classement des stratégies d'investissement, règles d'éligibilité ou modes de pondération. Par conséquent, même pour une stratégie d'investissement identique (ou quasi similaire), il existe des écarts dans les couvertures et les performances, ce qui complique le choix d'un indice de référence pour les besoins d'analyse¹⁷. Cependant, certains de ces indices synthétiques peuvent être souscrits par des investisseurs et donnent des informations sur les rendements à une fréquence infra mensuelle. Ces indices « investissables » auront néanmoins tendance à réaliser des performances inférieures aux indices purement synthétiques, en raison de règles d'éligibilité plus strictes et de conditions de rachat plus souples pour les investisseurs qui empêchent, par exemple, les fonds inclus dans l'indice d'investir en actifs moins liquides.

Au cours de ces dix dernières années, le nombre de *publications universitaires* sur les *hedge funds* a connu une croissance exponentielle qui pourrait offrir des indicateurs utiles au suivi et à l'analyse des activités des *hedge funds* dans une perspective de stabilité financière. Cependant, l'essentiel de la recherche universitaire a eu tendance à rester axé sur une analyse en termes de rendements¹⁸, de capitaux

16 Cf. par exemple, Lipper TASS (2007) ou *Hedge Fund Research* (2007)

17 Pour cette raison, le Centre de Recherche sur les risques et la gestion d'actifs de l'EDHEC a suggéré d'utiliser la première composante principale de différents indices concurrents pour la même stratégie d'investissement. Cf. EDHEC Risk and Asset Management Research Centre (2004)

18 Les thèmes explorés dans ces publications sont les données sur les *hedge funds*, la mesure de la performance des *hedge funds*, l'anormalité des distributions des rendements, la persistance, la corrélation sérielle, les facteurs de rendement microéconomique (propres aux fonds), de risque de marché et macroéconomiques, les propriétés de la diversification, etc. Cf., par exemple, une revue des publications sur la performance des *hedge funds* par Géhin (2006)

sous gestion et de flux nets d'investisseurs des *hedge funds*, puisque seules ces données sont disponibles sous forme de séries chronologiques dans les bases de données sur les *hedge funds*. Les publications centrées sur les questions de stabilité financière ont été relativement peu nombreuses, mais leur nombre augmente. Les auteurs de ces publications analysent les liquidations de *hedge funds*¹⁹, leurs activités au cours de différents épisodes de crises²⁰, les co-mouvements des rendements des *hedge funds* pendant les périodes de tension²¹ ou encore, essaient de mesurer l'effet de levier des *hedge funds*²² et leur exposition au risque d'illiquidité²³.

Des informations sur les *hedge funds* sont également recueillies par certaines autorités de tutelle, qui ont lancé des exercices de *recensement régulier des expositions des prime brokers* sur les *hedge funds* (par exemple, les études semestrielles menées par la FSA au Royaume-Uni sur les plus grandes expositions des *prime brokers*). Si les autorités de tutelle peuvent choisir de communiquer leurs conclusions sous forme agrégée, les informations qu'elles ont recueillies au niveau individuel ne sont en revanche jamais divulguées, conformément au secret professionnel prévu par les directives bancaires. La communication publique d'informations par les banques elles-mêmes sur leurs expositions aux *hedge funds* est inexistante, même si un renforcement de la transparence serait l'une des principales mesures d'amélioration de la discipline de contrepartie après la quasi-faillite de LTCM²⁴.

En plus de rassembler régulièrement les informations recueillies auprès des banques, les autorités publiques peuvent aussi lancer des *études thématiques* sur les opérations souscrites par les banques avec la clientèle des *hedge funds*. En 2005, par exemple, le comité de la supervision bancaire du Système européen de banques centrales a réalisé une étude sur les expositions des grandes banques européennes aux *hedge funds* qui a, outre certaines informations encourageantes, alerté sur certaines pratiques de gestion du risque *hedge funds* dans les banques. Ces projets ponctuels apportent des informations quantitatives à une période donnée, mais les connaissances qualitatives recueillies à cette

occasion sur les pratiques du marché sont très utiles pour guider le travail d'analyse.

En définitive, étant donné le manque d'informations actualisées (par exemple sur une base quotidienne ou hebdomadaire) sur les activités des *hedge funds*, la *surveillance du marché* exercée par les autorités responsables de la stabilité financière est indispensable au suivi, à la compréhension et à l'analyse des activités des *hedge funds*. Elle implique de garder un œil vigilant sur les évolutions en cours au sein des marchés financiers, de maintenir un dialogue régulier avec les participants du marché et, notamment, des contacts avec les *prime brokers* et les gérants de *hedge funds*.

4 | INDICATEURS DE SUIVI DES RISQUES QUE LES HEDGE FUNDS FONT PESER SUR LA STABILITÉ FINANCIÈRE

Après avoir passé en revue les différentes sources d'informations existantes pour analyser les activités des *hedge funds*, la prochaine étape consiste logiquement à identifier un ensemble d'indicateurs pertinents qui pourraient présenter une utilité pour l'analyse de la stabilité financière. Compte tenu des canaux par lesquels les risques portés par les *hedge funds* sont susceptibles d'avoir un impact sur la stabilité financière, on peut suggérer trois groupes d'indicateurs de mesure et de suivi :

- les *vulnérabilités endogènes aux hedge funds*, qui pourraient entraîner des difficultés ou une défaillance d'un *hedge fund* important ou d'un groupe de *hedge funds*, défaillance assortie de répercussions d'une forte ampleur pour les banques et marchés financiers exposés. Ces vulnérabilités internes recouvrent le risque de liquidité, les expositions à certains facteurs de risques de marché et un effet de levier excessif ;
- les *expositions des banques aux hedge funds* ; et

19 Cf., par exemple, Kundro et Feffer (2004) et Baba et Goko (2006)

20 Cf., par exemple, Eichengreen, Mathieson, Chadha, Jansen, Kodres et Sharma (1998)

21 Cf., par exemple, Chan, Getmansky, Haas et Lo (2005) et Garbaravičius et Dierick (2005), p. 46-49 (sous-section sur la question des positions identiques)

22 Cf. McGuire, Remolona et Tsatsaronis (2005)

23 Cf. Getmansky, Lo et Makarov (2004)

24 Cf. le Groupe de travail du président des États-Unis sur les marchés financiers (Working Group on Financial Markets, 1999) et le Forum sur la Stabilité financière (Financial Stability Forum, 2000).

- la similitude (la concentration) des positions des *hedge funds*, en cas d'un nombre et d'une taille trop importants des positions à sens unique d'un *hedge fund* par rapport à l'encours des instruments sous-jacents, ce qui rend les marchés vulnérables à un dénouement simultané des positions.

4|1 Indicateurs de vulnérabilités endogènes aux *hedge funds*

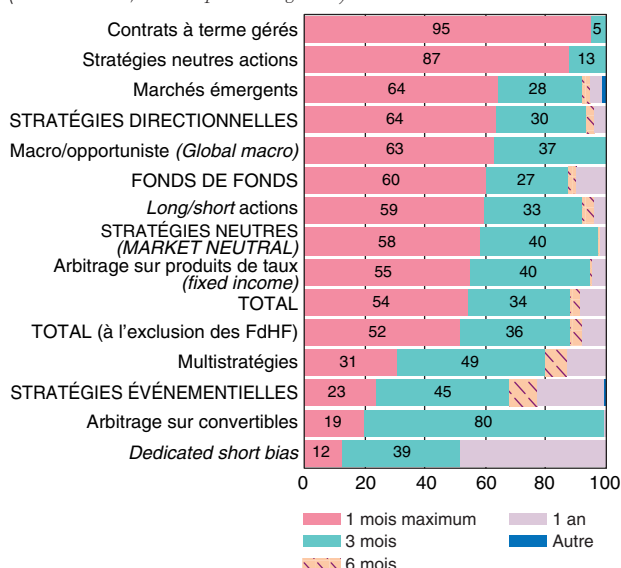
Ce premier type d'indicateurs s'appuierait largement sur les informations relatives à la taille et à la structure des bilans des *hedge funds*. En raison de la difficulté à obtenir facilement ces informations auprès de sources d'informations publiquement disponibles, il conviendrait d'élaborer des méthodes indirectes permettant de mesurer et de surveiller les vulnérabilités endogènes aux *hedge funds*.

Le risque de liquidité est lié au risque qu'un fonds ne dispose pas de surplus de liquidité suffisants pour faire face aux différentes demandes de liquidité et que cela puisse, en retour, forcer le gérant du *hedge fund* à recourir à des liquidations forcées d'actifs sur des marchés financiers, éventuellement déjà en situation fragilisée. Les pressions exercées sur la liquidité peuvent être dues soit à des décalages entre l'actif ou le passif lié au financement à court terme fourni par les *prime brokers*, soit à des rachats effectués par les investisseurs. Les informations sur le décalage en matière de financements nécessiteraient de disposer de données de bilan sur les *hedge funds*, lesquelles on le rappelle, ne sont pas disponibles.

Par opposition, la vulnérabilité structurelle du secteur des *hedge funds* aux rachats de leurs parts ou actions, par les investisseurs pourrait se mesurer en explorant les profils des restrictions imposées aux rachats des parts ou actions de *hedge funds* sur les bases de données *hedge funds*. Les *hedge funds* appliquent divers types de limitations sur les retraits que les investisseurs pourraient vouloir effectuer avec, notamment, des périodes de conservation initiales, des pénalités pour rachats anticipés, des fréquences imposées de rachat, des notifications à remplir et des périodes de distribution qui, théoriquement, doivent coïncider avec la liquidité du portefeuille des investissements sous-jacents. Toutes ces contraintes exigées lors des retraits pourraient être analysées au

Graphique 2
Fréquence de rachat des *hedge funds* par stratégie

(décembre 2005, % du capital sous gestion)

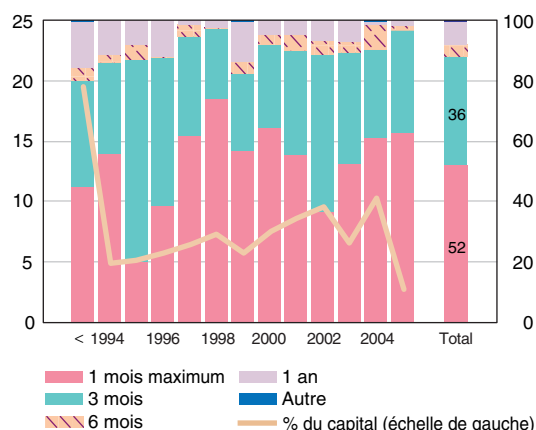


Source : base de données Lipper TASS (version du 27 septembre 2006)
Note : le groupe directionnel comprend le « long/short actions », le « opportuniste/macro (global macro) », les marchés émergents, les positions vendeuses (short bias) dédiées et les stratégies de « managed futures » (futures gérés par des professionnels). Le groupe « market-neutral » est constitué de l'arbitrage sur convertibles, de l'arbitrage sur produits de taux et de stratégies neutres actions. FdHF signifie « fonds de hedge funds ».

regard des stratégies (afin d'évaluer si les restrictions de rachat sont adéquates, étant donné le profil de risque de la stratégie, cf. graphique 2), par année d'investissement (*vintage*) du fonds (cf. graphique 3)

Graphique 3
Hedge funds à gérant unique
Fréquence des rachats et capital par année d'investissement (*vintage*)

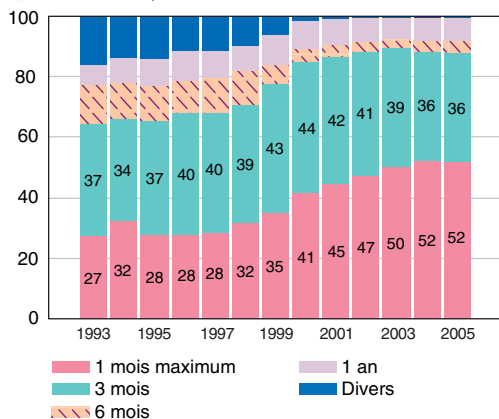
(décembre 2005, % du capital sous gestion, fréquence des distributions sur rachats et capital total)



Source : base de données Lipper TASS (version du 27 septembre 2006)
Note : Uniquement les fonds lancés avant 2006

Graphique 4 Évolution de la fréquence des rachats des parts ou actions des hedge funds à gérant unique 1993-2005

(% du capital sous gestion)



Source : base de données Lipper TASS (version du 27 septembre 2006)

ou par un autre moyen (cf. graphique 4) afin de se faire une idée des tendances dominantes.

Il n'existe pas non plus d'informations disponibles sur la structure des investisseurs des *hedge funds*, même s'il est possible d'établir des estimations de la fraction du capital apportée par les fonds de *hedge funds* (FdHF) en comparant les estimations du capital sous gestion au capital des fonds à gérant unique. Comme les banques, les FdHF remplissent une fonction de transformation des échéances en proposant à leurs investisseurs des conditions de rachat plus favorables que les fonds sous-jacents à gérant unique, et cette caractéristique devrait être prise en compte en analysant le risque de liquidité auquel les FdHF font face.

Étant donné l'absence d'informations sur les flux bruts d'investisseurs, il est possible d'obtenir l'historique d'ensemble de l'activité représentant les investisseurs par stratégies en faisant séparément la somme des flux nets des fonds qui ont connu des flux sortants nets ou des flux entrants nets²⁵. En outre, il est probable que l'ensemble des flux nets entrants dans le secteur des *hedge funds* dépendent de facteurs macrofinanciers²⁶. De ce fait, il serait possible d'utiliser des modèles économétriques pour obtenir des prévisions des flux nets attendus, sur la base de variables macrofinancières observables et mesurables.

25 Cf. BCE (2006b), p. 43-44

26 Cf. BCE (2006a), p. 139-142, Case 17 sur la recherche mondiale de rendement et de financement du risque de liquidité pour les hedge funds

27 Cf. BCE (2006b), p. 50-51

Les bilans des *hedge funds* et l'exposition des *hedge funds* aux risques de marché sont mal connus. Par conséquent, il est difficile de prévoir quel serait le comportement des *hedge funds* dans des situations de tensions sur les marchés. Toutefois, les expositions à certains facteurs de risque peuvent être mesurées indirectement en appliquant des techniques économétriques (par exemple, des méthodes de régression) ou en agrégeant des informations qualitatives dans les bases de données pour les marchés et les actifs sur lesquels les *hedge funds* ont tendance à opérer²⁷.

S'agissant de méthodes de régression, les fenêtres temporelles mobiles doivent contenir une certaine quantité minimum d'observations sur les rendements afin de permettre une estimation des coefficients de saturation factorielle des risques de marché. Par conséquent, ces estimations devraient représenter les moyennes des fenêtres temporelles mobiles plutôt que les informations de fin de période souhaitées. Néanmoins, l'orientation prise par les changements de coefficients pourrait servir d'indicateur des revirements de portefeuille. Les créateurs de produits synthétiques, qui répliquent les rendements des *hedge funds* pour fournir des rendements de type « *hedge funds* », rencontrent des difficultés similaires. Il reste à évaluer l'impact que la vague récente de produits aura sur les commissions des *hedge funds* et sur le secteur lui-même.

Les approches indirectes reposant sur l'analyse par séries chronologiques des rendements des *hedge funds* se heurtent à une autre limitation, à savoir, qu'en règle générale, les *hedge funds* déclarent leurs rendements nets de toute commission, alors qu'une estimation exacte en mode régression nécessiterait des informations sur les rendements bruts. Il serait probablement compliqué d'automatiser la transformation des rendements nets de toute commission réalisés par des *hedge funds* considérés individuellement en rendements bruts, en raison de la complexité des structures de commission des *hedge funds*, notamment des commissions de gestion et des commissions de performance, des seuils dits de « *high watermark* » (plus haute valeur historique) et des revenus prioritaires (dits *hurdles*) et éventuellement d'autres dispositifs propres aux *hedge funds*.

L'effet de levier représente la troisième vulnérabilité endogène, car elle amplifie l'impact des oscillations des cours sur le rendement des investissements et peut entraîner par conséquent des clôtures rapides et involontaires des positions de marché, voire même un amoindrissement du capital des investisseurs. De même que pour les restrictions aux rachats de parts ou actions par les investisseurs, des indications sur les niveaux caractéristiques d'effet de levier seraient utiles ainsi que sur leurs changements possibles dans la durée, à partir des bases de données sur les *hedge funds*, en examinant les distributions tirées des mesures statiques fournies sur l'effet de levier par stratégies et par années d'investissement (*vintage*).

En outre, il est possible d'évaluer indirectement l'effet de levier en utilisant les mêmes méthodes économétriques que celles qui servent à estimer les expositions des *hedge funds* aux différents facteurs de risques de marché. Dans ce cas, l'élasticité totale des rendements, par rapport aux facteurs de risque de marché, pourrait être interprétée comme un indicateur pertinent de l'effet de levier²⁸, bien que, là encore, on se heurterait aux mêmes limitations que celles rencontrées pour estimer les expositions des *hedge funds*.

4|2 Indicateurs des expositions des banques aux *hedge funds*

À l'exclusion des données recueillies par les autorités de tutelle ou autres études thématiques ponctuelles, les informations relatives aux expositions des banques aux *hedge funds* sont limitées étant donné que les banques communiquent très peu d'informations sur leurs opérations de *prime brokerage*. Les *hedge funds* demeurant pour une large part domiciliés dans des centres *offshore*, les données de la Banque des règlements internationaux (BRI) relatives aux créances consolidées des banques sur les emprunteurs privés, autres que des établissements bancaires, situés dans des centres *offshore*, auraient

pu être utilisées pour avoir une idée des expositions des banques aux *hedge funds*. Toutefois, il est possible que ces créances sur les établissements autres que bancaires comprennent de plus en plus de créances sur des véhicules *ad hoc* et sur des entités autres que des *hedge funds* domiciliées à l'*offshore*, ce qui prive quelque peu ces informations de pertinence pour l'analyse des liens que les banques entretiennent avec les *hedge funds*.

Un autre moyen de mesurer les expositions des banques pourrait consister à se servir des bases de données commerciales sur les *hedge funds* offrant des informations sur les *prime brokers* auxquels les *hedge funds* envisagés individuellement ont recours. Afin d'estimer le profil de risque de la clientèle de *hedge funds* des *prime brokers*, il serait envisageable d'agrèger les caractéristiques de *hedge funds* en fonction par exemple de leur stratégie, de leur taille, de leur effet de levier ou de la volatilité de leurs rendements²⁹. Cette cartographie du marché du *prime brokerage* pourrait servir de première étape d'un examen plus approfondi des expositions des *prime brokers* aux *hedge funds* et pourrait permettre de détecter les éventuelles concentrations des *prime brokers* sur certaines stratégies de *hedge funds*, ou d'autres facteurs susceptibles de les rendre vulnérables à des distorsions sur certains marchés financiers³⁰.

Les contrats conclus par les banques dans le cadre de leur activité avec les *hedge funds* prévoient souvent des seuils de déclenchement en cas de baisse de la valeur liquidative (VL), ce qui permet aux banques de résilier leurs opérations avec un *hedge fund* particulier et de saisir la garantie détenue en cas de baisse significative³¹ de la VL et d'augmentation du risque de défaillance ou de clôture d'un fonds. La proportion de *hedge funds* d'une base de données qui franchit ces seuils de déclenchement pourrait fournir une indication sur l'étendue historique des risques qui ont été encourus par les *prime brokers*, en raison de difficultés rencontrées par leur clientèle de *hedge funds*.

28 Pour de plus amples informations, cf. McGuire, Remolona et Tsatsaronis (2005)

29 Toutefois, l'agrégation se complique du fait que les gérants de *hedge funds* indiquent les noms de différentes entités du groupe du *prime broker* et que par conséquent, il faut prendre en compte la structure du groupe. En outre, les futures mises à jour de ces informations doivent tenir compte des fusions et acquisitions réalisées aussi entre *prime brokers*.

30 Cf. Garbaravičius et Dierick (2005), p. 38-41

31 Les seuils de déclenchement de certaines mesures en fonction de la baisse de la VL sont souvent calculés mensuellement, à trois mois glissants et à douze mois glissants en utilisant fréquemment des seuils de déclenchement en fonction de la baisse de la VL de 15 %, 25 % et 40 %. Cf. aussi BCE (2006b), p. 102-103

4|3 Indicateurs du risque pesant sur les marchés financiers

L'un des risques majeurs que les activités des *hedge funds* font peser sur les marchés financiers résulte de l'éventualité, pour les *hedge funds*, de sortir collectivement et brutalement de positions identiques, éventualité qui, par ailleurs, ne se limite pas aux *hedge funds*. Par conséquent, le suivi de ce risque imposerait le recueil d'informations détaillées et la transmission d'informations sur les expositions importantes par un éventail étendu de participants du marché, dont les banques.

Néanmoins, il existe des moyens indirects d'estimer ce risque potentiel. Par exemple, des corrélations par paires des rendements de *hedge funds* à l'intérieur d'une stratégie d'investissement pourraient être interprétées comme un symptôme de positions d'investissement de plus en plus similaires, bien qu'il puisse s'agir aussi d'une indication des contraintes de capacité pesant sur la stratégie³². Toutefois, ces estimations ne parviendraient pas en temps utile et, en raison du manque d'informations sur les expositions aux *hedge funds*, on ne verrait pas clairement quels marchés sont en danger.

5| PRINCIPALES LACUNES EN MATIÈRE D'INFORMATIONS ET MOYENS POSSIBLES DE LES TRAITER

La mise en perspective des informations « souhaitables », au regard de celles qui sont en pratique disponibles, met clairement en lumière les principales lacunes en matière d'information sur les *hedge funds*. Étant donné les informations disponibles, la plupart des indicateurs d'analyse de la stabilité financière doivent être élaborés dans une approche « *bottom up* » en se servant des données des *hedge funds* considérés individuellement, telles que figurant dans les bases de données commerciales, ce qui rend *de facto* ces indicateurs vulnérables aux lacunes mentionnées ci-avant. En outre, la

plupart des informations quantitatives provenant soit de bases de données disponibles, soit d'autres sources, sont disponibles avec un décalage temporel considérable et ne sont pas disponibles en séries chronologiques. Seuls les rendements des *hedge funds*, leurs capitaux sous gestion ou les flux nets de leurs investisseurs, tirés de ces deux dernières sources, sont mis à disposition du public en séries chronologiques mensuelles ou trimestrielles.

Au total, il n'existe pas d'informations fiables, publiquement disponibles à une fréquence régulière qui permettent de faire un diagnostic des vulnérabilités endogènes des *hedge funds*, des expositions des banques aux *hedge funds* et de la similarité des positions. L'analyse des activités des *hedge funds* pour le suivi de la stabilité financière profiterait énormément d'une meilleure information globale sur les activités des *hedge funds*, notamment sur leurs positions de bilan et de hors bilan. Même des informations globales de base sur le total des bilans et sur leurs ventilations apporteraient une contribution significative à la construction des indicateurs proposés.

Toutefois, après avoir identifié les informations souhaitables et les avoir comparées aux données effectivement disponibles, il est difficile de définir les modalités qui permettraient d'améliorer cette transparence, c'est-à-dire à qui (aux banques ou aux *hedge funds*) doit-on demander de transmettre des informations plus riches et de meilleure qualité, à qui il faudrait les transmettre (au public ou, confidentiellement, aux autorités de tutelle, à charge pour elles de faire une communication publique de l'ensemble des informations) et le détail de ce qu'il faudrait communiquer exactement. Les réponses à ces questions dépassent le cadre du présent article, mais elles feront très vraisemblablement surface lorsque les discussions actuelles au niveau mondial sur la transparence des *hedge funds* traiteront ces questions pratiques.

Des propositions doivent inclure la fourniture de données provenant du secteur privé, avant tout des *hedge funds* et des *prime brokers*, et devraient privilégier la prise en compte des trois éléments suivants :

- en premier lieu, une communication améliorée devrait viser à mettre davantage d'informations

32 Cf. Garbaravičius et Dierick (2005), p. 46-49 (alinéa sur la question des positions identiques)

globales à la disposition de tous les participants du marché. L'agrégation des communications des *hedge funds* envisagés individuellement devrait alléger les préoccupations des *hedge funds* quant à la possibilité qu'un excès de transparence affecte défavorablement leurs stratégies de négociation. Dans ce contexte, il est utile de garder à l'esprit que les informations hebdomadaires sur les positions ouvertes sur les dérivés cotés en bourse n'ont pas induit d'effets négatifs ; au contraire, elles se sont avérées très utiles aux différents participants du marché. Un autre exemple notable a trait au dépôt, auprès de l'autorité de tutelle américaine des marchés financiers, la US Securities and Exchange Commission, des déclarations 13-F obligatoires et mises à la disposition du public sur les participations en position acheteuse en titres de capital cotés aux États-Unis par les gérants de grands portefeuilles d'actions (ayant une valeur liquidative globale d'au moins 100 millions de dollars) ;

- en second lieu, il est important que toute transmission d'informations sur les activités des *hedge funds* soit réalisée en recourant à un modèle très standardisé afin d'assurer des comparaisons pertinentes et une agrégation aisée entre les stratégies et les pays. Néanmoins, l'élaboration de ce modèle peut s'avérer être un défi, notamment en raison de la diversité des stratégies et des profils de risques des *hedge funds* ;
- en définitive, afin d'obtenir un tableau complet des risques pesant sur le bon fonctionnement des marchés financiers et d'assurer l'égalité des conditions de concurrence, idéalement, les banques et autres institutions à fort effet de levier (*highly leveraged institutions* – HLI) devraient transmettre des informations similaires (si elles n'existent pas déjà) tout comme les *hedge funds*, et ces informations devraient être incluses dans des statistiques globales régulièrement diffusées (par exemple, tous les trimestres) et à la disposition du public.

Les véhicules d'investissement alternatifs peuvent nécessiter des approches alternatives de suivi du risque systémique, pour les besoins de la stabilité financière. Les hedge funds en sont un bon exemple. La plupart des informations quantitatives généralement obtenues à partir des bases de données sur les hedge funds ou des rapports trimestriels de l'industrie sont disponibles avec des décalages temporels et à des fréquences qui ne coïncident pas avec les nécessités du suivi par le marché et les autorités publiques. Elles ne sont, en outre, pas disponibles sous forme de séries chronologiques. Les informations communiquées bilatéralement aux investisseurs sur les conditions d'investissement ainsi que sur les profils de risque doivent être transmises en temps utile et être suffisantes afin d'apporter une contribution effective à la gestion du risque et à la discipline de contrepartie. Ces communications d'informations s'améliorent, en partie pour répondre aux demandes des investisseurs institutionnels. Les informations publiques sur le profil de risque des hedge funds restent néanmoins insuffisantes. En l'absence de suffisamment d'informations à la disposition du public, le suivi des activités des hedge funds par les autorités publiques devient un défi majeur dans une perspective de stabilité financière. Ce suivi est d'importance, étant donné que l'appétence pour le risque des prime brokers et des investisseurs peut varier significativement en raison des pressions dues à la concurrence et des conditions des marchés financiers, d'autant qu'on ne peut exclure un affaiblissement de la discipline de contrepartie. L'agrégation des données des hedge funds envisagés individuellement pour les besoins de la transmission publique d'informations devrait atténuer les préoccupations des hedge funds sur la confidentialité de leurs stratégies exclusives de négociation.

La plupart des lacunes qui subsistent en matière d'informations peuvent être traitées par une amélioration des informations sur les bilans des hedge funds, ce qui pourrait faire progresser de manière significative le suivi des activités des hedge funds dans le cadre de l'évaluation de la stabilité financière en améliorant la qualité des indicateurs relatifs aux vulnérabilités endogènes des hedge funds, aux expositions des banques aux hedge funds et à la similarité des positions. Ces informations complèteraient utilement les autres informations obtenues par les autorités publiques dans l'exercice de la surveillance du marché et amélioreraient l'analyse des tendances dominantes et de l'accumulation potentielle de vulnérabilités.

BIBLIOGRAPHIE

Baba (N.) et Goko (H.) (2006)

"Survival analysis of hedge funds", Banque du Japon Working Paper Series, n° 06-E-05, mars

Banque centrale européenne (2005)

"Large EU banks' exposures to hedge funds", novembre

Banque centrale européenne (2006a)

Financial Stability Review, juin

Banque centrale européenne (2006b)

Financial Stability Review, décembre

Brown (S. J.) et Spitzer (J. F.) (2006)

"Caught by the tail: tail risk neutrality and hedge fund returns", NYU Stern School of Business, mai, projet préliminaire

Chan (N.), Getmansky (M.), Haas (S. M.) et Lo (A. W.) (2005)

"Systemic risk and hedge funds", NBER Working Paper Series, n° 11200, mars

Deloitte (2007)

"Precautions that pay off: risk management and valuation practices in the global hedge fund industry", janvier

Deutsche Bank (2007)

"2006 alternative investment survey", janvier

EDHEC Risk and Asset Management Research Centre (2004)

"EDHEC Alternative Indices", mars

Eichengreen (B.), Mathieson (D.), Chadha (B.), Jansen (A.), Kodres (L.) et Sharma (S.) (1998)

"Hedge funds and financial market dynamics", FMI, Occasional Paper, n° 166, mai

Financial Stability Forum (2000)

"Report of the Working Group on Highly leveraged institutions", avril

Garbaravičius (T.) et Dierick (F.) (2005)

"Hedge funds and their implications for financial stability", BCE Occasional Paper, n° 34, août

Géhin (W.) (2006)

"The challenge of hedge fund performance measurement: a toolbox rather than a Pandora's box", EDHEC Risk and Asset Management Research Centre, novembre

Getmansky (M.), Lo (A. W.) et Makarov (I.) (2004)

"An econometric model of serial correlation and illiquidity in hedge fund returns", Journal of Financial Economics, vol. 74, pp. 529-609

Greenwich Associates (2006)

"Hedge fund fixed-income trading volumes soar", 13 septembre, communiqué de presse

Haigh (M.S.), Hranaiova (J.) et Overdahl (J. A.) (2005)

"Price dynamics, price discovery and large futures trader interactions in the energy complex", CFTC, avril

Hedge Fund Manager Week (2006)

"7th hedge fund administrator survey", décembre

Hedge Fund Research (2007)

"HFR industry report: year end 2006", janvier

Kundro (C.) et Feffer (S.) (2004)

"Valuation issues and operational risk in hedge funds", Journal of Financial Transformation, vol. 10, avril

Lipper TASS (2007)

"Lipper TASS asset flows report: hedge funds, fourth quarter 2006", février

McGuire (P.), Remolona (E.) and Tsatsaronis (K.) (2005)

"Time-varying exposures and leverage in hedge funds", BIS Quarterly Review, mars

Mercer Oliver Wyman (2006)

"Risk taking and risk management in the hedge fund industry: review of market practices", juillet

Strategic Financial Solutions (2006)

"2005 hedge fund database study", janvier

US President's Working Group on Financial Markets (1999)

"Hedge funds, leverage, and the lessons of Long-Term Capital Management", avril

Le monde des *hedge funds* : préjugés et réalité

La contribution de l'AMF au débat sur les stratégies de gestion alternative

MICHEL PRADA

Président

Autorité des marchés financiers, France

Même s'il n'existe aucune définition uniforme et juridique du terme « hedge fund », il est généralement admis, parmi les régulateurs de valeurs mobilières, que les hedge funds présentent un certain nombre de caractéristiques communes : absence de règle de diversification des actifs, utilisation illimitée des produits dérivés et de techniques financières complexes, recours intensif aux effets de levier, fortes commissions de superperformance, et parts des fonds fréquemment non rachetables à tout moment par les investisseurs.

Au niveau international, les hedge funds ne peuvent plus être considérés comme un « trou noir » de la sphère financière, étant donné le nombre croissant d'autorités de régulation ayant déjà mis en place des systèmes de supervision de ces fonds. Néanmoins, il reste de toute évidence beaucoup à faire dans ce secteur en constante mutation, dont la régulation est d'autant plus complexe qu'il est actuellement l'objet de préjugés qui sont parfois source de confusions. « L'activisme actionnarial » des hedge funds est à la fois critiqué et salué comme un mécanisme de création de valeur. Leur prise de risque suscite des craintes pour la stabilité financière mais peut fournir une liquidité bienvenue pour les marchés. La transparence de leurs opérations est jugée insuffisante alors que leurs stratégies leur confèrent la faveur d'un nombre croissant d'investisseurs.

L'identification des risques spécifiques aux hedge funds est donc un préalable à la définition des priorités d'action des régulateurs. L'AMF a retenu cinq domaines principaux qui pourraient requérir des initiatives supplémentaires au plan international :

- le risque systémique lié à la défaillance potentielle d'un hedge fund de grande taille ou d'une série de fonds d'importance plus moyenne nécessite que des améliorations soient apportées à l'évaluation du risque de crédit des investisseurs sur les hedge funds, par exemple grâce à la notation de ces fonds ;*
- le risque d'abus de marché appelle des moyens d'améliorer la transparence des activités des hedge funds sur les marchés de gré-à-gré ;*
- le risque de gouvernance des sociétés cotées et de comportement abusif met en cause certaines pratiques, comme les prêts d'actions lors des assemblées d'actionnaires ;*
- le risque opérationnel de valorisation incorrecte d'actifs peu liquides ou complexes a poussé l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV) à prendre des initiatives en matière de valorisation des actifs et de contrôle interne des hedge funds ;*
- le risque de distribution inadaptée à des investisseurs mal informés justifie l'adoption de nouvelles normes nationales et internationales en préalable de toute avancée en matière d'exposition des particuliers aux produits alternatifs.*

NB: Cette contribution est extraite d'un discours qui a été tenu le 14 décembre 2006 lors d'une conférence "Executive briefing".

Permettez-moi tout d'abord de remercier les dirigeants de Premier Cercle de m'avoir invité à clore cette conférence d'information particulièrement bienvenue sur les *hedge funds*. Les *hedge funds* constituent, à l'évidence, un sujet central de réflexion et d'action pour l'Autorité des marchés financiers (AMF). Notre dernier conseil scientifique, qui s'est tenu le 7 décembre 2006, a d'ailleurs abordé la question de l'éligibilité des indices de *hedge funds* aux fonds grand public, question qui, vous le savez, donne lieu à d'intenses discussions en France, comme au niveau européen.

En ce domaine comme dans tant d'autres, l'AMF s'efforce de trouver un juste équilibre entre :

- d'une part, l'accomplissement de ses missions légales de protection de l'épargne, de surveillance de l'intégrité des marchés et de contrôle de la qualité de l'information donnée aux investisseurs ;
- et, d'autre part, son souci permanent d'établir un cadre de régulation permettant aux acteurs de la Place de Paris de faire valoir leurs talents dans un environnement international de plus en plus concurrentiel.

Aujourd'hui, l'objet de mon intervention sera de vous montrer que les *hedge funds* ne constituent pas un « trou noir » de la sphère financière ou un « *impensé* » pour les autorités de régulation financière, qui ont d'ores et déjà mis en œuvre des dispositifs de surveillance adéquats, même si beaucoup reste à faire pour réguler un secteur d'activité en permanente évolution.

Les *hedge funds* font, en effet, souvent appel aux derniers développements de la technologie financière, qui plus est dans un environnement complètement globalisé. Leur régulation constitue, dès lors, un art complexe et délicat. Elle ne peut être efficacement élaborée que dans des enceintes internationales appropriées où les régulateurs, s'appuyant sur leur expérience domestique, se forgent une doctrine commune, intégrant la problématique internationale qui caractérise ce secteur.

Sujet complexe, aussi, car les *hedge funds* catalysent aujourd'hui des critiques et sont l'objet de préjugés qui peuvent être parfois sources de confusions :

- leur « activisme actionnarial » est, par exemple, tout à la fois critiqué pour le présupposé court-termisme

managérial qu'il alimente et, en même temps, salué pour la création de valeur qui résulte de leur interventions pour l'ensemble de la communauté des actionnaires ;

- leurs prises de risques suscitent des craintes pour la stabilité financière, mais beaucoup s'accordent à considérer, dans le même temps, que les *hedge funds* fournissent une liquidité bienvenue aux marchés dont ils améliorent l'efficacité ;
- l'opacité de leurs interventions fait peur. Mais, dans le même temps, l'originalité de leurs stratégies leur vaut un franc succès auprès d'investisseurs de plus en plus nombreux, qu'ils soient institutionnels voire, depuis peu, particuliers.

Aussi, souhaiterais-je, avant d'évoquer nos réflexions sur les modalités appropriées de régulation des *hedge funds*, mettre à mal un certain nombre d'idées préconçues qui prétendent rendre compte de leur rôle et de leur impact sur le système financier (I).

Après avoir décanté les idées et clarifié le débat, j'aborderai les vrais enjeux de régulation au regard d'une analyse logique des risques qui résultent de leur développement (II).

Je conclurai mon propos par la description des réponses que les régulateurs ont apportées ou mises en débat dans les enceintes internationales où l'Autorité des marchés financiers est particulièrement engagée (III).

1 | COMMENT ÉVOLUE L'UNIVERS DES HEDGE FUNDS ?

Je voudrais tout d'abord vous convaincre que beaucoup d'idées préconçues obscurcissent le débat sur les *hedge funds* et méritent d'être combattues.

1|1 Définition

Le concept même des *hedge funds* mériterait d'être préalablement défini. La consonance anglo-saxonne de ce concept n'est d'ailleurs pas étrangère à une certaine confusion qui règne dans notre pays,

particulièrement rétif à intégrer culturellement la nouvelle donne d'un capitalisme financier de plus en plus désintermédié.

Du reste, le terme de *hedge fund* en lui-même est trompeur. Sa traduction littérale en français est fonds de « couverture », ce qui tend à limiter théoriquement l'intervention des *hedge funds* à l'activité d'arbitrage. Or, ces fonds utilisent, en fait, des techniques de gestion de plus en plus diversifiées, dites techniques de gestion alternative, qui permettent de spéculer, au sens premier du terme, sur l'évolution future des marchés, bref de prendre des risques de tendance. Et cela sur les marchés les plus divers, aux caractéristiques de liquidité et de transparence très variables, du marché du gaz naturel à celui de l'art contemporain, en passant par celui des devises.

Dans un tel contexte d'incompréhension sémantique, vous comprendrez aisément pourquoi l'AMF a préféré recourir au concept de gestion alternative lorsqu'elle a décidé, en 2003, de créer un cadre juridique sécurisé pour permettre aux *hedge funds* français de trouver un cadre de développement d'une activité *on-shore*.

1|2 Principales caractéristiques

Selon nos études, aucun de nos principaux homologues n'a adopté une définition légale, précise et formelle du terme de *hedge fund*. On s'accorde cependant en général, pour attribuer aux *hedge funds* certaines caractéristiques communes :

- absence des restrictions traditionnellement imposées aux fonds d'investissement grand public en matière de diversification et de négociabilité des actifs financiers, ce qui leur permet d'acquérir de manière significative des actifs illiquides ou complexes ;
- utilisation illimitée par les gérants de *hedge funds* des produits dérivés ou des techniques financières leur permettant des ventes à découvert ;
- utilisation intensive par les gérants des effets de levier grâce aux financements fournis par les *prime brokers* ;
- commissions de superperformance significatives constituant un puissant moteur de motivation pour les gérants pour prendre, ou plutôt faire prendre à leurs fonds, des risques de marché importants ;

- parts des fonds souvent non rachetables à tout moment par les investisseurs, qui bénéficient toutefois de « fenêtre de tirs » pour revendre leurs parts à des moments prédéterminés, par des règles de *lock-up* propres à chaque fonds.

Donc, même si, comme le relève l'OICV, il n'existe pas de définition harmonisée du terme de *hedge fund*, un consensus international existe bien, entre régulateurs, pour caractériser les *hedge funds* en fonction des critères que je viens d'évoquer. Au surplus, l'absence d'une définition précise et universelle n'empêche nullement le débat sur la régulation des *hedge funds*, qui après bien des réticences, notamment de la part de nos amis américains et anglais, est désormais au cœur des travaux des instances internationales de régulation.

1|3 Le cadre actuel de régulation

Ainsi, le premier poncif qui doit être banni serait que les *hedge funds* ne seraient en rien régulés, qu'ils seraient des sortes d'« OVNI de la finance ».

Le dernier rapport de l'OICV sur les *hedge funds* le rappelle fort opportunément. Ce document a été rédigé par le comité spécialisé de l'OICV en charge de la gestion d'actifs que préside l'AMF. Il témoigne clairement des efforts engagés récemment par nombre de régulateurs du monde entier pour mettre en place un certain encadrement de l'activité des *hedge funds*. L'exemple le plus significatif en est, bien sûr, la décision adoptée par la SEC, à la fin de l'année 2004, de rendre obligatoire, à partir du 1^{er} février 2006, l'enregistrement auprès d'elle des *hedge funds*, ou plus exactement de leurs gérants, dès lors qu'ils sont offerts à des clients américains. L'invalidation, le 23 juin 2006, par la justice américaine, de cette obligation d'enregistrement n'a nullement dissuadé la SEC de réfléchir à la mise en place d'un nouveau cadre d'enregistrement. Elle est aidée en cela, si j'ose dire, par les récents déboires du fonds américain Amaranth. Très récemment, la SEC a ainsi annoncé de nouvelles règles d'encadrement des *hedge funds*, preuve s'il en était besoin que la « fatigue réglementaire » ne concerne pas cet aspect-là de la régulation financière.

Plus globalement, il ressort du document de l'OICV que dix-huit des vingt principales places mondiales en matière de gestion d'actifs encadrent actuellement,

d'une manière ou d'une autre, la gestion ou la distribution des *hedge funds*.

En outre, l'activité des *hedge funds* est aussi indirectement régulée, que ce soit à la fois :

- à travers la surveillance prudentielle des banques ou des *prime brokers* qui leur octroient le financement nécessaire aux effets de levier mis en place par les *hedge funds* ;
- et, en Europe continentale, à travers le dépositaire qui joue un rôle essentiel en matière de contrôle externe des *hedge funds*.

Bref, que ce soit indirectement ou directement, les *hedge funds* échappent de moins en moins à la régulation, même si les modalités de cette intervention publique diffèrent, bien évidemment, en fonction des spécificités nationales.

1|4 La croissance spectaculaire des *hedge funds*

Second préjugé à combattre, les *hedge funds* continueraient à être vendus exclusivement à une clientèle huppée, à des institutionnels ou à des particuliers aux revenus élevés, bref à une sorte d'élite financière.

Si cette assertion reste largement vraie, ce n'est plus une vérité absolue aujourd'hui du fait de la croissance rapide de l'activité de ce secteur. Les estimations les plus couramment admises font état de 1 300 milliards de dollars gérés par les *hedge funds* en 2006, contre 400 milliards il y a seulement six ans. Cette croissance spectaculaire a été rendue possible par la persistance d'une politique monétaire de taux d'intérêt peu élevés, associée à un profond déséquilibre des échanges mondiaux, ce qui a entraîné une hausse massive de liquidités en recherche de rendements attractifs. Mais elle s'explique aussi par l'élargissement de la base de la clientèle des *hedge funds*. Les investisseurs institutionnels, dont les fonds de pension et de gestion collective, ont augmenté en effet de manière significative leur placement dans ces véhicules, considérés comme des éléments pertinents de diversification de leurs portefeuilles.

De même, dans beaucoup de pays, comme Hong Kong, l'Allemagne, la France et bientôt le Royaume-Uni,

par-delà les investisseurs dits qualifiés, des investisseurs aux moyens relativement plus limités peuvent désormais souscrire des produits de gestion alternative : c'est le cas en France où les fonds de *hedge funds* sont accessibles au public avec un ticket d'entrée de 10 000 euros.

Dès lors, la défaillance d'un *hedge fund* peut devenir une source de préoccupation, indirecte mais majeure, pour l'homme de la rue, pour ses mandataires financiers et aussi pour ses représentants politiques. Cette évolution justifie l'intérêt que portent désormais les chefs d'État et de gouvernement du G7 à la problématique posée par les *hedge funds*.

Bref, les *hedge funds* ne sont pas un monde à part. Leur développement et leur diversification a plutôt construit un *continuum* entre le monde de la gestion classique et celui de la gestion alternative. Cette situation pose d'ailleurs aux régulateurs un véritable défi. Car elle les oblige à établir un cadre cohérent de règles permettant d'éviter l'arbitrage réglementaire. Une interdiction réglementaire dans la sphère des *hedge funds* peut en effet être aisément contournée par le recours à des véhicules *ad hoc* qui seraient non ou peu régulés.

1|5 Une industrie mature

Dernier préjugé à combattre : les *hedge funds* seraient dangereux en soi pour le système financier car ils seraient peu ou mal organisés et ne bénéficieraient pas de procédures de contrôle interne appropriées. Ce n'est évidemment pas tout à fait le cas. Aujourd'hui, les *hedge funds* ne sont plus exclusivement constitués de petites boutiques composées d'artisans géniaux et autres Mozart de la finance. Les *hedge funds* sont, dans beaucoup de cas, de véritables entreprises avec des procédures de *reporting* à des contrôleurs internes et externes de plus en plus exigeants. Et les grandes banques, qui jouent le rôle de *prime brokers* en leur prêtant des liquidités, sont fortement incitées par leurs régulateurs prudents, comme par leur propre intérêt, à se préoccuper de la robustesse des structures qu'elles financent.

En conclusion, ce serait faire un contresens que de considérer les *hedge funds* comme des entités non régulées, non contrôlées, aux mains de sortes de « docteurs Follamour de la finance » qui, en travaillant

au profit d'une clientèle constituée exclusivement d'une élite de riches particuliers, feraient courir un risque de déstabilisation globale au système financier. Cette vision n'est plus du tout conforme à la réalité de ce secteur financier.

Mais l'évolution que j'ai décrite ne signifie pas, pour autant, que ces véhicules d'investissement ne posent pas des problèmes de régulation, et qu'une analyse approfondie des risques qu'ils posent ne soit pas nécessaire, voire urgente.

2 | QUELS ENSEIGNEMENTS TIRER D'UNE APPROCHE FONDÉE SUR LES RISQUES ?

Il est indispensable pour le régulateur d'adopter une approche par les risques afin d'adapter et de calibrer son intervention aux véritables enjeux posés par les *hedge funds*.

L'identification des zones de risques constitue, aujourd'hui, le préalable à la définition des priorités d'action du régulateur conformément à l'approche de « meilleure régulation » qui inspire l'Autorité des marchés financiers et que j'ai eu l'occasion de présenter en clôture de nos entretiens annuels le 30 novembre dernier. Permettez-moi d'évoquer maintenant les véritables risques posés, selon nous, par les *hedge funds*.

Premier risque : le risque systémique c'est-à-dire le risque de déstabilisation généralisée des marchés financiers résultant de la défaillance d'un *hedge fund* de grande taille ou de la défaillance en chaîne de *hedge funds* d'importance plus moyenne. Aujourd'hui, ce risque semble considéré comme peu élevé. On relèvera ainsi que les études disponibles font état d'un taux annuel de défaillance de 3 pour 1 000, chiffre qui est resté remarquablement constant au cours des dix dernières années alors que le nombre de *hedge funds* a été multiplié par sept au cours de cette période. Il reste que le risque existe et doit être géré.

Second risque : les abus de marché, c'est-à-dire les éventuelles manipulations de cours et les délits d'initiés. La recherche de rendements élevés et le recours aux commissions de superperformance des

gérants de *hedge funds* peuvent les inciter à tester certaines frontières réglementaires qu'il est tentant de franchir à raison de l'ampleur du gain possible. Dans un environnement de marché où les fonds spéculatifs représentent entre un tiers et la moitié du volume des transactions quotidiennes sur les grandes places financières, on imagine l'impact de tels abus de marché.

Troisième risque : le dévoiement de l'activisme actionnarial. Une influence supposée trop importante des *hedge funds* sur la stratégie de certaines entreprises aurait des conséquences négatives pour tous les *stakeholders*, car elle privilégierait trop souvent une approche court-termiste de la stratégie de l'entreprise cible. On pense ici bien sûr à certains cas emblématiques : par exemple, à l'occasion des grandes manœuvres de restructuration de bourses, on avait parlé à l'époque « d'invasion de sauterelles », ou à l'occasion de certaines OPA récentes en Europe. Par ailleurs, c'est aussi la transparence, voire la légitimité, de certaines techniques utilisées par ce type d'acteurs qui est ici en cause, que ce soit l'emprunt de titres ou les multiples structures décrites de portage de position sur titres.

Quatrième risque : l'insuffisante maîtrise des risques opérationnels et du contrôle interne. Je fais référence ici au risque de mauvaise valorisation d'actifs illiquides et complexes qui sont détenus en plus ou moins grande quantité par les *hedge funds*. Quand la performance est mauvaise ou que les perspectives de bonus sont assises sur les performances absolues des gérants, des valorisations imprudentes des positions détenues peuvent être très tentantes.

Dernier risque : le misselling ou la distribution inadaptée de produits alternatifs à une clientèle de détail insuffisamment avertie. Son occurrence est d'autant plus envisageable qu'aujourd'hui la vente de produits recourant à des techniques financières sophistiquées est de plus en plus répandue. Même la Directive OPCVM qui concerne les fonds d'investissement grand public permet l'utilisation intensive de produits dérivés. En outre, ces instruments, dès lors qu'ils sont cotés, peuvent eux-mêmes bénéficier de tous les avantages du passeport européen et sont en théorie éligibles à l'actif des OPCVM grand public, diffusés de manière étendue sur une base transfrontalière.

Ayant identifié les risques, comment les régulateurs peuvent-ils les prévenir et les gérer ?

3 | QUELLES RÉPONSES RÉGLEMENTAIRES SERAIENT LES PLUS EFFICIENTES ?

Pour l'Autorité des marchés financiers, il convient désormais d'élaborer, dans un cadre international, une stratégie de régulation crédible et proportionnée.

Je souhaite, dès l'abord, rappeler que l'Autorité des marchés financiers a conduit, depuis plusieurs années, une réflexion propre et une action domestique lui permettant de prendre part à la démarche globale.

S'appuyant sur les dispositions de la loi de sécurité financière, l'AMF a ainsi défini, en novembre 2004, les conditions de création des véhicules français de gestion alternative directe, sous les libellés d'OPCVM à règles d'investissement allégées (ARIA) et de fonds contractuels. Le travail de fond avait été initié en 2003 par la COB lorsque l'architecture de la multigestion alternative avait été développée. Conçue en étroite concertation avec les acteurs de la Place, la réglementation adoptée par l'AMF est centrée sur les missions du dépositaire et du *prime broker* en matière de gestion alternative directe, sur le programme d'activité des sociétés de gestion souhaitant développer des activités de gestion alternative, sur la qualité des informations fournies aux investisseurs et sur les conditions d'une bonne commercialisation de ces produits innovants. Aujourd'hui, la gestion alternative en France représente un encours sous gestion de 36 milliards d'euros dont un peu moins de la moitié est le fait de fonds de *hedge funds*.

Forte de l'expérience acquise au niveau domestique, l'AMF participe très activement aux travaux de l'OICV et du CESR (Committee of European Securities Regulators) ainsi qu'aux réflexions menées par la Commission européenne.

Le régulateur français est, en effet, traditionnellement très actif au sein des instances de régulation internationale. Il est membre de l'OICV depuis son origine et j'assure actuellement la présidence de son comité stratégique, appelé Comité technique. Dans le domaine plus précis de la gestion d'actifs, l'AMF préside, depuis 2004, le comité permanent de l'OICV en charge de ces questions (Standing Committee 5 ou SC5).

À l'échelle européenne, l'AMF est membre fondateur du FESCO (Forum of European Securities Commission, 1997) devenu le CESR en 2001 qui travaille aujourd'hui sur les indices de *hedge funds* dans le cadre de son groupe de travail dédié à la gestion d'actifs. L'Autorité des marchés financiers contribue enfin directement aux réflexions de la Commission européenne dans le domaine de la gestion alternative.

L'AMF s'est donc peu à peu forgé une doctrine qu'elle a eu l'occasion d'exposer publiquement à la fin du mois de septembre 2006 dans sa réponse au rapport du groupe d'experts de la Commission européenne consacré à ce sujet. Permettez-moi, dès lors, de présenter les réponses que le régulateur français souhaite promouvoir pour maîtriser les cinq risques évoqués précédemment.

3|1 Le risque systémique

Même si LTCM est encore dans toutes les mémoires, il semble que la robustesse du système financier se soit améliorée, du fait notamment d'une meilleure coordination des régulateurs internationaux, que ce soit au sein du G 7, du Forum de Stabilité financière (FSF) ou du Joint Forum qui réunit l'OICV, le Comité de Bâle et l'Organisation Internationale des Superviseurs d'Assurance. Cette meilleure coordination a permis, me semble-t-il, de mieux appréhender et circonscrire les risques. Le recours aux techniques d'appel de marge, les contrôles prudentiels exercés sur les *prime brokers* et les exigences de *reporting* aux autorités de contrôle y ont sans doute contribué. L'exemple récent d'Amaranth aux États-Unis où une perte de 6 milliards de dollars, en moins d'un mois, n'a pas eu d'impact majeur sur la stabilité financière domestique ou internationale, tend à confirmer ce propos. Mais, en cette matière, la prudence et la vigilance sont meilleures conseillères qu'une confiance béate. Comme le disent les gestionnaires d'actifs, « les performances passées ne préjugent pas des performances futures » et cet adage vaut, aussi, pour les régulateurs. Les récentes mises en garde sur la stabilité financière qu'a faites le président de la Banque centrale européenne, fin octobre 2006, devant le Parlement européen, nous rappellent la nécessité d'être vigilants. Dans sa *Revue de stabilité financière* de juin 2006, la BCE a, en effet, noté que les rendements affichés par les *hedge funds* depuis la mi-2003 étaient « corrélés de façon croissante ». Les

hedge funds sembleraient donc investir tous dans le même sens, ce qui pourrait créer un effet de masse en cas de retournement du marché. En somme, la BCE nous dit que les gestionnaires alternatifs sont devenus des gérants plus ou moins conformistes se copiant les uns les autres. Selon la BCE, la corrélation a même « dépassé les niveaux atteints juste avant le quasi effondrement de LTCM en 1998 ».

C'est dans un tel contexte que la proposition de faire évaluer les *hedge funds* par des agences de notation, faite l'été dernier par la Bundesbank au FSF, mérite d'être débattue.

L'AMF a déjà entamé différents travaux sur le sujet des agences de notation des fonds et elle partage le souci de certains grands investisseurs institutionnels d'obtenir plus de transparence et d'homogénéité dans les processus de gestion et de suivi des risques des *hedge funds*.

Cette orientation suppose, à notre sens,

- tout d'abord, que soit bien précisé l'objectif de la démarche en distinguant ce qui relève clairement de l'objectif de maîtrise des risques opérationnels des *hedge funds* et ce qui relève de la prévention des risques systémiques à une échelle globale ;
- ensuite, que soit défini l'objet de la notation qui pourrait porter sur les fonds et/ou sur les gestionnaires ;
- enfin, que soit étudiée une démarche prudentielle complémentaire, en terme d'allocation de fonds propres par les *prime brokers* et en fonction des notations publiées sur les *hedge funds* qui seraient encouragés à entrer dans la voie de la notation à raison des implications concrètes pour l'accès au financement bancaire.

3|2 Le risque d'abus de marché

Il faut, en premier lieu, rappeler que les *hedge funds* sont, bien entendu, soumis aux mêmes règles que les autres opérateurs, et notamment, en Europe, aux dispositions de la Directive abus de marché.

En matière d'abus de marché, la main du régulateur peut être lourde et le bras du gendarme de la Bourse peut embrasser large, allant bien au-delà de ses

propres frontières. Même si l'acteur agit sur une place extra-européenne, il peut être en effet sanctionné par un régulateur européen. La coopération entre les autorités est en effet de plus en plus efficace au sein de l'Union européenne, comme avec nos autres partenaires dans le monde, comme l'a démontré un certain nombre d'enquêtes récentes de l'Autorité des marchés financiers qui ont permis de sanctionner des *hedge funds* basés à Londres.

Le sujet est, en effet, plus large que le problème des simples *hedge funds*. Ce sont en effet les techniques utilisées par les *hedge funds* ou par leurs contreparties dans le marché et leur opacité qui posent aujourd'hui problème au regard de la mise en œuvre opérationnelle des textes sur l'abus de marché. L'explosion récente des marchés de dérivés de gré à gré, sur un nombre croissant de sous-jacents plus ou moins corrélés et qui permettent une grande variété de stratégies d'arbitrage place les régulateurs nationaux devant un défi technique redoutable à raison de la rapidité des opérations et de leur caractère international. Nos collègues américains viennent ainsi de prendre une initiative majeure en matière de dérivés de crédit en créant une base de données géante, la fameuse « Trade Warehouse », gérée par la DTCC, avec une vocation de couverture globale au plan géographique et d'extension ultérieure prévue aux autres dérivés de taux ou actions. Il serait urgent que l'Europe se dote d'un instrument similaire qui permette à ses autorités de marché de bénéficier d'une information de même niveau et d'échanger plus efficacement à l'avenir avec leurs homologues d'Outre-Atlantique.

3|3 Le risque pour la gouvernance des sociétés cotées

En théorie, ce risque n'existe que si des fonds prennent des participations éphémères, en usant de techniques opaques dans le seul but de faire pression sur le management, à un moment opportun pour la défense de leurs intérêts spécifiques, c'est-à-dire au moment des assemblées générales ou d'opérations majeures dans la vie des sociétés.

L'Autorité des marchés financiers s'est récemment intéressée à cette question sensible, à l'occasion des travaux de place effectués « sur l'amélioration de l'exercice des droits de vote des actionnaires en France », conduits par Yves Mansion, membre du

Collège de l'AMF. Ce rapport a été rendu public le 15 septembre 2005.

Il aborde la question délicate des prêts-emprunts de titres en période d'assemblée générale. L'un des effets de cette technique financière est, en effet, d'écarter de l'assemblée générale les propriétaires juridiques effectifs et de remettre une part du pouvoir décisionnel de l'assemblée générale entre les mains d'emprunteurs qui ne portent pas durablement le risque économique du titre. Le rapport évoque précisément certaines opérations récentes effectuées à l'étranger qui montrent que le régulateur doit sans doute prêter une plus grande attention à cette technique qui pourrait justifier une régulation européenne.

L'Autorité des marchés financiers a exprimé le souhait que les gérants rapatrient, à l'occasion des assemblées générales, les titres qu'ils ont prêtés, en cohérence en cela avec les préconisations du rapport britannique de Paul Myners.

Plus fondamentalement, est posée donc aujourd'hui la question globale de la transparence de l'action des *hedge funds*, question d'actualité qui mérite sans doute aussi d'être posée pour le *private equity*. Elle est posée, avec force et acuité, par le fait que le degré de discrétion et d'opacité de la stratégie des fonds est parfois inversement proportionnel au degré de transparence qu'ils exigent de la part du management des sociétés cotées. Que ces fonds soient localisés aux Bahamas ou aux Îles Caïmans pour des raisons fiscales n'implique pas, selon nous, qu'ils ne doivent jamais rendre compte de leur activité à leurs mandants et aux marchés d'une manière transparente, régulière, exacte et non trompeuse.

Alors même que la réflexion sur le rôle des investisseurs dans la gouvernance des sociétés avance, mais sans doute trop lentement, pour les fonds d'investissement grand public, on ne peut que regretter que le sujet ne soit jamais évoqué pour le secteur des *hedge funds* ou du *private equity*. Depuis 2003, les sociétés françaises de gestion doivent ainsi rendre compte de leurs politiques de vote en assemblée générale mais ce n'est pas le cas pour les *hedge funds* étrangers qui investissent dans les sociétés cotées européennes. Il y a là, je crois, matière à réflexion. Tout en prenant en compte les arguments très percutants développés par Noël Amenc sur la théorie de l'Agence et la

nécessité pour les actionnaires, de contrôler les « agents » que sont les dirigeants.

Il est en effet des circonstances où les *hedge funds* se comportent, à la fois, en analystes très pertinents et en actionnaires avisés face à des « agents » dont la gestion est contestable.

3|4 Le risque opérationnel de mauvaise valorisation d'actifs illiquides ou complexes

Ce risque est aujourd'hui traité au sein du comité spécialisé de l'OICV en charge de la gestion d'actifs qui est présidé par l'AMF. Il fait l'objet d'un mandat de travail auquel le Forum de Stabilité financière est par ailleurs très attentif. Ce mandat a pour objectif l'élaboration de bonnes pratiques en matière de valorisation et d'administration des *hedge funds*. Comme je l'ai dit précédemment, les *hedge funds* investissent fréquemment dans des actifs complexes ou illiquides par nature ou dans des actifs plus liquides mais dans des proportions si importantes que les positions en deviennent parfois très difficiles à valoriser. Les professionnels de la gestion alternative, que ce soit aux États-Unis ou au Royaume-Uni, ont pris conscience de la nécessité de diffuser un code de bonne conduite en la matière. Au sein d'un sous-groupe de travail associant étroitement des régulateurs et des représentants de l'industrie de la gestion alternative, le SC5 de l'OICV s'efforce de répondre d'une manière adaptée à cette demande en proposant des standards en matière de valorisation des *hedge funds* et en déterminant les responsabilités respectives des parties prenantes que sont le *prime broker*, le conservateur, le commissaire aux comptes et, bien-sûr, le gérant dans le processus de valorisation.

Ce groupe de travail publiera, à la fin du premier semestre 2007, une série de principes que les professionnels seront incités à s'auto-appliquer.

Le contrôle de leur application dépendra bien sûr du régime de régulation propre à chaque juridiction, de l'existence ou non d'une obligation d'enregistrement de la société de gestion du *hedge fund* et, surtout, de la discipline de marché que ces principes auront définie. On peut, en ce domaine, être raisonnablement optimiste. L'application effective des principes de régulation de l'OICV par ses membres est en effet régulièrement

vérifiée par le FMI, comme par l'organisation elle-même, par l'intervention de son Implementation Committee.

3|5 Le risque de distribution inadaptée à une clientèle d'investisseurs insuffisamment avertis

Dans ce domaine, les travaux s'inscrivent essentiellement dans un cadre européen, ce qui me permet de revenir sur la réponse de l'AMF à la Commission que j'ai évoquée succinctement.

Le 4 juillet 2006, la Commission européenne a, en effet, publié un rapport d'experts de l'industrie sur les fonds de gestion alternative. Ce rapport recense un certain nombre de solutions pour les rendre plus largement accessibles au sein de l'Union. Il souligne ainsi la nécessité de supprimer les obstacles à l'investissement institutionnel dans les fonds spéculatifs. L'AMF a alimenté la réflexion de la Commission européenne sur le sujet de la gestion alternative en soulignant la nécessité de prévenir le risque de ventes inadaptées ou abusives.

Elle a ainsi indiqué que la recommandation visant à permettre une distribution élargie des fonds de fonds de gestion alternative lui apparaissait comme la plus prometteuse à court terme.

Plus globalement, l'Autorité des marchés financiers souhaite promouvoir à l'échelle mondiale l'établissement de bonnes pratiques en matière de gestion de fonds de *hedge funds* et elle propose qu'elles soient ensuite adoptées à l'échelle européenne afin de permettre la reconnaissance mutuelle des fonds de *hedge funds* à un horizon rapproché.

L'Autorité des marchés financiers procédera, enfin, début 2007, à une évaluation d'impact de la réglementation française sur la multigestion alternative qui date de 2003. Elle analysera, en particulier, les leçons à tirer du cas Amaranth pour les sociétés françaises de gestion au regard du cadre juridique des fonds de *hedge funds* en Europe.

La multigestion alternative confère, en effet, aux gérants d'actifs de fonds de fonds une responsabilité particulière au regard des diligences qu'ils doivent être capables de conduire sur les fonds sous-jacents. Par ailleurs, sans préjuger des résultats des travaux du CESR sur l'éligibilité des indices de *hedge funds* aux fonds grand public, une éventuelle évolution en ce domaine supposera que soit rigoureusement contrôlé le risque d'arbitrage réglementaire en faveur de produits moins exigeants au regard des diligences normales des gérants.

Plus généralement, dans le prolongement des recommandations du rapport de J. Delmas-Marsalet sur la commercialisation des produits financiers, l'Autorité des marchés financiers est très attentive au ciblage de la clientèle ainsi qu'aux conditions de commercialisation de ce type de produits, qui nécessitent, pour le moins, des conditions renforcées de conseil avant d'être distribués aux investisseurs individuels. L'Autorité des marchés financiers est donc très attentive aux orientations que prendra la Commission européenne en ce domaine, que ce soit par les suites données à son Livre Blanc sur la gestion d'actifs à la mi-novembre 2006, ou par l'interprétation qu'elle donnera à la Directive MIF pour ce qui est des conditions de commercialisation des produits financiers.

Pour être efficace, la régulation des hedge funds doit être conçue dans des instances internationales ad hoc.

Pour être pertinente, la régulation des hedge funds doit reposer sur des standards appropriés, acceptés et respectés par tous les acteurs concernés.

Pour pouvoir faire l'objet de contrôles appropriés, elle doit s'inscrire dans un processus de convergence des règles adoptées par les différents régulateurs nationaux. Elle doit s'appuyer sur des systèmes d'information efficaces, notamment sur les transactions de gré à gré et dans les segments les plus sensibles des marchés. Elle doit, enfin, reposer sur un principe de coopération étroite entre autorités nationales régies par un engagement collectif sans ambiguïté.

Que ce soit au sein de l'OICV, du CESR ou auprès de la Commission européenne, j'espère vous avoir convaincus que l'Autorité des marchés financiers, forte de son expérience acquise à l'échelle nationale, est en phase avec les initiatives réglementaires de ses partenaires et avec les innovations du marché, sans transiger sur sa mission de protection de l'épargne domestique. À cet égard, il faut souligner un changement notable dans la philosophie de la régulation qui sera, à l'avenir, plus clairement centrée sur les opérateurs et leurs règles de conduite — qu'ils soient gérants, dépositaires, prime brokers, ou distributeurs — que sur le contrôle des produits dont la diversification ne cesse de se développer.

Conditions financières, gestion alternative et risques politiques : tenter de comprendre notre époque

RAGHURAM G. RAJAN

Professeur

University of Chicago

Les évolutions du secteur financier se sont traduites par un renforcement de sa capacité à disperser les risques. L'augmentation de la robustesse des économies ainsi que de la prise de risque effective a conduit à l'apparition de transactions financières qui n'étaient pas possibles auparavant et a permis un accès beaucoup plus large des entreprises et des ménages aux financements. Au total, le monde s'en porte mieux. Toutefois, on a parallèlement assisté à l'émergence de toute une catégorie d'intermédiaires, tels les hedge funds, qui sont incités à une plus grande prise de risque, particulièrement dans les périodes d'abondance de liquidité et de grande stabilité. Par conséquent, sous certaines conditions, les économies peuvent être davantage exposées que dans le passé à des perturbations provenant du secteur financier. L'article souligne les préoccupations relatives aux répercussions politiques d'une telle instabilité.

NB : L'auteur souhaite remercier Charles Collyns et Laura Kodres de leurs précieux commentaires.

Les marchés d'actions ont récemment gravi de nouveaux sommets. Les primes de risque et les mesures de l'aversion au risque se situent à des niveaux extrêmement bas. Sachant que les marchés des actions comptent sur une forte croissance des bénéfices, que les marchés du crédit prévoient un faible niveau de défaillances, et que les marchés obligataires anticipent une inflation faible, il convient de se poser une question : n'y a-t-il vraiment personne pour intégrer les risques dans les évaluations ? Si tel n'est pas le cas, que se passe-t-il ?

Dans les paragraphes suivants, je développerai l'argument selon lequel nous pourrions assister actuellement à la convergence de deux forces puissantes – en premier lieu, une augmentation forte et généralisée de la productivité dans le monde entier, avec une demande intérieure variant pays par pays en fonction de la solidité des marchés financiers domestiques et, en second lieu, une institutionnalisation et une concurrence croissantes des marchés financiers avancés de l'épargne. Alors que sous l'impulsion de ces deux forces le monde connaissait une forte croissance au cours de ces dernières années, les risques se sont accumulés et l'on ne peut garantir que l'avenir sera aussi rose que le passé récent. Certains de ces risques sont internationaux et financiers – thème central de la présente conférence –, et je m'attacherai non seulement aux risques pour la stabilité financière, qui ont été amplement discutés, mais aussi aux risques politiques y afférents ¹.

1 | RÉVOLUTION DE LA PRODUCTIVITÉ

Nous sommes maintenant à la quatrième année d'une forte croissance mondiale, croissance qui s'est maintenue face à des vents contraires telle la flambée des cours des matières premières. De mon point de vue, la croissance de la productivité, favorisée en partie par la révolution des technologies de l'information, mais aussi en partie par la rationalisation de la production grâce à la création de chaînes logistiques mondiales, a joué un rôle essentiel dans cette expansion. Alors que le bond

extraordinaire de la productivité américaine depuis 1995 a beaucoup retenu l'attention, la croissance de la productivité des marchés émergents, tout aussi impressionnante, a fait l'objet de peu de commentaires. Considérée collectivement, la croissance rapide et largement inattendue de la productivité à l'échelle mondiale peut expliquer pourquoi la demande de matières premières est si forte, comment les marchés émergents ont surmonté les augmentations de cours des matières premières sans ralentissement sérieux des investissements, pourquoi l'inflation est toujours largement contenue malgré une flambée sans précédent du coût des matières premières et pourquoi, dans le même temps, les revenus des ménages se portent bien, tout comme les bénéfices des entreprises.

La réaction de la demande intérieure à l'augmentation de la productivité a été variable selon les pays, en partie en fonction de la sophistication de leur secteur financier. Aux États-Unis, par exemple, le bond de productivité a entraîné un boom des investissements à la fin des années quatre-vingt-dix, financé par des marchés financiers profonds. Tous les investissements n'étaient pas judicieux, mais les échecs entraînés par la phase de recul conjoncturel ont été rapidement balayés par les marchés financiers. La croissance a repris encore une fois, malgré la poursuite de la stagnation des investissements des entreprises. En outre, le système financier solide et concurrentiel existant aux États-Unis a permis aux consommateurs d'emprunter en anticipant des revenus futurs et de consommer immédiatement. En fait, il est possible que l'anticipation de revenus futurs plus élevés, conjuguée à une politique monétaire accommodante et à de faibles taux d'intérêt, ait alimenté le boom immobilier, ce qui a provoqué une expansion de la consommation, d'autant plus que le système financier permettait d'emprunter par l'intermédiaire de véhicules comme les prêts hypothécaires dits "home equity loans". Les investissements résidentiels ont également compensé en partie la baisse des investissements des entreprises. Ainsi, le système financier américain a traduit la croissance de la productivité en forte demande intérieure et en déficit important du compte de transactions courantes (cf. aussi *World Economic Outlook* (WEO), septembre 2006).

¹ Cf., à titre d'exemple, Borio (C.) (2006) : "Monetary and prudential policies at a crossroads: new challenges for a new century" document de travail de la BRI, White (W.) (2006) : "Is price stability enough?" document de travail de la BRI, Rajan (R.) (2006) : "Has financial development made the world riskier?", document de travail du National Bureau of Economic Research

Les pays émergents dotés de systèmes financiers moins sophistiqués n'ont pas eu la capacité de réallouer efficacement les ressources aux domaines nouvellement productifs. Certains, par exemple en Asie de l'Est, ont procédé à une affectation sans discernement des ressources, entraînant des booms des investissements aussi bien que des effondrements très sévères. L'expérience a conduit à plus de circonspection en matière d'investissements. D'autres, se rendant compte de leurs limites, ont été plus circonspects dès le départ. Indépendamment du chemin emprunté et à certaines exceptions notables près telle la Chine, les investissements sur les marchés émergents ont été relativement limités au cours des dernières années (cf. WEO 2005) même avec une forte croissance. En outre, en raison du caractère limité de l'offre de logements disponibles – et des produits financiers destinés aux particuliers – les ménages de ces pays n'ont pas été en mesure de provoquer une expansion de la consommation par le recours à l'emprunt. Ainsi, la demande intérieure de ces pays a été relativement faible et ces pays ont généré une épargne nette ou des excédents des comptes courants.

2 | DÉSÉQUILIBRE ÉPARGNE/INVESTISSEMENT

Malgré une croissance forte et généralisée de la productivité, l'investissement nominal, et tout particulièrement l'investissement des entreprises, est resté relativement faible globalement à travers le monde, alors que le désir d'épargne est fort. Qu'on appelle ceci un « excès d'épargne », comme le président Bernanke, ou une « restriction de l'investissement », comme le FMI, l'effet net est un déséquilibre entre l'épargne désirée et l'investissement réalisé. Dès lors, les taux d'intérêt réels à long terme se sont maintenus à de bas niveau depuis quelque temps déjà. Chose intéressante, même quand le Système fédéral de réserve (Fed) a relevé ses taux directeurs en 2006, les taux d'intérêt à long terme ont continué à baisser – dans une situation de ralentissement de la demande intérieure aux États-Unis, les marchés peuvent penser que la Fed aggrave encore l'excès mondial d'épargne désirée par rapport aux investissements réalisés.

Il est peu probable que les conditions actuelles soient de nature permanente. Toutefois, étant donné le vieillissement des populations dans les pays développés, on peut supposer que le rééquilibrage des investissements dans le monde par rapport à l'épargne désirée devra se réaliser fondamentalement dans les pays non industrialisés. Les investissements augmenteront partiellement grâce à des investissements étrangers directs, mais en étant partiellement réalisés par l'intermédiaire des systèmes financiers des marchés émergents, qui devront poursuivre leur développement. Les hausses de la consommation, intervenant à mesure que les dispositifs de couverture sociale s'amélioreront et que la possibilité d'avoir accès aux produits financiers destinés aux particuliers s'étendra, aideront également à réduire l'épargne désirée. Assurément, la structure manifestement perverse des flux nets de capital, des pays pauvres vers les pays riches, devra se modifier, ne serait-ce que pour s'adapter aux évolutions démographiques.

Je souhaite à présent passer à ma seconde thématique – l'institutionnalisation croissante des marchés financiers avancés et la concurrence croissante au sein de ces marchés. Le lien entre ces thématiques apparaîtra bientôt clairement. L'éclatement des systèmes bancaires oligopolistiques et l'ascension des marchés financiers ont considérablement étendu l'éventail des choix individuels d'investissements financiers. Bien que les particuliers ne placent plus une fraction significative de leur épargne en dépôt directement dans les banques, ils n'investissent pas non plus directement sur le marché. Ils investissent indirectement par l'intermédiaire de fonds communs de placement, de sociétés d'assurances, de fonds de pension, de fonds de capital-risque, de fonds alternatifs et d'autres formes de capital-risque. Les gérants de ces établissements financiers, que j'appellerai des « gérants d'investissements », ont largement évincé les banques et jouent un nouveau rôle d'« intermédiation » entre les particuliers et les marchés.

Au fur et à mesure que la concurrence s'accroît entre ces différentes formes institutionnelles pour obtenir l'argent du public destiné aux investissements, chacun essaie de donner au public l'assurance qu'il offrira une performance supérieure. Mais que signifie performance supérieure ?

3 | GESTION DE LA PERFORMANCE

Le gérant classique d'actifs financiers génère des retours sur investissement en fonction du risque systématique qu'il prend — le bêta — et de la création de valeur que ses compétences apportent au processus d'investissement — ce que l'on appelle l'alpha. Il est peu probable que les actionnaires d'une société de gestion d'actifs donnent une rémunération importante au gérant en contrepartie des retours sur investissement liés au risque bêta — par exemple, si les actionnaires désirent une exposition à de grandes valeurs américaines cotées en bourse, cette société peut obtenir le retour sur investissement lié à ce risque en se contentant d'investir dans le fonds indiciaire Vanguard S&P 500, en payant une fraction d'un pourcentage sous forme de commissions. Ce que les actionnaires rémunéreront réellement est le fait que le gérant surperforme régulièrement l'indice, à savoir, génère des retours sur investissement supérieurs sans prendre davantage de risques. De fait, les gérants de fonds alternatifs prétendent souvent produire des retours sur investissement décorrélés du marché traditionnel (ce qui porte le nom de stratégies de marché neutres), de sorte que tous les retours sur investissement qu'ils génèrent sont des retours sur investissement excédentaires ou de l'alpha, qui méritent d'être bien rémunérés.

En réalité, il n'existe que peu de sources d'alpha pour les gérants d'investissements. L'une consiste à avoir des aptitudes réellement particulières à identifier les actifs financiers sous-évalués — Warren Buffet, l'investisseur américain milliardaire, en possède certainement, mais après de nombreux travaux de recherche universitaire, il s'avère que très peu de gérants d'investissements en ont, et certainement pas d'une manière qui permette aux investisseurs ordinaires de prédire les évolutions avant qu'elles ne se produisent.

Une seconde source d'alpha résulte dans ce que l'on pourrait appeler l'activisme. Cela signifie que l'on utilise les ressources financières afin de créer ou d'obtenir le contrôle d'actifs réels et que l'on se sert de ce contrôle pour modifier le paiement des rendements procurés par l'investissement financier. Un capital-risqueur qui transforme un inventeur, un garage et une idée en société rentable gérée de façon professionnelle fait de la création d'alpha. Un fonds de capital-risque qui procède à une OPA hostile

sur une entreprise, qui supprime l'inefficacité et améliore le bénéfice fait également de la création d'alpha. Il en va de même d'un investisseur « vautour » qui rachète des créances impayées sur un marché émergent et exerce des pressions sur les autorités en ayant recours à des dispositifs juridiques variés pour inciter le pays à payer davantage.

Une troisième source d'alpha est l'entrepreneuriat financier ou l'ingénierie financière — investir dans des titres financiers exotiques qui ne sont pas facilement accessibles à l'investisseur ordinaire, ou créer des titres ou des flux de trésorerie qui plaisent à des investisseurs particuliers ou à des stratégies particulières. Bien entendu, si l'on crée suffisamment de ces titres ou de ces flux, ils cessent d'avoir une valeur de rareté ou de diversification et sont évalués comme n'importe quel autre produit. Aussi, cette source d'alpha dépend de la capacité du gérant à innover en permanence et à rester en tête de la compétition.

Enfin, l'alpha peut également provenir de la fourniture de liquidités. À titre d'exemple, les gérants d'investissements, dans la mesure où ils ont un accès relativement facile aux financements, peuvent tenir des positions illiquides ou des positions d'arbitrage jusqu'à l'échéance : si un fonds fermé se négocie avec une prime significative par rapport au marché sous-jacent, le gérant peut prendre une position courte sur le fonds, acheter le marché sous-jacent et tenir la position jusqu'à ce que la prime finisse par disparaître. L'important ici est que les gérants d'investissements disposent des liquidités nécessaires pour tenir leur position jusqu'à la clôture de l'arbitrage.

4 | RECHERCHE DE L'ILLIQUIDITÉ

Cette discussion tend à indiquer que l'alpha est vraiment difficile à générer, étant donné que la plupart des moyens d'y parvenir dépendent du fait que le gérant d'investissement possède des aptitudes particulières — à faire de la sélection de valeurs, à identifier des faiblesses de gestion et à y remédier, ou à faire de l'innovation financière. Une telle aptitude est rare. Dans ce cas, comment des masses de gérants d'investissements justifient-ils la confiance placée en eux par des masses d'investisseurs ordinaires ? La réponse est probablement dans la fourniture

de liquidités, qui est l'activité qui dépend le moins d'aptitudes spéciales de gestion et que l'on pourrait appeler la source d'alpha du gérant médiocre.

Le problème, lorsque le monde a un excès d'épargne désirée par rapport aux investissements et que les banques centrales sont accommodantes, est qu'il croule sous les liquidités. De nombreux gérants d'investissements peuvent accéder à l'activité de fourniture de liquidités, et même s'ils prennent des positions de plus en plus illiquides, leur concurrence élimine les retours sur investissement. Le point à noter est que les conditions favorables actuelles engendrent un comportement de « recherche d'illiquidité ». Mais leurs effets pourraient être pires.

5 | RISQUE DE PERTE EXTRÊME ET INSTINCT GRÉGAIRE

Que doit faire le gérant doté d'aptitudes relativement limitées quand les banques centrales inondent le marché de liquidités et lorsque la concurrence élimine les revenus issus de la fourniture de liquidités ? Il pourrait dissimuler le risque — à savoir, faire passer pour de l'alpha les retours sur investissement générés par la prise de risques bêta, en dissimulant l'ampleur du risque bêta. Étant donné qu'en règle générale, des risques supplémentaires comporteront des retours sur investissement plus élevés, les gérants peuvent prendre des risques qui ne figurent généralement pas dans leur indice de référence de comparaison (et qui sont cachés aux investisseurs) de manière à générer des retours sur investissement supérieurs, leur permettant de se distinguer.

Par exemple, de nombreux *hedge funds*, sociétés d'assurances et fonds de pension sont entrés sur le marché des dérivés de crédit pour vendre des garanties contre le risque de défaillance d'une société. Fondamentalement, ces gérants d'investissements collectent des primes en période ordinaire auprès des personnes qui achètent les garanties. Cependant, et quoiqu'avec une probabilité très faible, la défaillance

de la société force le garant à déboursier un montant important. Les gérants d'investissements vendent ainsi de l'assurance catastrophe ou, de manière équivalente, prennent des risques « peso » ou des risques de perte extrême (*tail risk*) qui produisent la plupart du temps un retour sur investissement positif compensant un retour sur investissement très négatif², mais rare. Ces stratégies donnent l'apparence de produire des alphas très élevés (des retours sur investissement élevés pour un risque faible), de sorte que les gérants sont incités à surcharger ces positions, tout particulièrement lorsque le temps est au beau fixe et que les catastrophes ont l'air éloignées³. Néanmoins, une fois de temps en temps, la situation explose. Comme la vraie performance ne peut être estimée que sur une période longue, excédant de beaucoup l'horizon fixé par les éléments d'incitation du gérant moyen, les gérants prendront ces risques s'ils le peuvent.

On a pu observer un exemple de ce comportement en 1994, lorsque de nombreux fonds monétaires américains ont failli « casser la barre » (passer en dessous d'une valeur liquidative de 1 dollar par part ou action, ce qui est virtuellement impensable pour un fonds ostensiblement sans risque). Certains fonds monétaires ont dû être renfloués par leur société mère. La raison pour laquelle ils ont frôlé le désastre est due au fait qu'ils avaient recours à des stratégies risquées de dérivés afin de gonfler les retours sur investissement et que ces stratégies ont buté sur l'événement de perte extrême causé par la hausse abrupte des taux du Système fédéral de réserve.

Bien que certains gérants puissent charger la barque sur les risques cachés de perte extrême pour avoir l'air de générer de l'alpha, d'autres savent que pour les investissements ou les stratégies de leur portefeuille ayant la plus forte visibilité, il existe une certaine sécurité à imiter les stratégies d'investissement des concurrents — après tout, qui va-t-on licencier si tout le monde sous-performe ? En d'autres termes, même s'ils soupçonnent des actifs financiers d'être surévalués, ils savent que la sous-performance qu'ils réaliseront probablement sera excusée s'ils rejoignent tous les autres par instinct grégaire.

² Le risque « peso » tire son nom de la stratégie d'investissement en pesos mexicains tout en vendant des dollars américains à découvert. Cela produit un rendement constant égal au différentiel de taux d'intérêt entre les deux pays, quoiqu'assombri par le risque constant catastrophique d'une dévaluation. Un exemple supplémentaire de stratégie produisant cette structure de retours sur investissement consiste à vendre à découvert des options de vente (put options) S&P 500 sérieusement hors du cours, (cf. Chan, Getmansky, Haas et Lo, 2005).

³ De fait, la structure des retours sur investissement des fonds alternatifs à la suite des stratégies d'arbitrage obligataire suggérait qu'ils vendaient de l'assurance catastrophe. Le pire retour sur investissement moyen mensuel, entre 1990 et 1997, a été une perte de 2,58 %, mais les pertes ont été de 6,45 % en septembre 1998 et de 6,09 % en octobre 1998.

Les deux phénomènes consistant à prendre des risques de perte extrême et celui de l'instinct grégaire peuvent se renforcer mutuellement pendant un boom du cours des actifs ; à ce moment-là, les gérants d'investissements sont disposés à supporter le risque « extrême », dont la probabilité est faible, d'un retour brusque des cours des actifs à leurs fondamentaux. Le fait de savoir que beaucoup de leurs pairs suivent leur instinct grégaire sur ce risque les conforte dans l'idée qu'ils ne réaliseront pas de sous-performance significative si le boom se transforme en effondrement.

6 | RECHERCHE DU RISQUE

Des époques d'abondance de liquidités n'incitent pas seulement les gérants d'investissements à rechercher l'illiquidité, le risque de perte extrême ou à suivre leur instinct grégaire ; étant aussi des époques de faibles taux d'intérêt, elles peuvent également induire un comportement plus familier de recherche du risque. À titre d'exemple, quand une société d'assurance a promis à ses bénéficiaires un retour sur investissement de 6 %, alors que le taux classique des obligations à long terme correspondant est de 4 %, et si elle croit à la probable persistance de faibles taux d'intérêt ou est préoccupée par ses bénéfices trimestriels, elle n'a d'autre choix que de prendre un risque, soit directement, soit par l'intermédiaire d'investissements en actifs alternatifs comme les *hedge funds*. De manière similaire, un fonds de pension ayant des obligations bien définies de long terme sera davantage incité à accroître le retour sur investissement par l'intermédiaire d'un risque supplémentaire lorsque les retours sur investissement sans risque sont faibles. Les primes de risque sous toutes leurs formes sont tirées à la baisse par cette recherche de rendement, et donc de risque.

Permettez-moi donc de résumer. Nous assistons actuellement à un phénomène largement répandu de croissance élevée de la productivité, mais de faible niveau des investissements par rapport à l'épargne désirée, ce qui a poussé les taux d'intérêt à la baisse et les cours des actifs à la hausse. Disposant d'abondantes liquidités, les gérants d'investissements ont réduit les primes de risque à mesure qu'ils recherchaient du rendement. En essayant de générer de l'alpha, de nombreux gérants peuvent prendre des risques bêta, et même sous-évaluer le prix de

ce risque. Bien entendu, des taux d'intérêt faibles et un accès abondant au crédit se traduiront, pendant un temps, par de faibles taux de défaillance, ce qui paraîtra justifier la faiblesse des primes de risque. La recherche du rendement et de l'illiquidité ne connaît pas de frontières au fur et à mesure que l'océan du capital se répand autour du globe et que les cours des actifs dans le monde sont poussés à la hausse. Comme le dit l'expression française, « Pourvu que cela dure ! ».

7 | CONSÉQUENCES

Qu'est-ce qui pourrait mal tourner ? Nous avons l'espoir d'un atterrissage en douceur dans le secteur immobilier, les facteurs ayant conduit au déséquilibre actuel du secteur s'inversant doucement – par exemple, une hausse de la demande intérieure dans le monde non industrialisé et une reprise de la croissance en Europe et au Japon, même avec un ralentissement de la consommation aux États-Unis dû à des conditions financières plus strictes. Tandis qu'un meilleur équilibre a lieu entre l'épargne désirée et les investissements, les taux d'intérêt évoluent lentement à la hausse, le crédit devient moins aisé (à l'aide du resserrement de la politique de la banque centrale) et la recherche d'illiquidité ainsi que la recherche du risque s'inversent doucement sans explosion majeure.

Bien entendu, au cas où l'un de ces éléments prendrait un tour plus brutal, les conséquences pourraient être plus déplaisantes. Je n'insisterai pas sur les risques possibles pour le système bancaire. En fait, je crois que la préoccupation majeure doit porter sur le reste du système financier, sur les 80 % de valeur ajoutée du secteur financier extérieur au système bancaire. Le secteur non bancaire occupe de plus en plus une place centrale dans l'activité économique et ne se contente pas de détenir passivement des actifs. En outre, certains établissements non bancaires, comme les sociétés d'assurances, et certains *hedge funds* font l'objet d'un véritable engouement. Mais, chose plus importante, les risques pesant sur la stabilité financière sont invariablement aggravés par le risque politique.

J'aimerais expliquer cette dernière préoccupation. Conformément à l'argumentaire développé par Luigi Zingales et moi-même dans notre ouvrage

intitulé *Saving capitalism from the capitalists*, la finance ne jouit jamais d'une grande popularité. Le parti anti-finance gagne en puissance à la suite d'une crise financière et bien que certaines des contraintes qu'il impose puissent être justifiées, d'autres, comme la loi Glass-Steagall, édictée aux États-Unis après la crise de 1929, ne sont ni justifiées par des faits ni génératrices de prospérité, d'après la plupart des analyses.

Il se pourrait que le secteur financier d'aujourd'hui sorte blanchi d'une investigation politique future. Mais je vois certains ingrédients qui me préoccupent néanmoins.

En premier lieu, l'argent du public en général est investi dans certaines des entreprises les plus risquées, un fait mis en lumière par la révélation que de nombreux fonds de pension d'État étaient investis dans un *hedge fund* à risque comme Amaranth. La diversification dans ces investissements alternatifs peut être une composante valable d'une stratégie d'investissement globale à condition d'être pensée avec soin. Le problème est que trop souvent, elle résulte d'une forme d'instinct grégaire et arrive en fin de course — après avoir vu les formidables retours sur investissement dans l'énergie, dans les matières premières, dans la souscription à des dérivés de crédit réalisés par leurs concurrents plus compétents ou plus chanceux, des gérants de fonds de pension à la traîne subissent une pression pour se lancer, eux aussi, dans ces domaines. Ils le font tardivement, lorsque les *hedge funds* ou les fonds de matières premières les plus rentables sont fermés à l'investissement, et au moment où le cycle est plus proche du pic que du creux. Des myriades de *hedge funds* ou de fonds de matières premières inexpérimentés sont alors lancés, précisément pour exploiter les distorsions de rémunération des gérants de fonds de pension ou de fonds d'assurance qui placent l'argent du public tels des moutons de Panurge. Jusqu'à présent, les pertes subies du fait de défaillances isolées ont été recyclées dans des portefeuilles diversifiés et le public n'a rien remarqué. Cela durera-t-il toujours ?

En deuxième lieu, les commissions perçues par les gérants d'investissements comme les *hedge funds* et les fonds de capital-risque ne peuvent que susciter l'envie. Il est surprenant que malgré les hauts cris suscités par la rémunération des présidents

directeurs généraux (PDG), peu de critiques se soient exprimées sur la rémunération des gérants d'investissements, même si Kaplan et Rauh (2006) suggèrent que l'augmentation de la rémunération des gérants d'investissements a probablement dépassé celle de la rémunération des PDG⁴. Mon avis est qu'il existe une conviction répandue dans le public selon laquelle de nombreux gérants d'investissements suivent des stratégies d'investissement sophistiquées — en d'autres termes, les gérants génèrent des alphas, des retours d'investissement rémunérant leur talent — et que de ce fait, leur rémunération n'est pas mise en question.

Pourtant, les recherches menées sur les fonds qui se sont effondrés comme Long-Term Capital Management (LTCM) ne semblent pas indiquer de stratégie terriblement sophistiquée — et révèlent en fait davantage de bêta que d'alpha. Bien qu'il existe un biais de sélection dans l'examen de fonds en faillite — ils sont susceptibles d'avoir davantage de bêta —, il est également probable que des fonds importants à stratégie non sophistiquée soient parvenus à cette taille par une série de paris chanceux, stratégie qui a payé. Ainsi, leurs gérants auront empoché d'énormes sommes d'argent avant que l'on ne réalise qu'ils avaient juste joué avec l'argent des autres. Des pertes importantes, des gérants « avides » et un public en colère — voici un scénario parfait pour bâtir la carrière d'un homme politique démagogue. Les entraves réglementaires qui pourraient alors être imposées aux gérants d'investissements créateurs de valeur ajoutée, et au secteur financier dans son ensemble, pourraient être contre-productives.

En troisième lieu, et venant accentuer le problème politique, alors que le public voit clairement comment une banque qui émet un prêt profite à l'économie réelle ou à tout un chacun, il voit moins clairement la contribution apportée par un gérant d'investissements qui diversifie et répartit les risques, qui améliore le gouvernement d'entreprise ou révèle des informations par son activité de négociation en bourse. Nous, économistes, savons qu'il s'agit de fonctions très importantes dans l'économie, mais politiquement, elles ne se vendent pas facilement.

Et en dernier lieu, puisque le capital traverse les frontières, un recul brutal à l'avenir pourrait non seulement infliger des souffrances aux pays bénéficiaires des entrées de capitaux, mais aussi

4 Kaplan (S.) et Rauh (J.) (2006) : "Wall Street and Main Street: what contributes to the rise in the highest incomes?" Document de travail, Université de Chicago

générer une pression politique étrangère cherchant à entraver la libre circulation du capital.

Les dernières années ont été, à de nombreux égards, une époque bénie pour l'économie mondiale. Le secteur financier a apporté une contribution immense. Toutefois, la conjoncture actuelle a mené à certaines pratiques qui méritent d'être examinées. Notamment, je me demande si les structures de rémunération ne donnent pas trop d'éléments d'incitation à prendre des risques et, à cet égard, si la rémunération est suffisamment liée à la performance. Une grande partie du débat a porté sur la question de savoir s'il s'agissait de préoccupations systémiques. Mon problème aujourd'hui est que même si les conséquences ne sont pas assez importantes pour exercer collectivement une

pression sur des économies aussi grandes que celles des États-Unis ou de la zone euro, si les pratiques contestables sont assez nombreuses, elles pourraient faire peser une pression sur le système politique, qui pourrait alors réagir d'une manière ayant des conséquences systémiques. Pour éviter le risque de réactions politiques éventuellement excessives, il est important que les thématiques auxquelles je me suis contenté de faire allusion soient discutées par le secteur financier lui-même et que l'on apporte des correctifs, si cela est nécessaire et possible. Il serait très regrettable que les étincelles parties du secteur financier chauffé à blanc déclenchent une conflagration qui détruirait les gains tout à fait réels réalisés par la finance au cours des dernières décennies. De fait, l'histoire suggère de faire preuve de beaucoup de prudence.

Les *hedge funds* sur les marchés émergents

WILLIAM A. RYBACK
Directeur général adjoint
Hong Kong Monetary Authority

Le présent article décrit les activités des hedge funds en Asie et à Hong Kong à partir de données de la Securities and Futures Commission (SFC) de Hong Kong et d'instituts d'études privés spécialisés dans les hedge funds.

En termes de croissance, de stratégies d'investissement, de recours à l'effet de levier et d'investisseurs, les hedge funds de Hong Kong présentent des caractéristiques analogues à celles des fonds opérant sur les marchés émergents d'Asie. Les expositions des différents secteurs financiers aux hedge funds restent faibles dans la région et on observe que certains marchés asiatiques sont à la pointe d'un mouvement international visant à renforcer la surveillance des activités de ces fonds.

Néanmoins, l'article souligne la nécessité pour les autorités de régulation d'être attentives aux problèmes que peuvent susciter les activités des hedge funds : risque systémique au plan de la stabilité financière, défis en termes de protection des investisseurs et risque de défaillance en matière de règlement. Enfin, il propose de renforcer l'efficacité de la régulation des activités des hedge funds dans la région par le biais d'une vigilance continue en ce qui concerne la gestion du risque de contrepartie, d'un enrichissement de la collecte des données, d'une amélioration du partage de l'information ainsi que de la coopération en matière de régulation, tant au plan international qu'entre différents marchés.

Le présent article donne une vue d'ensemble des activités des *hedge funds* sur les marchés émergents¹ de la région Asie-Pacifique, de leurs implications potentielles pour les marchés financiers et fait ensuite un bref tour d'horizon des approches actuelles en matière de régulation sur ces marchés et des questions liées à la surveillance de ces fonds. Les informations portant sur les activités des *hedge funds* dans cette région étant très sommaires, notre analyse repose principalement sur les données de Hong Kong² et sur celles fournies par des instituts d'études privés spécialisés dans les *hedge funds*.

1 | DÉFINITIONS

Depuis leur création par Alfred Winslow Jones en 1949, les *hedge funds* sont devenus des groupements de fonds très hétérogènes ayant, dans certains cas, des caractéristiques communes, mais pas nécessairement une fonction de couverture³. Le terme de « *hedge funds* » est dépourvu de définition légale dans de nombreuses juridictions. Il désigne néanmoins généralement un véhicule d'investissement sous forme d'organisation privée, administré par des gérants professionnels et dont l'accès au grand public est limité. Dans le présent article, les fonds qui présentent les caractéristiques suivantes sont considérés comme des *hedge funds*⁴ :

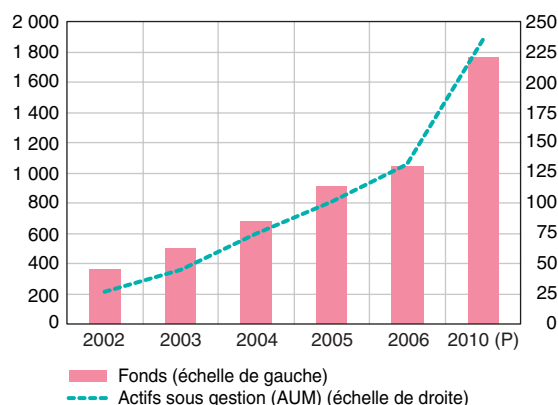
- recours à différentes stratégies d'investissement telles que la combinaison de positions longues et courtes, l'effet de levier (y compris l'effet de levier intrinsèque aux instruments financiers tels que les produits dérivés), le recours à des produits dérivés à des fins de négociation et/ou à des techniques d'arbitrage ;
- recherche de bénéfices en termes absolus, plutôt que mesure de la performance des investissements par rapport à une valeur de référence ;
- facturation d'honoraires liés à la performance qui s'ajoutent à une commission de gestion exclusivement fondée sur les actifs sous gestion ; et
- mandats d'investissement donnant aux gérants plus de flexibilité pour changer de stratégie.

Aux fins de la présente analyse, l'expression « gérants de *hedge funds* » regroupe les gérants de fonds qui administrent les actifs des *hedge funds* et leurs conseillers en placement. L'expression « actifs sous gestion » (*assets under management* – AUM) renvoie à la valeur des actifs gérés et/ou recommandés par lesdits gérants de *hedge funds*.

2 | ÉVOLUTIONS RÉCENTES DES ACTIVITÉS DES HEDGE FUNDS SUR LES MARCHÉS ÉMERGENTS D'ASIE

Les actifs des *hedge funds* spécifiques à l'Asie ont été multipliés par plus de six, passant de 20 milliards de dollars environ en 2002 à plus de 130 milliards à la fin de 2006⁵. Les projections réalisées par certains analystes du secteur ont établi que le total des actifs de ces *hedge funds* se monterait à 250 milliards de dollars d'ici 2010⁶ (graphique 1). Selon EurekaHedge, on compte actuellement 1 040 *hedge funds* ayant des activités d'investissement et/ou étant situés en Asie⁷, soit une augmentation supérieure à 15 % par rapport à 2005. Ces fonds gèrent des actifs d'une valeur de

Graphique 1
Croissance des *hedge funds* dans la région Asie-Pacifique
(nombre) (en milliards de dollars)



Source : EurekaHedge

1 Pour l'Asie, les marchés émergents désignent les marchés de la région à l'exclusion du Japon, de l'Australie et de la Nouvelle-Zélande.

2 Les chiffres de Hong Kong proviennent du « Report of the survey on hedge funds managed by SFC licensed managers (for the period 31 March 2004–31 March 2006) » publié par la Securities and Futures Commission (SFC) en octobre 2006.

3 Cf. Hui (Hong Kong Monetary Authority), Mori (Bank of Japan) et Persson (Sveriges Riksbank) (2007)

4 Ces caractéristiques des *hedge funds* sont utilisées dans l'enquête sur les *hedge funds* réalisée par la SFC.

5 Baddepudi (R.)

6 Gray (2006a)

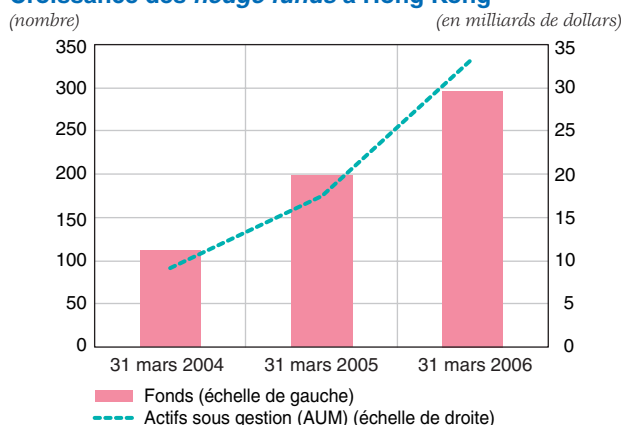
7 Fondé sur les données de EurekaHedge au 22 février 2007

132 milliards de dollars environ. Cependant, si l'on exclut les fonds ayant un mandat d'investissement au Japon, en Australie, en Nouvelle-Zélande ou à l'international, seuls 335 de ces *hedge funds* ont un mandat pour les marchés émergents d'Asie. La valeur des actifs gérés par ces 335 fonds s'élève à environ 50,8 milliards de dollars, soit approximativement 4 % du total des portefeuilles d'actifs gérés par les *hedge funds* dans le monde entier qui, selon les estimations, se monte à 1 200 milliards de dollars⁸. Cette part passe à 8 % environ si l'on inclut les fonds ayant un mandat d'investissement au Japon, en Australie ou en Nouvelle-Zélande, mais elle reste nettement inférieure à la part mondiale de 15 % que représentent les marchés de capitaux asiatiques. En d'autres termes, la part des *hedge funds* de la région Asie-Pacifique dans les capitaux du marché mondial des *hedge funds* est encore plus faible que ce que pourrait laisser supposer la capitalisation des marchés régionaux. La plupart des acteurs du secteur sont d'avis que cet écart se réduira rapidement ; on observe effectivement une tendance de croissance continue de la valeur des actifs gérés et du nombre de fonds investissant en Asie⁹.

Cet impressionnant taux de croissance, constaté par Simon Gray, a bénéficié d'une convergence de facteurs tels que l'émergence de la Chine comme puissance économique et la renaissance du Japon après une récession qui a duré plus de quinze ans, sur fond de reprise économique générale dans une région qui semble désormais s'être complètement remise de la crise financière qui a affecté de nombreux pays d'Asie de l'Est et du Sud-Est en 1997¹⁰. À Hong Kong, le taux de croissance des *hedge funds* entre 2004 et 2006 est similaire à celui de la région Asie-Pacifique (graphique 2).

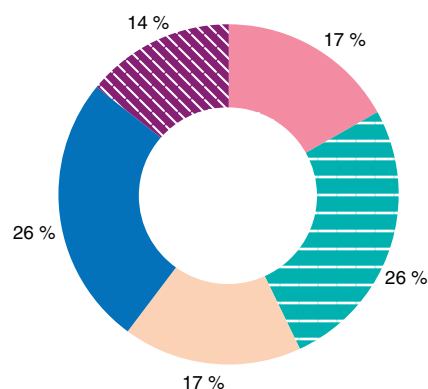
Comme le montrent les graphiques 3 et 4, les *hedge funds* de petite taille (c'est-à-dire ceux dont le montant des actifs sous gestion est inférieur ou égal à 100 millions de dollars) constituent, avec une part de 60 %, la majorité des *hedge funds* opérant sur les marchés émergents d'Asie. Toutefois, cette situation devrait évoluer, dans la mesure où de plus en plus de *hedge funds* étrangers importants sont attirés par la région. Si l'on prend l'exemple de Hong Kong, les gérants de ces fonds représentaient 46 % du marché en 2006, contre 34 % en 2004. Comme le signale la SFC, le montant moyen des actifs sous gestion des *hedge funds*

Graphique 2
Croissance des *hedge funds* à Hong Kong



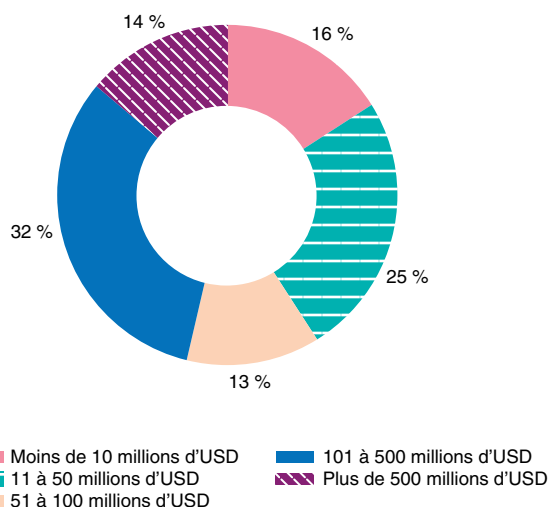
Source : Rapport de la SFC

Graphiques 3 et 4
Actifs sous gestion (AUM)
Par *hedge fund* dans la région Asie-Pacifique



Source : EurekaHedge.

Par gérant de *hedge funds* à Hong Kong



Source : Rapport de la SFC

⁸ Source : Rapport de la SFC

⁹ McCafferty (2006)

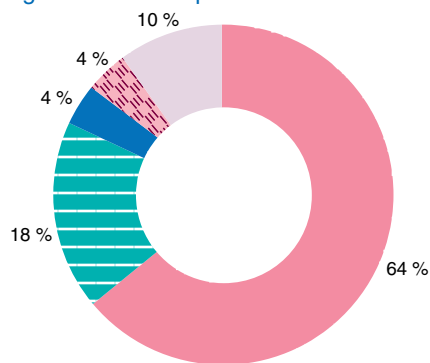
¹⁰ Gray (2006a)

a également augmenté (+ 40 %), passant de 81 millions de dollars à 113 millions entre 2004 et 2006.

La combinaison de positions longues et courtes, stratégie d'investissement adoptée par plus de 60 % des *hedge funds* (graphique 5), reste la plus couramment utilisée sur les marchés émergents d'Asie. Cet attrait pour une stratégie relativement peu sophistiquée indique que, sur ces marchés, les *hedge funds* n'en sont probablement encore que dans leur première phase de développement. Cela peut également signifier que le courtage en actions prédomine sur les marchés de capitaux des marchés émergents d'Asie.

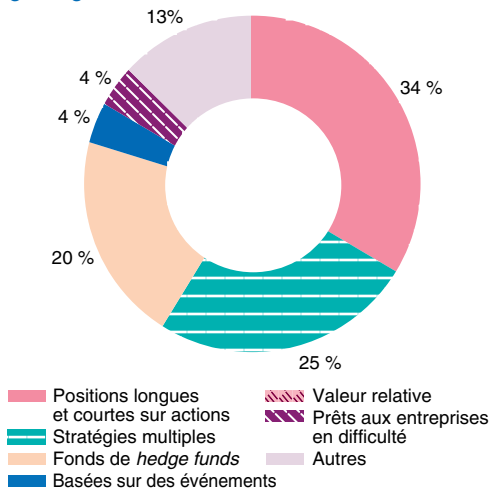
Comme le montre le graphique 6, la situation à Hong Kong est similaire, tout en présentant quelques différences. Seul environ un tiers (34 %) des *hedge funds* de Hong Kong adopte des stratégies

Graphiques 5 et 6
Répartition des *hedge funds* par stratégies d'investissement
Dans la région Asie-Pacifique



Source : EurekaHedge.

À Hong Kong



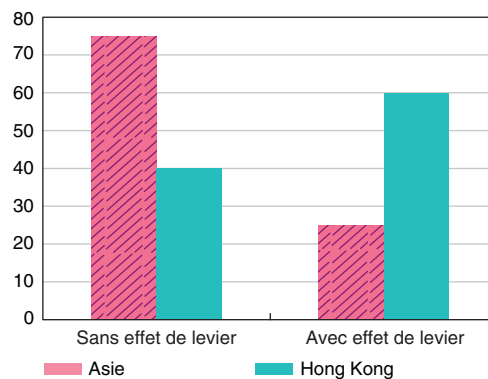
Source : Rapport de la SFC

combinant des positions longues et courtes, ce qui laisserait supposer que ce secteur est relativement mature à Hong Kong. Un pourcentage significatif (25 %) des *hedge funds* opte pour des stratégies multiples. Il est également intéressant de constater que quelque 20 % des *hedge funds* de Hong Kong adoptent une stratégie d'investissement dans des fonds de *hedge funds*. Cela peut refléter l'intérêt grandissant des investisseurs pour ces produits, qui sont perçus comme moins risqués que des *hedge funds* individuels en raison de la plus grande diversification de leur portefeuille.

Les résultats de l'étude de la SFC indiquent que 40 % des *hedge funds* (graphique 7) opérant à Hong Kong n'ont pas recours à l'effet de levier. Si ce chiffre est nettement inférieur à la moyenne de la région Asie-Pacifique, dans laquelle 75 % des *hedge funds* n'utilisent pas ce mécanisme, le levier d'endettement n'est pas excessif à Hong Kong, étant donné que la majorité des fonds ont recours à l'effet de levier à hauteur de moins de 200 % de leur valeur d'actif net.

Traditionnellement, la base d'investisseurs des *hedge funds* était limitée à des particuliers fortunés. Au cours des dix dernières années, les investisseurs institutionnels ont exercé un rôle de plus en plus prépondérant dans les investissements de *hedge funds* sur les marchés émergents d'Asie. Selon le rapport de la SFC, les investisseurs institutionnels représentent la majorité des investisseurs en *hedge funds* à Hong Kong. D'après Hui *et al.* (2007), cette évolution a plusieurs raisons, parmi lesquelles la recherche de rendements plus élevés dans

Graphique 7
Recours à l'effet de levier par les *hedge funds*
Dans la région Asie-Pacifique et à Hong Kong (%)



Sources : EurekaHedge et Rapport de la SFC

un contexte de bas niveau des taux d'intérêt, les avantages de la diversification de portefeuille, une meilleure gestion actif/passif et une reconnaissance publique croissante des *hedge funds* par les investisseurs institutionnels attirés par des options d'investissement alternatives¹¹.

Les statistiques concernant l'exposition des différents secteurs financiers aux *hedge funds* sont rares. Néanmoins, selon les données limitées que nous avons pu collecter, ces niveaux d'exposition restent faibles dans la région. Selon la Monetary Authority of Singapore (MAS), l'exposition des banques singapouriennes aux *hedge funds* s'élève à moins de 1 % du total de leurs actifs. À Hong Kong, d'après une enquête informelle menée par la Hong Kong Monetary Authority (HKMA) à la fin de 2006, le niveau d'exposition directe et indirecte du secteur bancaire aux *hedge funds* ne représente que 0,2 % du total des actifs.

3 | INQUIÉTUDES POTENTIELLES LIÉES AUX ACTIVITÉS DES HEDGE FUNDS EN ASIE

À l'époque de la crise financière asiatique, la principale inquiétude que partageaient de nombreuses autorités de régulation asiatiques concernait les positions à fort effet de levier contractées par les macro *hedge funds*, susceptibles de déstabiliser les monnaies des petits marchés émergents ouverts. Il s'agit du problème dit « de l'éléphant dans la mare ». Toutefois, le nombre de ces macro *hedge funds* s'est réduit au cours des dernières années et leur importance a fortement diminué. Les grands fournisseurs de crédit et de contreparties de *hedge funds* ont, de manière générale, amélioré la gestion du risque de contrepartie, tandis que les *hedge funds* ont réduit l'ampleur de leurs activités et leur recours à l'effet de levier. L'effondrement du fonds Amaranth, en septembre 2006, a néanmoins suscité de nouvelles inquiétudes quant aux activités des *hedge funds*, notamment à propos du risque systémique qu'ils présentent sur le plan de la stabilité financière.

En matière de risque systémique, l'inquiétude porte sur le fait que, si un grand nombre de *hedge funds* optait pour des stratégies similaires, il y aurait un risque d'accroissement de la volatilité des marchés financiers par le biais de spéculations à court terme (*momentum trading*). Les récents événements¹² semblent conforter cette théorie, bien que Hui *et al.* (2006) aient souligné que cette préoccupation ne doit pas se limiter aux seuls *hedge funds* ou à des portefeuilles visant le rendement absolu et qu'il s'agit plutôt d'un effet externe des portefeuilles à performances relatives, tels que les portefeuilles à gestion indiciaire et les fonds communs de placement, qui suivent un indice de référence. Il est cependant clair que les *hedge funds*, qui sont des intervenants fréquents et agressifs sur les marchés émergents, deviennent les plus gros clients¹³ en matière d'opérations de courtage. La très vive concurrence qui entoure l'activité des *hedge funds* pourrait pousser certaines banques et maisons de titres à assouplir leur dispositif de gestion des risques, permettant ainsi aux *hedge funds* d'accroître leur effet de levier et d'exercer une influence encore plus forte sur la volatilité et la liquidité des marchés financiers.

Une autre inquiétude concerne la possibilité que les investisseurs ne comprennent pas pleinement les risques inhérents aux *hedge funds* puisque ces derniers sont largement sous-réglementés et que l'on observe un manque général de transparence en matière de stratégies d'investissement et de composition des portefeuilles.

Il convient également de souligner que la formidable croissance des marchés des produits dérivés et des *hedge funds* au cours des dernières années a eu lieu pendant une période plutôt favorable. La résilience des valorisations, la diversification des portefeuilles, l'importance des liquidités et la gestion du risque des entreprises n'ont pas été mises à l'épreuve d'un choc sévère. L'éventualité de la restructuration d'un grand nombre de petits fonds au profit d'un nombre plus limité de fonds de taille plus importante pourrait également affecter la stabilité à court terme des marchés financiers. Les dernières études empiriques portant sur le risque de perte extrême (*tail risk*) ont également révélé que la perception des avantages

11 Hui *et al.* (2006)

12 Par exemple les dégagements importants sur les marchés d'actions mi-2006

13 Ainsi que cela a été signalé dans le rapport spécial *Hedgeweek* de février 2006, les *hedge funds* ayant des bureaux à Singapour et Hong Kong sont à l'origine de 30 % de toutes les commissions déclarées gagnées par les courtiers au cours des douze derniers mois de négoce d'actions asiatiques.

de la diversification des *hedge funds* ne s'étend pas aux périodes où les marchés traversent des conditions extrêmes et que le véritable risque que représentent les *hedge funds* pour les marchés a été sous-estimé¹⁴. Les autorités de régulation doivent prendre conscience de ces risques et chercher à les comprendre, à les évaluer et à les atténuer.

La croissance des *hedge funds* et la multiplication des transactions de gré à gré (*over-the-counter* – OTC) portant sur les produits dérivés pose également des problèmes en matière de règlement. Avec la tendance à la décentralisation et à la non-standardisation de produits dérivés OTC complexes, le nombre des transactions non confirmées peut s'accumuler entre les différents intervenants de marché, en particulier lors des périodes de forte volatilité. Il est probable que cette accumulation de transactions en suspens, ajoutée à la volatilité du marché, augmente le risque systémique global des marchés financiers.

4 | APPROCHES RÉGLEMENTAIRES

Il est important de noter que les autorités de régulation des États-Unis et du Royaume-Uni, entre autres, s'accordent pour penser qu'une réglementation directe des *hedge funds* n'est pas appropriée. La surveillance des activités des *hedge funds* a jusqu'ici essentiellement pris la forme d'une gestion du risque de contrepartie¹⁵. En particulier, il a été rappelé aux institutions financières réglementées d'agrèger toutes leurs expositions aux contreparties de *hedge funds* et d'exiger des marges suffisantes pour de telles positions. Les autorités de régulation ont aussi commencé à surveiller plus étroitement l'exposition des institutions financières aux *hedge funds* afin de s'assurer que des provisions suffisantes ont été constituées pour couvrir ces risques.

Si, aux États-Unis, on a tenté, jusqu'ici en vain, de soumettre les gérants ou conseillers de *hedge funds* à une procédure d'enregistrement¹⁶, certains marchés asiatiques, tels que Hong Kong ou Singapour, ont exigé des gérants de *hedge funds*¹⁷ qu'ils s'inscrivent auprès des autorités compétentes, que les fonds concernés aient reçu ou non une autorisation. Cette obligation d'enregistrement soumet les gérants de *hedge funds* aux codes et réglementations en vigueur. Hong Kong et Singapour font également partie des premières – et rares – juridictions à exiger, pour des raisons de protection des investisseurs, que tous les *hedge funds* proposés au public reçoivent une autorisation. Certaines dispositions obligatoires de protection des investisseurs incluent des règles de *reporting* sur les performances du fonds, le niveau du levier d'endettement, la mesure du risque (valeur en risque ou VaR, par exemple) et la concentration des expositions, de même que des exigences en matière de qualification et d'expérience du personnel chargé de la gestion des fonds.

Le plus grand défi de la surveillance des *hedge funds* réside toutefois dans le manque de données car, n'étant pas réglementés, ces fonds ne sont pas tenus de divulguer des informations aux autorités de régulation. Le problème est encore plus aigu sur les marchés de produits dérivés de gré à gré, sur lesquels il n'est pas demandé aux intervenants de communiquer aux autorités de régulation leurs positions ouvertes. Sur le marché des *collateralised debt obligations* (CDO), où les *hedge funds* sont très actifs, les autorités de régulation disposent de peu d'informations relatives à la taille des positions de ces fonds et au niveau de l'effet de levier assuré par les *prime brokers* pour soutenir ces positions.

À l'instar de leurs homologues étrangères¹⁸, certaines autorités de régulation asiatiques, telles que la SFC à Hong Kong et la MAS¹⁹ à Singapour, tentent de remplir

14 Les études ont montré que les rendements des hedge funds ne suivaient pas habituellement une distribution normale, mais plutôt des distributions caractérisées par une asymétrie des performances. Cela signifie qu'il n'est pas possible de diversifier de manière adéquate la contagion entre les hedge funds et le marché (actifs traditionnels), en particulier dans des conditions de marché extrêmes. En d'autres termes, les fonds qui présentent une faible corrélation avec le marché peuvent quand même s'écrouler si le marché s'effondre. Pour une analyse plus détaillée du risque résiduel, cf. Hui et al. (2006)

15 Cf., par exemple, la circulaire des autorités monétaires de Hong Kong du 9 mars 1999 concernant le rapport du Comité de Bâle sur le contrôle bancaire consacré aux interactions entre les banques et les institutions à fort effet de levier (IFEL) et aux saines pratiques relatives à ces interactions

16 En 2004, la Securities and Exchange Commission a fait un effort pour soumettre les gérants ou conseillers de hedge funds à un enregistrement obligatoire par le biais d'un amendement des règles en vigueur. Mais un tribunal fédéral a annulé cet amendement de 2004 pour des raisons techniques et cette décision de justice donne lieu à une vague de retraits d'enregistrements des gérants de hedge funds.

17 À Hong Kong, tous les gérants de hedge funds doivent obtenir une autorisation, que le fonds en question ait une stratégie publique ou privée. À Singapour, les hedge funds qui ne sont proposés qu'aux investisseurs institutionnels ne sont soumis à aucune obligation d'autorisation ou de reconnaissance.

18 La Financial Services Authority au Royaume-Uni, par exemple. Il y a également eu des débats aux États-Unis sur la question de la régulation du marché à terme OTC par la Commodity Futures Trading Commission.

19 En mai 2005, la Monetary Authority of Singapore a mené une enquête sur l'exposition du secteur bancaire de Singapour aux hedge funds, qui couvrait toutes les banques commerciales et banques d'affaires de l'État. La MAS avait, en outre, présélectionné quelques institutions financières identifiées par le secteur comme assurant des services de courtage importants et enquêté sur leurs activités à Singapour.

ce vide en collectant plus d'informations sur les activités des *hedge funds* auprès des *prime brokers* (tels que les banques et les maisons de titres), afin de contrôler leur exposition potentielle au risque de contrepartie des *hedge funds*. On observe également des tentatives d'amélioration de la transparence des marchés OTC sur lesquels opère la majorité des *hedge funds*. Étant donné la part croissante des *hedge funds* sur les marchés financiers et l'élargissement de leur base d'investisseurs, les autorités de régulation de la région Asie-Pacifique notamment, sont de plus en plus nombreuses à s'interroger sur la nécessité de redéfinir le cadre de régulation et d'information financière des *hedge funds*.

Il convient toutefois de noter que certaines autorités de régulation des marchés émergents d'Asie partagent l'opinion de la Banque d'Angleterre²⁰, selon laquelle la croissance des *hedge funds* ne constitue pas la principale source de vulnérabilité des systèmes financiers. À Singapour, par exemple, certains professionnels du secteur ont constaté que le gouvernement prenait un certain nombre d'initiatives pour attirer les *hedge funds*, peut-être en reconnaissance du fait que ces fonds ont une place sur le marché et que les autorités de régulation devraient prêter plus d'attention au risque systémique encouru par le marché plutôt qu'aux investissements

eux-mêmes²¹. Il est également difficile de ne pas reconnaître les avantages que les systèmes financiers locaux pourraient tirer des *hedge funds*. À Hong Kong, par exemple, les données récentes fournies par la SFC ont montré que 30 % à 40 % du volume quotidien d'activité de la place boursière proviennent des *hedge funds*. En d'autres termes, plus de 30 % des liquidités du marché émanent des *hedge funds*. Et cette tendance devrait se poursuivre.

En effet, il ne faut pas considérer que la croissance des *hedge funds* est nécessairement mauvaise pour la stabilité financière. D'un point de vue systémique, le développement de ces fonds et des marchés de produits dérivés dont ils se nourrissent fait partie du passage d'un financement bancaire classique sur une base bilatérale de négociation à un financement concurrentiel par le biais des marchés. À long terme, la gestion active des *hedge funds* rend les marchés plus liquides et facilite les véritables opérations de couverture, ce qui devrait se révéler bénéfique pour la stabilité des marchés financiers. Les *hedge funds* jouent un rôle croissant dans le processus de transfert de risque, en fournissant des liquidités à des marchés de produits dérivés structurés en pleine évolution. Ils peuvent donc avoir un effet positif sur l'efficacité des marchés, en particulier s'ils sont émergents.

Les hedge funds ont de solides perspectives d'avenir, avec une influence et un impact croissants sur les systèmes financiers des marchés émergents d'Asie. Ils ont permis d'accroître la liquidité du marché et d'en garantir l'efficacité, mais il convient de traiter les risques systémiques qu'ils posent au plan de la stabilité des marchés financiers. Les points de vue sur la réglementation des hedge funds diffèrent. Toutefois, il existe un consensus sur la nécessité de se concentrer sur la capacité des contreparties de hedge funds – en particulier les institutions d'importance systémique – à gérer leurs risques²². En d'autres termes, les autorités de régulation doivent rester vigilantes sur la gestion du risque de crédit de contrepartie par les entités réglementées. Pour encourager la discipline du marché dans le domaine des hedge funds, les autorités de régulation doivent, comme l'a suggéré le groupe de travail présidentiel sur les marchés financiers²³ aux États-Unis, communiquer clairement aux entités réglementées leurs attentes en matière de gestion prudente de l'exposition au crédit de contrepartie. Néanmoins, pour renforcer l'efficacité globale de la réglementation des activités des hedge funds sur les marchés émergents, les autorités de régulation des marchés financiers de la région devront également enrichir la collecte de données relatives aux hedge funds et à leurs activités, améliorer le partage de l'information avec les autres autorités de régulation, tant au plan international qu'à travers les différents compartiments du marché, et mettre au point une certaine forme de coopération, afin d'éviter le recours à l'arbitrage réglementaire.

20 Discours de Sir John Gieve, Vice-gouverneur de la Banque d'Angleterre (2006)

21 Gray (S.) (2006b)

22 Hui et al. (2006)

23 Groupe de travail présidentiel (President's Working Group – PWG) sur les marchés financiers (2007)

BIBLIOGRAPHIE

Baddepudi (R.) (2006)

"Key trends in Asian hedge funds", EurekaHedge, septembre

Comité de Bâle sur le contrôle bancaire (1999)

"Report on banks' interactions with Highly Leverage Institutions (HLIs) and sound practices for banks' interactions with HLIs", janvier

Douglas (P.) (2006)

"Global investors flock to Asia's alternative opportunities", *Hedgeweek Special Report*, février

Gieve (J.) (2006)

"Hedge funds and financial stability", Hedge 2006 Conference, Bank of England, 17 octobre

Gray (S.) (2006a)

"Asia's hedge funds industry comes of age", *Hedgeweek Special Report*, février

Gray (S.) (2006b)

"Singapore and Hong Kong do battle for hedge business", *Hedgeweek Special Report*, février

Hedgeweek (2006)

"Hedge funds drive growth in Asian equity market", *Hedgeweek Special Report*, février

Hui (C.-H.), Mori (N.) et Persson (M.) (2007)

"Growing exposure of institutional investors to alternative investments", *BIS Paper, Committee on the Global Financial System Publications*, n° 27, février

Lunn (C.) (2006)

"The institutionalisation of Asia's hedge funds", *Hedgeweek Special Report*, février

McCafferty (G.) (2006)

"Key trends in the Asian hedge funds and industry", *Hedgeweek Special Report*, février

The President's Working Group (PWG) on Financial Markets (2007)

"Agreement among PWG and US agency principals on principles and guidelines regarding private pools of capital", 22 février

The Securities and Futures Commission (2006)

"Report of the survey on hedge funds managed by SFC licensed managers (31 mars 2004-31 mars 2006)", octobre

Les fonds de *hedge funds* : origine, rôle et perspectives

PATRICK STEVENSON

Directeur général
Atlas Capital Limited

L'émergence des fonds de hedge funds résulte d'un processus naturel d'évolution des hedge funds et du succès rapide de ces derniers, consécutif aux rendements absolus qu'ils ont pu offrir alors que la quasi-totalité de l'épargne mondiale était investie dans des supports n'offrant que des rendements relatifs. Toutefois, le manque de transparence, l'importance des mises de fonds minimales et quelques « accidents » précoces particulièrement notoires ont conduit à limiter l'accès de ce type de placement principalement à des particuliers fortunés. Afin de surmonter ces inconvénients, la technique des fonds de hedge funds est apparue, même si initialement les investisseurs institutionnels y ont davantage vu un moyen de générer de l'alpha, au demeurant mal défini, qu'un instrument de placement répondant à une stratégie particulière.

Nés de cette simple motivation, les fonds de hedge funds ont ensuite évolué pour devenir aujourd'hui des fonds de multi-gestion à part entière. Ce changement s'est produit naturellement à mesure que le besoin croissant d'identifier de façon plus rigoureuse les types de risque associés aux performances des hedge funds, et la nécessité pour les gérants de démontrer leur valeur ajoutée, ont amené les fonds de hedge funds à clarifier leur fonctionnement au plan de la gestion du risque, de l'allocation d'actifs et des informations qu'ils déclarent. Le manque de recul historique conjugué à la complexité des risques auxquels les hedge funds sont exposés ont mis en lumière l'importance d'une évaluation du risque préalable à tout choix de placement, et la nécessité d'une gestion et d'un suivi des risques tout au long de la durée d'un placement.

En dépit d'une meilleure appréhension des expositions au risque et des déterminants de l'alpha, la construction d'un portefeuille de multi-gestion bien diversifié demeure ardue. Cependant, grâce à leur connaissance approfondie des stratégies de gestion alternative et à un processus de décision d'investissement qui combine une allocation tactique d'actifs, fondée sur l'analyse macroéconomique (top-down), et une sélection des gérants, en fonction de leurs qualités intrinsèques (bottom-up), les fonds de hedge funds ont pu construire des portefeuilles robustes, générant des rendements absolus de façon durable. En outre, leur aptitude à agréger et à interpréter les informations provenant de plusieurs gérants de hedge funds leur permet de produire des rapports pertinents pour leurs clients.

Sur la période récente, l'importance des capitaux investis dans ce secteur a pu donner à penser que sa capacité à dégager de l'alpha viendrait à disparaître. Toutefois, cette préoccupation s'est estompée (mais il est vrai que des contraintes de gestion s'y sont substituées) et les fonds de hedge funds ont pu accroître leur rôle en garantissant de l'alpha aux investisseurs et en étant capables d'identifier, de suivre et de dater les facteurs de risque.

Appliquées à la gestion traditionnelle, la compréhension et l'évaluation des compétences utiles dans la réalisation de rendements absolus ont également eu des effets bénéfiques et ainsi contribué à accroître la valeur ajoutée des offres faites aux institutionnels. Les fonds de hedge funds sont devenus des fonds de multi-gestion à part entière et sont désormais en mesure de concurrencer les fonds de multi-gestion classiques.

1 | ORIGINE DES FONDS DE HEDGE FUNDS

Les fonds de *hedge funds* sont le produit naturel de l'évolution et du succès rapide des *hedge funds*. Dans les années quatre-vingt, le capital des *hedge funds* a gonflé de plusieurs centaines de milliards de dollars, procurant des rendements absolus sur un marché où l'épargne mondiale était principalement investie dans des supports liés à des indices de référence traditionnels qui n'offraient que des rendements relatifs. Dynamisés par leurs excellentes performances, les *hedge funds* ont vu leurs rendements absolus passer de 15 % par an (contre 10 % pour un indice global équilibré) dans les années quatre-vingt à 19 % (contre 9 %) sur la décennie suivante (graphique 1).

En termes de rendements ajustés du risque, les rendements absolus ont été quatre fois supérieurs aux rendements relatifs, contrairement à l'opinion communément admise. Même lorsque l'anomalie des rendements absolus est prise en compte dans la quantification du risque, les investisseurs qui recouraient jusqu'alors à une évaluation de leur investissement sur la base du risque relatif (risque de sous-performer l'indice de référence traditionnel) ont admis qu'il fallait reconsidérer cette base relative dans l'évaluation de la probabilité de tirer profit d'une performance positive. Ce changement d'approche a considérablement rehaussé l'attrait des rendements absolus ajustés du risque et celui des *hedge funds*. Cependant, ce succès a été tempéré

par le manque de transparence de la nouvelle génération de gestionnaires de *hedge funds*, attachée à garder jalousement le secret de sa réussite.

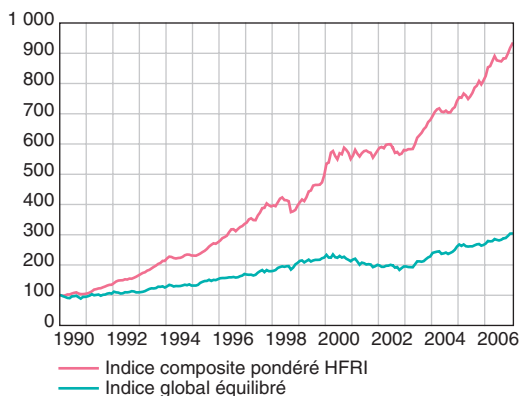
Bien sûr, les gestionnaires de *hedge funds* n'étaient pas tous dans la même situation. Depuis 1993, plusieurs « accidents » [Granite CTA (1993), LCTM (1998), Manhattan (2000) et, plus récemment, Bayou Capital (2005) et Amaranth (2006)], ont fait les gros titres des journaux et valu une réputation sulfureuse à ces instruments. L'irrationalité d'agents victimes tour à tour de la peur et de l'appât du gain a également joué un rôle non négligeable dans la sélection des *hedge funds* et affecté le positionnement optimal de ces supports d'investissement. De surcroît, les *hedge funds* étaient au départ réservés à une clientèle fortunée, en mesure d'investir au minimum 500 000 dollars. Leur palette a été peu à peu élargie et est devenue accessible avec un investissement minimal moins important.

Les fonds de *hedge funds* ont rencontré un succès grandissant : de 42 milliards de dollars fin 1999, les montants sous gestion atteignaient 972 milliards fin 2006 et représentent aujourd'hui quelque 1 000 milliards, soit une croissance annuelle cumulée de 111 % sur cette période (graphique 2).

La valeur ajoutée des fonds de *hedge funds* tient principalement à une simple diversification et à une certaine mutualisation du risque spécifique, avec, en moyenne, des placements alimentant dix à vingt-cinq *hedge funds* différents. Les gestionnaires se sont ainsi concentrés sur les *hedge funds* les plus

Graphique 1
Comparaison des performances rendements absolus et relatifs

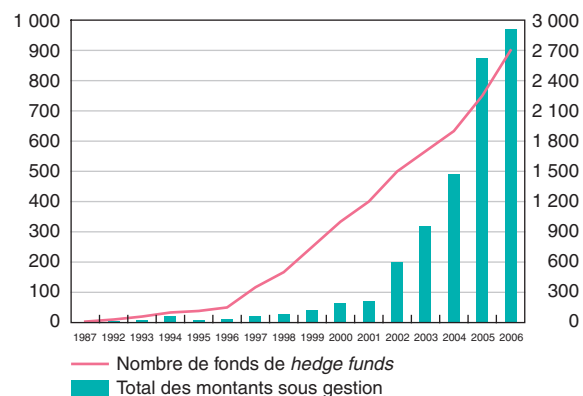
(données mensuelles, janvier 1990 - décembre 2006)



Graphique 2
Croissance des fonds de *hedge funds* 1987-2006

(en milliards de dollars)

(nombre)



Sources : Hennessee Group, Barclay Group

vastes et les plus rémunérateurs, pour lesquels l'exercice des diligences requises (*due diligence*) et l'évaluation des performances étaient plus aisés que dans le cas de fonds récents plus spécialisés mais qui n'offraient pas de recul suffisant. En d'autres termes, les gestionnaires de fonds de fonds ont généralement misé sur le succès des *hedge funds* pour rendre leur propre offre attrayante, leur valeur ajoutée se bornant à donner un accès aux produits sécurisés. Cette pratique a eu pour effet immédiat de faire rapidement converger les rendements des fonds de fonds (hors commissions) vers le rendement moyen des *hedge funds*, avec une très faible dispersion autour de cette moyenne. Autre conséquence, moins perceptible au début mais néanmoins importante pour ce secteur : l'intérêt manifesté par les institutionnels pour ces produits a entraîné une baisse des commissions, car les fonds de fonds présentaient de fortes similitudes et les gestionnaires n'entraient pas encore en concurrence sur la valeur ajoutée. Encouragés par les cabinets-conseils, les investisseurs institutionnels ont commencé à les considérer comme une classe d'actifs à part entière (les différences restant mal identifiées) et à les introduire dans leurs portefeuilles traditionnels en tant que moyen de générer de l'alpha, un alpha mal défini, plutôt que comme un style de gestion permettant une allocation avantageuse.

Ainsi, investir dans des produits alternatifs consistait donc, essentiellement, à suivre la *tracking error* du modèle d'allocation traditionnel résultant de l'introduction d'une logique de rendements absolus.

Telle a été la situation jusque dans les premières années de la décennie actuelle. Depuis lors, il est apparu de plus en plus nécessaire d'identifier avec davantage de rigueur le type de risque générant les rendements des *hedge funds*, ainsi que de se différencier et de pouvoir offrir de la valeur ajoutée afin de survivre sur le marché. Pour que les fonds de *hedge funds*, supports appréciés (bien que mal connus), deviennent un segment aux fondements solides, il a fallu passer du modèle original simple à des fonds de multi-gestion à part entière, qui recourent à une allocation par stratégie plutôt que par classe d'actifs ou zone géographique. De fait, l'allocation par zone géographique ne constitue plus un moyen de diversification depuis la mondialisation. Parallèlement, durant un cycle d'expansion déflationniste (tel que celui que nous vivons depuis 1980), une forte corrélation s'est

instaurée entre obligations et actions, ce qui se traduit par une nette dégradation de la qualité des mandats traditionnels équilibrés. Ainsi allouer du capital entre différents *hedge funds* signifiait répartir du capital entre plusieurs styles et stratégies de gestion. La finalité d'un fonds de *hedge funds* est alors apparue plus clairement : il s'agit de sélectionner les meilleurs gestionnaires pour leur style, ce qui assure la qualité des performances et de l'expertise, tout en calibrant la liquidité de manière à optimiser le processus d'allocation dynamique.

2 | RISQUES LIÉS AUX HEDGE FUNDS

Les *hedge funds* font la une des journaux avec une fâcheuse régularité. Les débâcles retentissantes, accompagnées généralement d'énormes pertes pour les investisseurs ainsi que d'actions en justice longues et onéreuses dont on parle beaucoup moins, ne sont pas des cas isolés.

Amaranth et Bayou Capital sont deux affaires notoires récentes, bien que leur effondrement ne soit pas dû aux mêmes causes. Amaranth, fonds d'investissement multistratégies qui jouissait d'une bonne réputation, a perdu près de 10 milliards de dollars pour avoir pris un énorme pari sur les *spreads* de contrats à terme dans le secteur de l'énergie qui ont évolué dans un sens défavorable. Ce fonds n'a jamais pu récupérer ses pertes et a cessé son activité peu après. De son côté, Bayou Capital a extorqué aux investisseurs un demi-milliard de dollars en manipulant les prix d'obligations illiquides, avec l'aide de sa propre société de courtage.

Ces deux exemples illustrent la diversité des risques auxquels l'investisseur dans un *hedge fund* est exposé. La fraude et le risque de marché ne sont toutefois pas les seuls dangers. Parce que de nombreux *hedge funds* recourent largement à l'effet de levier pour dégager des rendements très supérieurs à la moyenne, une petite erreur de gestion peut avoir de très graves conséquences. Cette forme de placement n'est donc pas sans risque.

On distingue habituellement trois types de risques : le risque de marché, le risque de gestion et le risque opérationnel. Au Royaume-Uni, la Financial Services Authority (FSA) estime qu'une vingtaine

de *hedge funds* disparaissent chaque année, principalement du fait de la matérialisation d'un risque opérationnel (fraude et/ou inadéquation des ressources et de la structure) et, pour seulement 40 %, d'un risque d'investissement (risque de marché et/ou de gestion).

Étant donné que les *hedge funds* opèrent dans un environnement peu encadré, un gestionnaire peut facilement tromper ses investisseurs. L'investisseur (ou le multi-gestionnaire) doit bien connaître les risques, les accepter et les surveiller de près. La gestion du risque doit par conséquent intervenir à tous les niveaux du processus d'investissement, processus qui commence généralement par un examen approfondi des diligences requises (*due diligence*), c'est-à-dire l'évaluation initiale du risque lié à tout *hedge fund* candidat. Cette évaluation du risque doit être complétée par une analyse du risque de marché et de la stratégie du fonds.

La décision d'investir dans un *hedge fund* doit s'accompagner d'un suivi efficace, qui nécessite un niveau suffisant de transparence du gestionnaire.

Si ces conditions sont réunies, l'investisseur sera en mesure de gérer son allocation d'actifs passivement ou dynamiquement, en fonction de son propre mode de gestion.

3 | DUE DILIGENCE

La *due diligence* peut être définie comme l'examen volontaire des aspects commerciaux, juridiques et opérationnels de la gestion d'un fonds dans lequel on envisage d'investir. C'est l'investisseur qui détermine entièrement l'ampleur d'un tel contrôle. Étant aujourd'hui communément admis que ce processus réduit nettement le risque spécifique au gestionnaire, un examen de la *due diligence* approprié est désormais considéré comme la norme par la grande majorité des gestionnaires de fonds de *hedge funds*.

La *due diligence* porte habituellement, d'une part, sur le cadre opérationnel et la structure juridique du fonds et de la société de gestion et, d'autre part, sur la stratégie d'investissement et la gestion du risque y afférent (le cas échéant). Dans le premier

cas, un bref historique de l'entreprise, la biographie des principaux dirigeants, les divers prestataires de services et leurs interactions, ainsi que le degré de responsabilité et de transparence des différentes parties, seront étudiés. Dans le second cas, on décrira la manière dont le *hedge fund* obtient ses rendements, le type d'instruments négociés ainsi que leur mode de négociation, la méthode de construction du portefeuille et la gestion du risque.

Un examen plus approfondi est également possible. L'intervention de prestataires de services extérieurs (administrateur et *prime broker*, auditeurs) peut, par exemple, permettre d'améliorer l'intégrité de la méthode de valorisation retenue (pour les titres illiquides) et d'autres facteurs essentiels à l'évaluation du risque opérationnel (actionnariat, personnel qualifié, procédures d'exécution, etc.).

En outre, certaines sociétés incluent dans leur examen de la *due diligence* une vérification des antécédents, ainsi que certains documents de référence (enregistrements auprès de la Securities and Exchange Commission (SEC) aux États-Unis, actions en justice antérieures ou pendantes).

Un examen approfondi de la *due diligence* doit faire partie intégrante du processus d'investissement dans un *hedge fund* et ne doit jamais être négligé ni considéré comme une contrainte administrative. Dans le cas de Bayou, si ce contrôle avait été bien conduit, il aurait très probablement révélé la potentialité d'un conflit d'intérêts du fait de l'affiliation entre le gestionnaire et son courtier. En revanche, il n'aurait rien pu faire contre l'effondrement d'Amaranth.

L'examen de la *due diligence* permet également, lors de l'allocation d'actifs, de limiter l'exposition aux *hedge funds* dont les opérations apparaissent peu solides mais qui présentent un fort potentiel (*start-up funds*).

Un examen de la *due diligence* minutieux peut nécessiter d'importants moyens et, lorsqu'un *hedge fund* a fixé, peut-être à dessein, un court délai pour la levée de capitaux, l'investisseur individuel aura peu de temps pour prendre une décision en connaissance de cause. Ainsi, en tant qu'experts, les fonds de *hedge funds* peuvent apporter leurs compétences et leurs infrastructures spécialisées pour contribuer à la réduction du risque spécifique au gestionnaire.

4 | TRANSPARENCE

Les *hedge funds* se caractérisent par une culture du secret (parfois justifiée), qui pose problème pour l'exercice d'un examen de la *due diligence* et le suivi du risque.

Les *hedge funds* ne sont pas dans l'obligation d'informer les investisseurs. Néanmoins, sous la pression croissante des investisseurs institutionnels, de nouvelles règles de transparence s'imposent progressivement (*pricing* hebdomadaire, rapports sur l'exposition au risque, allocation sectorielle, etc.). D'autres améliorations seront nécessaires, par exemple l'élaboration de mémorandums énonçant ce qu'un gestionnaire est autorisé à faire, comme le montrent les récents débats sur les PIPE (*private investments in public equity* : placements privés dans des entreprises publiques), les *side pockets* (comptes séparant les actifs illiquides des autres investissements plus liquides) et autres structures de frais complexes ou modalités de rachat différé. Cependant, nous observons des changements significatifs ces dernières années. Globalement, les gestionnaires de *hedge funds* sont aujourd'hui disposés à coopérer lors d'un examen de la *due diligence*.

Bien que théoriquement séduisante, la notion de transparence totale suscite, elle aussi, des interrogations. Ainsi, il est dans l'intérêt de tous de laisser au gestionnaire d'un *hedge fund* son avantage concurrentiel, si tant est qu'on souhaite le préserver. Or, une transparence totale risque de compromettre cet avantage, précipitant la chute des fonds les plus vulnérables, et d'engendrer, à tort, un sentiment de sécurité parmi les investisseurs et les régulateurs : par exemple, la communication rapide d'informations complètes n'a pourtant pas conduit à donner l'alerte à propos d'Amaranth. Il va de soi que les gestionnaires de *hedge funds* sont rémunérés pour leur habileté à dégager des rendements et à gérer leur risque spécifique, et non pour les données qu'ils fournissent aux investisseurs. Amaranth a beau avoir enregistré dans les règles sa position longue (auprès de la SEC), cela n'a pas empêché sa chute. Cependant, il est probablement exagéré d'affirmer que la transparence réclamée par les investisseurs pèse sur les performances des *hedge funds*.

Néanmoins, un investisseur doit raisonnablement surveiller le risque auquel il est exposé et il est possible de parvenir à une transparence appropriée sans nuire

à la nature idiosyncratique des stratégies d'un *hedge fund*. Les communications peuvent se limiter aux performances agrégées, aux expositions (longues et courtes) et aux indicateurs de risques spécifiques (*greeks*, VaR, *margin to equity*, etc.). Certains éditeurs réputés de logiciels de gestion quantitative du risque pour les tiers proposent aujourd'hui des produits et une infrastructure permettant au gestionnaire et aux investisseurs d'échanger des informations sans mettre en péril la confidentialité. Pour un niveau de transparence minimum, il faut un modèle d'attribution de performances selon les différentes catégories retenues (en fonction de la stratégie), la présentation des principales expositions et celle des indicateurs de risques propres à la stratégie suivie.

Quoi qu'il en soit, un investisseur peut être rapidement submergé par le volume d'informations qu'il faut traiter à intervalles réguliers. C'est là aussi qu'un fond de *hedge fund* peut produire de la valeur ajoutée, en apportant les compétences et l'infrastructure de suivi des placements et en optimisant en conséquence l'allocation du capital.

5 | ÉVALUATION DU RISQUE

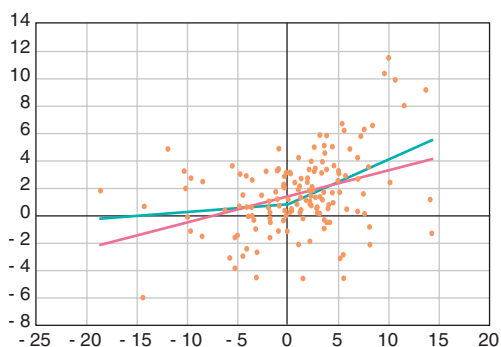
Toute gestion alternative du risque comporte une étape de base : la répartition des *hedge funds* en catégories. Dans le monde alternatif, ce processus dépend généralement de l'habileté du gestionnaire, qui détermine le style ou la stratégie d'investissement, plutôt que des classes d'actifs traditionnelles ou des zones géographiques comme c'est couramment le cas dans les stratégies longues (*long-only universe*). En témoigne l'activité des fournisseurs d'indices alternatifs, qui publient les rendements mensuels de l'arbitrage de risque, des stratégies *long-short equity*, de l'arbitrage sur obligations convertibles, etc.

Un investisseur dans un *hedge fund* doit ensuite savoir identifier les facteurs de risque et de rendement de chaque stratégie et sous-stratégie. Il existe différentes techniques quantitatives d'analyse et de suivi de l'exposition systématique, la plus facile à utiliser étant la régression simple ou multiple.

Les *hedge funds* sont non seulement exposés au risque de marché classique, mais également à des facteurs de risque liés à la gestion alternative,

Graphique 3 Analyse de régression

(en % ; rendements mensuels du DJ EuroStoxx 50 (abscisses) et d'un hedge fund (ordonnées))



qui résultent de la mise en œuvre systématique d'un style d'investissement. De plus, la gestion étant généralement active, il importe de prendre en considération la non-linéarité du couple rendement/risque et ses conséquences pour la quantification et le suivi des relations pertinentes. C'est ce que montre le graphique ci-dessus, qui compare les rendements mensuels d'un fonds européen *long/short* bien connu et ceux de l'indice EuroStoxx 50.

Sur le graphique 3, la ligne rouge mesure la sensibilité du rendement, au moyen d'un modèle linéaire ; la ligne verte recourt, elle, à un modèle linéaire par morceaux (avec une pente variant en fonction de la direction du marché : positive/négative). Ce graphique illustre la non-linéarité typique (la ligne verte n'est pas une droite) dans la relation entre le rendement des *hedge funds* et celui de l'indice de référence. Cette configuration, proche de celle des options, est caractéristique d'une gestion visant un rendement absolu : en moyenne, à long terme, le gestionnaire perd moins d'argent qu'il n'en gagne.

En outre, cette régression permet d'identifier l'alpha, qui se compose d'un « alpha pur » (l'aptitude du gestionnaire à sélectionner des titres) et de bêtas alternatifs (les rendements normaux issus de l'exposition aux risques systématiques autres que le risque de marché). La variation du profil de rendement des *hedge funds* est susceptible de provenir davantage d'une prise de risque systématique (qui dépend de la capacité du gestionnaire à exploiter le bêta de façon dynamique dans le temps), que de l'alpha pur qui sera, quant à lui, fonction du nombre d'opportunités sur le marché.

Ainsi, une stratégie *long/short equity* très courante consiste à prendre une position longue (acheteuse) sur de petites capitalisations et une position courte (vendeuse) sur de grandes capitalisations. Si ces positions sont analysées chacune de leur côté, la sensibilité à cet « écart » ne pourra pas être déterminée correctement. Il existe en effet une corrélation temporelle entre ces deux facteurs, qui correspond précisément à ce que le gestionnaire cherche à exploiter. Pour des stratégies de type technique, l'investisseur dans un *hedge fund* peut élaborer son propre facteur de risque synthétique. Par exemple, pour décrire le rendement découlant d'une stratégie acheteuse de volatilité (*long volatility style*), un simple indice de référence peut être construit en combinant un indice de marché à un panier d'options, avec une structure de paiement adéquate. Pour les activités de négociation (*trading*), il est possible de concevoir un indice de référence simple en appliquant un algorithme technique classique à un indice de marché de référence. Une telle approche ne convient évidemment pas pour toutes les stratégies d'investissement.

Armé de ces outils, un gestionnaire de risque est mieux à même d'appréhender la nature du risque systématique auquel il est exposé et de détecter toute déviation éventuelle qui serait difficilement identifiable par une analyse de base reposant uniquement sur des facteurs de marché.

L'étape cruciale de cette approche consiste à comprendre les fondements de la stratégie du gestionnaire. C'est là que l'analyse qualitative entre en jeu.

Cette méthode d'examen systématique de l'exposition bêta est universelle et doit être mise en œuvre malgré ses limites, qui sont celles de toute analyse de données historiques. Elle n'est toutefois pas pertinente pour les stratégies qui visent davantage à tirer parti d'événements affectant les marchés (*event-driven strategies*).

6 | ALLOCATION D'ACTIFS

Malgré tous les risques associés aux *hedge funds* et les difficultés liées à leur suivi, nombreux sont ceux qui pensent qu'ils peuvent jouer un rôle constructif dans un portefeuille bien diversifié. C'est à ce niveau

qu'interviennent les compétences en gestion du risque et en gestion de portefeuille. Les techniques classiques de gestion du risque, telles que l'analyse moyenne/variance, le bêta et la VaR, ne rendent pas pleinement compte de la plupart des expositions au risque des investissements en *hedge funds*.

Étant donné la nature du risque encouru, la toute première question à se poser est : dans combien de *hedge funds* investir pour diversifier le risque ? Cette question appelle une réflexion prudente. On ne peut y répondre par un simple examen de la corrélation des rendements historiques, car la variance et la covariance n'apportent pas toutes les informations requises. Pour tenir compte du risque propre au gestionnaire, il faut considérer un autre indicateur (voire plusieurs), davantage sensible au risque de pertes (*downside risk*), par exemple : l'écart-type du risque de pertes, la VaR conditionnelle, avec ou sans extension de type Cornish-Fischer, et la perte attendue. Le plus souvent, aucune méthode d'analyse simple ne sera disponible et il faudra procéder à une simulation complexe, dont les résultats ne seront pas, bien sûr, généralisables. Selon la plupart des études simples, le nombre minimum de *hedge funds* dans lesquels investir doit être compris entre dix et vingt. Cependant, lorsqu'on intègre le risque opérationnel dans le modèle, ce nombre passe à plusieurs dizaines, ce qui peut induire une diversification excessive des risques alternatifs et traditionnels, ainsi que, par voie de conséquence, des coûts de transaction trop élevés.

Quelle proportion d'un portefeuille de *hedge funds* faut-il allouer à un gestionnaire donné pour maximiser le profil rendement corrigé/risque et/ou atteindre un objectif spécifique rendement/risque ? Aucune réponse définitive n'est possible. Les méthodes classiques d'allocation d'actifs (moyenne/variance, MEDAF, Black-Litterman) pâtissent des mêmes limites que lorsqu'elles sont appliquées aux actifs traditionnels (biais historique, instabilité, complexité, etc.). De surcroît, pour un portefeuille de *hedge funds*, la difficulté supplémentaire posée par la mesure du risque et la non-normalité du rendement rend ces diverses approches au mieux lacunaires, et, le plus souvent, inadéquates. La réponse à cette question continue de faire débat entre théoriciens et praticiens.

La génération de rendements absolus requiert une connaissance approfondie de la gestion alternative. Même si les stratégies relatives aux *hedge funds* sont

souvent considérées comme formant une seule et même catégorie, elles recouvrent en fait une vaste palette de styles de gestion, qui ont peu d'aspects en commun. Les corrélations entre ces différents styles alternatifs sont instables et une allocation active permet de pérenniser le profil rendement/risque d'un portefeuille. Comme pour les stratégies longues (*long-only universe*), cette gestion active nécessite de combiner une analyse macroéconomique (*top-down*) et une sélection des gestionnaires en fonction de leurs compétences propres (*bottom-up*).

L'analyse *top-down* commence par l'identification des facteurs macroéconomiques et des facteurs communs aux *hedge funds*, qui influent sur le risque et le rendement associés aux différents styles de gestion. Les éléments statistiques ainsi recueillis permettent de prévoir l'efficacité de chaque stratégie/style dans divers scénarios économiques et de marché. On peut ensuite appliquer une pondération à chaque style, en fonction du mandat du portefeuille.

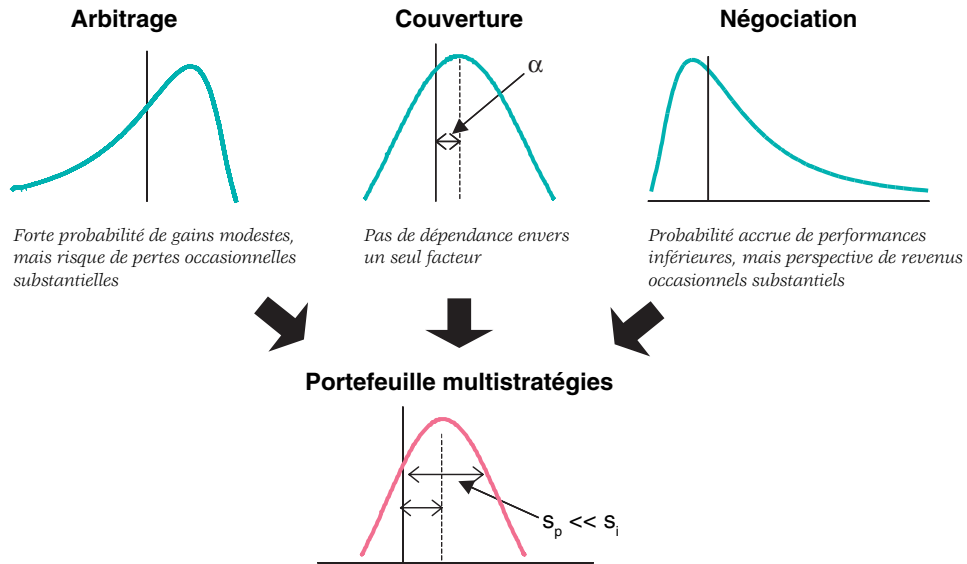
La gestion active de l'allocation d'actifs est essentielle pour la protection du capital d'un investisseur et l'accroissement du rendement. Elle repose sur l'élaboration d'un portefeuille à partir de cette diversité de styles de gestion alternative, de zones géographiques et de classes d'actifs. La distribution des rendements diffère largement d'un style à l'autre (graphique 4). La gestion d'un portefeuille multistratégies requiert un panachage de diverses stratégies de façon à fournir une distribution plus stable du rendement avec un alpha positif plus élevé.

Une fois déterminées les pondérations optimisant le profil risque/rendement du portefeuille, il est nécessaire d'examiner et d'ajuster celles des gestionnaires pour chaque style. À cette fin, les *hedge funds* doivent avoir été correctement classés en fonction des différents styles de gestion, ce qui suppose une analyse poussée et une bonne connaissance du processus d'investissement. On ajuste les pondérations assignées aux gestionnaires en tenant compte de leur contribution au risque (pour chaque style et au sein du portefeuille), des rendements attendus (d'après la sensibilité au rendement attendu pour chaque style) et d'une analyse qualitative de leurs compétences.

L'analyse *bottom-up* débute par l'examen approfondi de tout l'univers des *hedge funds*, ce qui permet d'identifier de nouveaux gestionnaires intéressants,

Graphique 4 Distribution gaussienne et non gaussienne

(en %)



qu'il faut ensuite classer suivant leur style. La solidité de la gestion est ensuite analysée en détail (exercice d'un examen de la *due diligence*), sous plusieurs angles : qualitatif, quantitatif, juridique et opérationnel.

L'étape suivante est particulièrement délicate : il s'agit de combiner les processus *top-down* et *bottom-up* afin d'élaborer un portefeuille robuste. La principale difficulté consiste à déterminer dans quelle mesure le risque, le rendement et la corrélation prévus lors du processus *top-down* (indices calculés en fonction du style) sont applicables aux différents gestionnaires sélectionnés à l'occasion du processus *bottom-up*. Plus les styles de gestion sont définis précisément et plus le classement des gestionnaires est détaillé, plus cette extrapolation sera exacte et fiable. Cette étape est cruciale car elle permet de présupposer une divergence limitée entre les gestionnaires et les indices, et de modéliser la relation par une équation linéaire dans le cadre d'un modèle mono-indiciel.

La robustesse de tout modèle d'allocation d'actifs ne peut évidemment être garantie que par un réexamen régulier, des processus *top-down* et *bottom-up*. Les corrélations entre les styles de gestion n'étant pas stables, il importe en effet de revoir ponctuellement les facteurs macroéconomiques et ceux spécifiques aux *hedge funds*, de façon à ajuster les pondérations et à préserver les performances à long terme du

portefeuille. De même, il faut réétudier de près et régulièrement les gestionnaires présents au sein du portefeuille, pour s'assurer que les *hedge funds* ne s'écartent pas de leur style de gestion initial et que leur profil risque/rendement reste conforme aux anticipations, c'est-à-dire que le gestionnaire ne se montre pas nettement moins efficace que ses pairs.

À cette fin, il est utile de surveiller les anomalies et les signaux d'alerte. C'est à l'investisseur de définir ces signaux et de mettre en place un suivi. Il peut s'agir de rendements anormaux, d'un brusque accès de volatilité du fonds, d'écarts excessifs entre estimations et prix finaux (dans le cas des fonds qui donnent des estimations de performances) ou d'une forte variation des actifs du *hedge fund*. Il est intéressant de noter que la plupart des défaillances, voire toutes, ont jusqu'ici concerné des *hedge funds* qui affichaient auparavant des performances corrigées du risque supérieures. Il est probablement tout aussi fondamental, sinon plus, de comprendre comment les instruments les plus rémunérateurs ont obtenu leurs meilleurs résultats que de s'inquiéter de leurs plus mauvais scores. Il est parfois bon de se demander si tel résultat n'est pas « trop beau pour être vrai », surtout si l'examen de la *due diligence* a conduit à formuler des réserves quant à la méthode d'évaluation des actifs. Le suivi peut également être qualitatif, c'est-à-dire s'intéresser aux

changements intervenant au niveau des prestataires (administrateur, *prime broker*...) ou des modalités du fonds (liquidité, commissions, etc.).

Cette surveillance des signaux d'alerte comporte une limite : lorsqu'une anomalie est détectée, il est parfois trop tard pour agir. C'est pourquoi l'investisseur dans un *hedge fund* doit disposer non pas d'un seul indicateur de risque, mais du plus grand nombre possible, afin de porter un jugement avisé et informé.

7 | REPORTING

L'investissement dans un *hedge fund* induit des frais et ne garantit pas des rendements absolus. Il est certainement plus fructueux de miser sur plusieurs *hedge funds* pour obtenir une diversification suffisante de la gestion et des stratégies alternatives.

Les fonds de *hedge funds* ont longtemps été critiqués pour la médiocre qualité de leur *reporting*, qui se bornait essentiellement à comparer leurs rendements à ceux d'un indice de référence (souvent un indice de marché) à l'aide d'indicateurs élaborés pour les stratégies longues (*long-only universe*), tels que le ratio Sharpe. Cependant, grâce à l'institutionnalisation du secteur, la transparence des *hedge funds* s'améliore et les gestionnaires sont aujourd'hui davantage disposés à communiquer certaines informations, comme leurs diverses expositions au risque.

Malgré cette transparence croissante, il serait illusoire de penser que l'élaboration d'un rapport sur un portefeuille de *hedge funds* est une tâche simple. Évaluer avec des outils traditionnels la complexité et la non-linéarité des risques auxquels les *hedge funds* sont exposés conduirait à sous-estimer les risques associés aux stratégies alternatives. Il faut donc utiliser des indicateurs plus sophistiqués : *Style VaR*, indice Omega, bêta conditionnel, notamment.

De surcroît, même lorsqu'ils suivent la même stratégie, les *hedge funds* ne communiquent pas tous les mêmes indicateurs à leurs investisseurs, ni de la même manière. Par exemple, on ne peut pas comparer les corrélations si les calculs ne sont pas effectués par rapport au même indice de marché, sur la même période et avec la même fréquence (journalière,

hebdomadaire, mensuelle, etc.). L'élaboration de rapports exploitables nécessite une infrastructure permettant de collecter, de regrouper et d'interpréter les informations reçues de chaque gestionnaire.

Depuis quelques années, les investisseurs prennent conscience de l'importance de la transparence dans l'univers alternatif et exigent donc un *reporting* de plus en plus détaillé sur leurs placements. Pour les gestionnaires de fonds de *hedge funds*, la principale difficulté consiste à élaborer des rapports attestant clairement d'une valeur ajoutée et répondant aux besoins de leurs clients. Ainsi, il n'existe pas de définition officielle des différents styles de gestion des *hedge funds*, ce qui peut biaiser la classification des gestionnaires en fonction de leur style. Par les informations qu'ils communiquent, les fonds de *hedge funds* peuvent aider l'investisseur à affiner sa définition des différents styles et à améliorer sa compréhension de l'univers alternatif. Ils peuvent également rédiger des rapports sur mesure, en fonction des besoins spécifiques de leurs investisseurs (par exemple, identifier les expositions d'après les caractéristiques de l'ensemble du portefeuille, c'est-à-dire à la fois des allocations alternatives et traditionnelles).

8 | LIMITES DE CAPACITÉ

Depuis les années quatre-vingt, les *hedge funds* sont appréciés pour leur capacité à générer des rendements supérieurs à ceux d'autres catégories d'actifs. D'après les modèles traditionnels d'attribution des performances, la part du rendement qui ne provient pas de la rémunération du risque de marché est considérée comme de l'alpha (habileté du gestionnaire à dégager un surcroît de rendement). En raison d'une certaine opacité des *hedge funds*, il était au début difficile d'identifier les différentes expositions au risque qu'ils prenaient et la plupart des rendements offerts par les *hedge funds* étaient ainsi attribués à l'alpha. À mesure que les études et la transparence ont progressé, ces rendements ont été subdivisés en plusieurs catégories et la composante du rendement « inexplicé » (l'alpha) a nettement diminué, même si elle reste fondamentale sur le segment des *hedge funds*.

Le problème des limites de capacité est apparu avec le besoin d'identifier les gestionnaires aptes à

générer durablement de l'alpha. Les comparaisons de performances entre les *hedge funds* affichant un historique récent et, généralement, un petit volume d'actifs sous gestion, et les *hedge funds* plus anciens, qui disposent d'actifs plus abondants, montrent que le premier groupe surperforme le second. C'est également le plus souvent au début de son mandat que le gestionnaire dégager des rendements supérieurs. Cependant, ces chiffres doivent être relativisés, car les conditions de marché peuvent sensiblement évoluer entre le lancement et l'arrivée à maturité d'un fonds. Cela ne signifie pas, pour autant, qu'un gestionnaire qui opère depuis longtemps ou qui s'occupe d'une large enveloppe d'actifs ne pourra pas continuer à dégager de l'alpha.

Les gestionnaires de *hedge funds* définissent habituellement un volume maximum d'actifs à gérer, au-delà duquel ils jugent que leur stratégie d'investissement perdra de son efficacité et ne sera pas à même de produire de l'alpha. Le fonds est fermé à tout nouvel investissement dès que ce plafond est atteint. En fonction de la stratégie choisie, celui-ci peut être compris entre 200 millions de dollars (par exemple pour les *hedge funds* spécialisés dans les crédits garantis par des actifs – ABL) et plusieurs milliards de dollars (fonds *global macro*). Pour l'investisseur, un *hedge fund* fermé indique que non seulement le gestionnaire dégager régulièrement de l'alpha, mais aussi que le support concerné est quasiment inaccessible. Grâce à leur large palette de produits et au profil de long terme de leurs placements, les fonds de *hedge funds* savent identifier les gestionnaires ayant peu d'ancienneté, pour lesquels la génération d'alpha est à son maximum, et préserver leur capacité à mesure que le support se développe et finit par être fermé à de nouveaux investissements. Ainsi, à travers leurs portefeuilles, les fonds de *hedge funds* peuvent donc proposer une exposition à un ensemble de stratégies de gestion, sources d'alpha à long terme.

Ces dernières années, alors que le rendement des *hedge funds* se tasse, un nouveau problème est apparu : les limites de capacité au niveau des gestionnaires seraient en train de s'étendre à l'ensemble du secteur, et la gestion alternative n'offrirait plus qu'un volume d'alpha fixe. Il semble donc que l'abondance des actifs et la multiplication des *hedge funds* compriment l'alpha dégagé par chaque gestionnaire.

Comme nous l'avons montré, l'alpha pur (issu de la sélection de titres) ne représente qu'une faible part du rendement d'un *hedge fund*, et ce que l'on appelle communément « l'alpha » provient, pour l'essentiel, des stratégies de gestion alternative du bêta. L'impossibilité d'accroître indéfiniment le nombre total d'opportunités de marché pourrait limiter la production d'alpha pur. En revanche, rien ne prouve que les gestionnaires, quelle que soit leur ancienneté, soient aujourd'hui moins aptes à offrir du bêta alternatif. Bien que l'environnement de marché puisse influencer sur le talent d'un gestionnaire à prévoir les tendances et les facteurs temporels, on ne peut conclure que ce talent décroît avec la multiplication des intervenants. L'importance de la gestion du bêta dans le temps en tant que source de rendements additionnels mérite d'être soulignée.

Il serait erroné de penser que l'ensemble du secteur souffre de limites de capacité. En revanche, les limites de capacité au niveau des gestionnaires sont bien réelles et constituent un problème pour les investisseurs. Les fonds de *hedge funds* peuvent y remédier en faisant appel à de nouveaux gestionnaires et en fermant des supports pour préserver leur capacité d'investissement. À cet égard, l'intérêt principal des fonds de *hedge funds* réside dans leur aptitude à identifier les sources de bêta alternatif et à constituer des portefeuilles diversifiés, avec différentes expositions au risque.

9 | PERSPECTIVES

Globalement, l'avenir des fonds de *hedge funds* dépendra de deux facteurs : il faudra que la croissance des rendements absolus se poursuive pour répondre aux besoins des investisseurs institutionnels et que ces produits continuent de s'attacher à offrir une valeur ajoutée et à constituer des portefeuilles institutionnels de qualité.

Sur le premier point, on peut effectivement penser que les institutionnels vont continuer à investir, directement ou indirectement, dans les *hedge funds*, au moins au même rythme, tant que le développement des capacités de gestion alternative et active sera suffisant et soutiendra la croissance du volume d'actifs des fonds de multi-gestion alternatifs. En d'autres termes, avec près de 5 % des actifs institutionnels investis aujourd'hui dans l'univers

alternatif, le point de non-retour a été atteint et le passage d'une logique de rendements relatifs à une logique de rendements absolus est irréversible. En attestent la multiplication des demandes de proposition émanant d'institutionnels, dans le monde entier, et l'afflux de nouveaux types de clients, tels que les fonds de pension, qui se tournent vers les placements alternatifs et contribuent à leur essor.

Sur le deuxième point, bien que les fonds de *hedge funds* aient jusqu'à présent réussi à dégager des rendements absolus à partir d'un alpha décorrélé, ils élargissent depuis cinq ans leurs ambitions, en visant aussi des rendements liés au marché. En effet, les *hedge funds* ont été les premiers à introduire un bêta de marché dans leur portefeuille et à tirer parti des opportunités de rendement sur le marché. Ainsi, plusieurs des gestionnaires de

hedge funds ont annoncé leur intention d'étoffer leur portefeuille *long-only* et de réduire la proportion de leurs positions courtes. Cette évolution n'est pas passée inaperçue parmi les gestionnaires de fonds de *hedge funds*, qui ont donc dû intégrer les stratégies directionnelles dans leur modèle d'allocation d'actifs. En outre, l'expérience acquise dans la compréhension et l'évaluation du rôle des compétences des gestionnaires dans la réalisation de rendements absolus s'est également révélée utile lorsqu'elle a été appliquée aux placements traditionnels. Elle a contribué à accroître la valeur ajoutée des propositions de multi-gestion. Les fonds de *hedge funds* étant désormais devenus des produits de multi-gestion à part entière, ils devraient pouvoir se montrer compétitifs sur le segment institutionnel et accepter (cela fait d'ailleurs partie de leurs obligations) les responsabilités qui en découlent.

Hedge funds : un point de vue de banque centrale

AXEL A. WEBER

Président

Deutsche Bundesbank

Le système financier international est engagé dans un processus durable de mutation structurelle marqué notamment par la croissance rapide de l'industrie des hedge funds et des marchés de transfert du risque de crédit. Cette évolution devrait normalement renforcer l'efficacité des marchés financiers. Néanmoins, le système financier devenant plus complexe et moins transparent, il est de plus en plus difficile pour les banques centrales d'évaluer correctement les risques potentiels menaçant la stabilité financière.

Au plan de la politique monétaire, les hedge funds exercent probablement une certaine influence sur le mécanisme de transmission, ainsi que sur les liens internationaux entre taux d'intérêt et sur les taux de change, bien qu'il ait été difficile, jusqu'à présent, de retracer empiriquement de tels effets. Au plan de la stabilité financière, la principale crainte est que la défaillance d'un ou de plusieurs grands hedge funds ne fragilise de grandes institutions financières complexes et/ou n'entraîne une crise en termes de liquidité de marché.

Pour contenir les risques potentiels pour la stabilité financière, la principale ligne de défense passe probablement par une discipline de marché adéquate, ce qui requiert une transparence suffisante des hedge funds. Seuls les mécanismes de marché ont joué à cet égard au cours des dernières années, mais on peut douter que cela ait produit des résultats suffisants. L'exercice d'une discipline de marché par les sociétés de courtage (prime brokers) des hedge funds étant d'une importance majeure, les recommandations émises par le Counterparty Risk Management Policy Group II (Groupe Corrigan) devraient, par principe, être intégralement mises en œuvre. Ces recommandations comportent un volet relatif aux obligations d'information des hedge funds à l'égard des contreparties. Les prime brokers, en particulier, devraient s'attacher à moduler leurs conditions de crédit, et notamment leurs exigences en termes de garanties et de marges, en fonction de la transparence et du profil de risque des différents hedge funds, qui sont leurs contreparties.

Les placements effectués de plus en plus par les investisseurs institutionnels tels que les fonds de pension, les fondations et les sociétés d'assurance sont, dans l'ensemble, de nature à entraîner un renforcement de la qualité de la gestion des risques et de la transparence des hedge funds. Néanmoins, des différences considérables persistent à l'évidence en matière de pratiques d'information et les recommandations actuelles des associations de hedge funds sont quelque peu en retrait par rapport aux recommandations internationales préexistantes. Dans ce contexte, il serait souhaitable que la profession définisse de saines pratiques d'information des investisseurs, qui soient plus contraignantes. Il serait également utile d'intégrer ces bonnes pratiques dans un code de bonne conduite volontaire. Enfin, il conviendrait d'étudier la possibilité d'améliorer l'approche indirecte actuellement utilisée pour la surveillance des expositions au risque élevées des institutions financières régulées vis-à-vis des hedge funds, en renforçant par exemple la coopération internationale entre autorités prudentielles.

Les banques centrales doivent éviter d'entraver le processus en cours de mutation structurelle du système financier, qui est un facteur de plus grande efficacité. Parallèlement, il n'en est pas moins nécessaire de mettre en place un cadre approprié permettant d'assurer une discipline de marché adéquate et le degré de transparence idoïne. Cette démarche fournirait une protection essentielle contre des risques macroprudentiels, qui se renforceraient nettement, en cas de correction des positions de marché des hedge funds, dans un contexte économique qui deviendrait moins favorable.

1 | LA PLACE DES HEDGE FUNDS DANS LA MUTATION STRUCTURELLE DU SYSTÈME FINANCIER

La croissance rapide du secteur des *hedge funds* est l'un des aspects les plus frappants de la mutation structurelle intervenue au sein du système financier international au cours de ces dernières années. Le terme « *hedge fund* » est une expression « passe-partout », utilisée pour un groupe très hétérogène et difficilement définissable d'intervenants de marché qui adoptent un large éventail de stratégies différentes. Le recours à des instruments à effet de levier (emprunts et produits dérivés par exemple) est généralement l'une de leurs caractéristiques communes¹. La faiblesse des taux d'intérêt à l'échelle mondiale et la recherche de rendement sur les marchés financiers ont sans aucun doute compté parmi les principaux catalyseurs du développement de ce secteur. Néanmoins, tout laisse à penser que la croissance du secteur des *hedge funds* ne doit pas être considérée comme un phénomène cyclique mais plutôt comme un aspect de la grande mutation structurelle du système financier international. À ce titre, les *hedge funds* semblent être à la fois un indicateur et un moteur des mutations fondamentales de l'environnement de marché.

Dans cet environnement dynamique, les *hedge funds* jouent un rôle important et essentiellement positif. Ils contribuent à l'efficacité des marchés en améliorant leur liquidité et les processus de découverte des prix. Les *hedge funds* contribuent également à leur bon fonctionnement en investissant dans des instruments financiers peu liquides et nouveaux dont ils améliorent la négociabilité. Ils se mettent aussi en évidence dans l'utilisation d'instruments de transfert du risque de crédit. Leur participation à ces marchés est une illustration du rôle majeur qu'ils jouent dans le développement actuel des marchés dérivés.

La multitude de stratégies d'arbitrage resserre les liens entre les différents compartiments de marché – marchés d'actions, de crédit et dérivés par exemple – et accroît leur interdépendance. Dans ce contexte, les activités de négociation transfrontière des *hedge funds* assurent de plus en plus une étroite interconnexion entre les marchés financiers

nationaux, phénomène qui reflète la mondialisation du système financier international.

Par ailleurs, les *hedge funds* apparaissent jouer un rôle très important dans la mutation profonde des processus d'intermédiation du système financier actuellement engagés. Deux aspects méritent tout particulièrement d'être mentionnés ici.

Premièrement, on constate une tendance au transfert partiel du risque des intermédiaires financiers traditionnels, banques par exemple, vers les *hedge funds* et d'autres entités. Au cours des dernières années, on a constaté que les grandes institutions financières complexes accordaient une place croissante à l'intermédiation du transfert de risques. Les instruments financiers innovants ont permis aux institutions financières de gérer activement et de négocier davantage les risques de crédit. Dans ce contexte, les *hedge funds*, en quête de rendements attractifs, agissent de plus en plus en qualité de preneurs de risque (et de garants), en se portant notamment sur les tranches de crédit les plus risquées.

Deuxièmement, les investisseurs estiment que les *hedge funds* procurent des avantages en leur qualité de gestionnaires d'actifs spécialisés, notamment parce qu'ils ne sont en principe soumis à aucune restriction en termes de catégories d'actifs et d'instruments sur lesquels ils peuvent investir. Dans ce contexte, deux avantages significatifs sont généralement attendus de ces placements : une diversification des portefeuilles et l'obtention de meilleurs rendements (cf. extraction de l'alpha). En outre, l'évolution des nouvelles catégories d'actifs et l'élargissement de la gamme des instruments financiers, conjuguée à leur complexité croissante, obligent les investisseurs à renforcer leur gestion du risque et des actifs. Cette situation favorise l'émergence d'intermédiaires spécialisés. En conséquence, le secteur des *hedge funds* est amené à gérer une part relativement faible, mais croissante, du total des actifs financiers du système financier international et apparaît maintenant comme une nouvelle catégorie d'intermédiaire financier.

Ces évolutions ont complexifié le secteur financier. Le suivi et l'analyse de cette mutation structurelle sont devenus particulièrement délicats à mener du fait de la montée en puissance du secteur des

¹ Parmi les autres caractéristiques essentielles des *hedge funds* figure le fait qu'ils ne sont soumis à aucune restriction quant aux types d'instruments et stratégies qu'ils peuvent employer et que les gérants de *hedge funds* perçoivent généralement des commissions liées à la performance. Cf. également BCE (2005) : « Hedge funds and their implications for financial stability », série d'Études sur des sujets spécifiques, n° 34

hedge funds et d'une croissance exceptionnelle des produits dérivés négociés de gré à gré et des autres instruments de transfert du risque de crédit qui s'accompagnent d'interactions dynamiques et d'une plus grande opacité.

2 | LES HEDGE FUNDS ET LES BANQUES CENTRALES

La principale question pour les banques centrales est de savoir si les *hedge funds* entrent dans leur champ fondamental de responsabilité. Il n'existe quasiment aucun point de contact direct entre les banques centrales et les *hedge funds*. Les *hedge funds* n'agissent ni en qualité de contrepartie des opérations de politique monétaire ni des autres transactions de marché en général². Les *hedge funds* n'étant pas soumis à un contrôle prudentiel à part entière, il n'y a pas d'interaction entre eux et les banques centrales au titre des fonctions de supervision que celles-ci peuvent exercer. Malgré tout, le développement du secteur des *hedge funds* présente un intérêt, à un double titre, pour les banques centrales — eu égard aux implications possibles pour la politique monétaire et pour la stabilité financière — dans la mesure où les activités des *hedge funds* peuvent générer des risques macroprudentiels.

Sous l'angle de la politique monétaire, l'impact potentiel des *hedge funds* sur le mécanisme de transmission de la politique monétaire est un aspect essentiel. D'un point de vue analytique, il est très difficile de distinguer clairement la part qui revient aux *hedge funds* et leurs implications dans la profonde mutation structurelle du secteur financier. On peut cependant supposer qu'en conséquence des activités des *hedge funds*, l'importance relative des différents canaux de transmission de la politique monétaire se rapproche de celle que nous avons constatée il y a plus de dix ans dans le cadre de la croissance des marchés dérivés de gré à gré³. À titre d'exemple, le canal des taux d'intérêt devrait se renforcer, les *hedge funds* empruntant habituellement des capitaux à court terme pour financer leurs investissements (à long terme). Par ailleurs, on peut s'attendre à ce que les

stratégies d'investissement internationales souvent adoptées par les *hedge funds* renforcent généralement les interactions entre les marchés de taux au-delà des bases domestiques. Cette évolution est illustrée par le débat sur le rôle des opérations de portage (transfrontières). En retour, cela a probablement également renforcé l'importance du canal des taux de change. Il n'est donc pas surprenant de constater que les taux de change sont de plus en plus sensibles aux différentiels de taux d'intérêt — ou aux anticipations relatives aux différentiels de taux d'intérêt — entre les zones monétaires. Il serait sans aucun doute exagéré d'attribuer ces évolutions uniquement à l'influence des *hedge funds*. Il convient cependant de noter que certaines banques (voire d'autres investisseurs) semblent adopter des stratégies d'investissement similaires à celles des *hedge funds*, ce qui peut renforcer les effets de leurs opérations.

À l'inverse, les activités des *hedge funds* devraient réduire l'influence directe de la banque centrale sur le canal de crédit du processus de transmission de la politique monétaire. La capacité à transférer des emprunts ou des tranches d'emprunt — notamment les plus risqués — à des investisseurs en quête de risque, à l'image des *hedge funds*, permet aux banques de prêter avec plus de souplesse. Globalement, cette répartition plus étendue du risque de crédit au sein du secteur financier devrait assouplir les conditions de crédit et améliorer l'accès des emprunteurs au financement par l'endettement.

3 | RISQUES ET IMPACT SUR LA STABILITÉ FINANCIÈRE

Le lien essentiel qui rapproche les *hedge funds* des banques centrales est l'impact des *hedge funds* sur la stabilité financière, partie intégrante du mandat des banques centrales. Compte tenu du rôle joué par les *hedge funds* au sein du système financier international et de leur présence active sur de nombreux marchés, ils sont d'une grande importance pour les autres participants du marché. En particulier, il y a lieu de considérer l'existence éventuelle d'un risque que la faillite de grands *hedge funds* ou la faillite simultanée

² En principe, les banques centrales pourraient elles-mêmes investir dans les *hedge funds* dans le cadre de leur propre gestion de portefeuille, s'agissant notamment de leurs réserves de change. Cette solution a été parfois proposée et semble être choisie dans des cas isolés seulement. Néanmoins, je ne pense pas qu'il s'agisse d'une solution opportune pour la Deutsche Bundesbank.

³ Pour obtenir les premières analyses des modifications du mécanisme de transmission de la politique monétaire dues à la croissance des marchés dérivés, cf. BRI (1994) : "Macroeconomic and monetary policy issues raised by the growth of derivatives markets".

de plusieurs *hedge funds* de taille moyenne, ne mette en péril la stabilité des grandes banques situées au cœur du système financier et/ou ne déclenche des crises de liquidité.

3|1 Impact sur les marchés

Les *hedge funds* jouent un rôle essentiel dans le processus de découverte du prix sur de nombreux marchés. Certains jours de négociation en 2005, les *hedge funds* représentaient selon certaines estimations environ la moitié du volume échangé sur la Bourse de New York et la Bourse de Londres. En outre, le secteur des *hedge funds* a acquis d'importantes parts de marché des volumes de transaction d'instruments obligataires et de produits dérivés. Parmi les principales positions prises sur certains compartiments du marché américain figurent la négociation de dérivés de crédit (58 %), la dette émergente (45 %) ou les emprunts à effet de levier (32 %) ⁴. Sur les marchés obligataires européens, les *hedge funds* représentaient environ un tiers des volumes de transaction d'obligations spéculatives en 2006. Ils ont également acquis d'importantes parts de marché sur les dérivés de crédit *investment grade* et sur les produits dérivés structurés ⁵. Néanmoins, l'impact des *hedge funds* s'étend au-delà du seul volume de leurs propres négociations. En raison de leur souplesse et de leur rapidité de réaction, il est probable qu'ils jouent parfois un rôle d'indicateur supplémentaire pour d'autres intervenants de marché, ce qui pourrait favoriser les comportements grégaires.

Les *hedge funds* peuvent influencer de manière significative sur les fluctuations du marché, éventuellement encourager les réactions exagérées, et avoir ainsi un impact de déstabilisation. Ils ont été en partie accusés d'avoir joué un rôle dans la crise asiatique (1997-1998) et dans la formation de la bulle technologique. Les preuves empiriques de leur influence lors de ces deux événements sont cependant contradictoires. Des études ont montré que les *hedge funds* détenaient une part significative de valeurs technologiques dans leurs portefeuilles,

avant d'en céder la plupart peu de temps avant l'effondrement des cours ⁶. Même si le comportement du secteur des *hedge funds* ne fut pas la principale cause de surévaluation et d'effondrement du marché, ces conclusions suggèrent qu'ils ont probablement amplifié cette évolution des cours. À l'inverse, des études empiriques montrent que des doutes persistent quant à savoir si les *hedge funds* ont eu un impact majeur lors de la crise asiatique ⁷. Plus récemment, de nombreux *hedge funds* ont été pris au dépourvu par la correction des marchés financiers en mai et juin 2006 et, comme d'autres investisseurs, ont affiché des rendements négatifs. De tels épisodes de marché montrent que si les *hedge funds* ont parfois amplifié les crises, il serait erroné de porter un jugement définitif en s'appuyant seulement sur un nombre limité d'observations.

L'observation des performances de l'ensemble du secteur permet une meilleure appréciation. Une comparaison à long terme des rendements mensuels de l'indice CSFB/Tremont Hedge Fund et des rendements de l'indice MSCI World montre que, sur la base de 155 points de données entre janvier 1994 et novembre 2006, les rendements respectifs ont montré un visage différent en trente et un mois. Dans vingt cas, l'indice des *hedge funds* a affiché un rendement positif alors que l'indice MSCI affichait un rendement négatif ⁸. Lors de la forte correction des années 2000 à 2002 notamment, l'indice des *hedge funds* a enregistré à plusieurs reprises une performance absolue positive (bien que réduite). Ces dernières années cependant, la corrélation positive a été manifestement plus importante. Des exemples isolés montrent que ⁹, dans le sillage de la reprise généralisée initiée au printemps 2003, les *hedge funds* ont pris davantage de positions à long terme afin de tirer parti de l'évolution (attendue) positive des cours. La nette augmentation de la corrélation entre l'indice des *hedge funds* et la performance globale du marché confirme cette impression. La corrélation des rendements sur douze mois glissants entre l'indice CSFB/Tremont Hedge fund et l'indice MSCI World a fortement augmenté, pour atteindre un niveau très élevé à plus de 0,9 récemment. Une forte corrélation pourrait, en principe, indiquer que les *hedge funds*

4 Cf. Greenwich Associates (2006) : "US fixed income : the buy-side divide".

5 Cf. Greenwich Associates (2006) : "European fixed income : trade allocation strategies in the hedge fund era".

6 Cf. Brunnermeier & Nagel (2004) : "Hedge funds and the technology bubble", tiré du Journal of Finance, n° 59.

7 Cf. Varamini, Segatti & Brown (1999) : "The role of hedge funds and other factors during the 1997 financial crisis in Thailand", Document de travail du Elizabeth Town College.

8 Néanmoins, le ratio global de surperformance et de sous-performance relatives est quasiment équilibré (surperformance : 74 ; sous-performance : 81)

9 Cf. Higashio, Terada & Shimizu (2006) : "Changes in hedge fund behavior and the impact on financial markets", Revue de la Banque du Japon

amplifient la dynamique de marché, du moins à court terme.

Le recours à l'endettement est un facteur clé permettant d'évaluer l'impact potentiel du comportement des *hedge funds* sur les marchés¹⁰. En cas de pertes, un fort degré d'endettement peut nécessiter un dénouement rapide des expositions au risque si, par exemple, les *hedge funds* ne sont plus en mesure de couvrir leurs appels de marge. En période de retournement de marché, cette situation risque d'amplifier la dynamique des cours, notamment si plusieurs *hedge funds*, qui adoptent des stratégies d'investissement similaires (positions identiques), sont contraints d'apporter des ajustements rapides et similaires à leurs portefeuilles. Ces risques sont amplifiés par les investissements croissants des *hedge funds* dans des compartiments de marché illiquides. Dans ce contexte, on ne peut exclure une dynamique de marché défavorable en cas de fluctuations soudaines du marché donnant lieu à la propagation de tensions de certains compartiments de marché vers d'autres, situation qui provoque une baisse générale de la liquidité de marché. L'expérience de la crise LTCM sert à rappeler le besoin de vigilance dans une telle situation.

3|2 Relations avec les grandes institutions financières complexes et d'autres intermédiaires financiers

Du point de vue de la stabilité financière, c'est avant tout la relation directe entre *hedge funds* et *prime brokers* qui est une source potentielle de perturbations systémiques. Même dans le cas d'emprunts garantis, la faillite d'un *hedge fund* peut entraîner des créances irrécouvrables en cas de diminution de la valeur de marché de la garantie en raison d'importantes fluctuations des cours. Par ailleurs, en qualité de contrepartie des *hedge funds*, notamment sur les marchés dérivés de gré à gré, les banques exerçant des activités de *prime brokerage* s'exposent à d'importants risques de contrepartie¹¹.

Les *prime brokers* sont pour la plupart de grandes institutions financières complexes qui jouent un rôle essentiel au sein du système financier international, en tant que contreparties sur les marchés interbancaires et des dérivés négociés de gré à gré, en réaffectant les risques et en fournissant de la liquidité. Le marché mondial du *prime brokerage* est aujourd'hui essentiellement dominé par les institutions financières américaines, bien que de grandes institutions financières européennes semblent rapidement développer leurs relations avec les *hedge funds*¹². En règle générale, ces institutions financières affichent une rentabilité exceptionnelle et utilisent des techniques très sophistiquées de gestion du risque. Malgré tout, on ne peut totalement exclure que les crises qui touchent ces intervenants provoquent leur retrait de certains compartiments de marché et se propagent rapidement au sein du système financier international.

Les relations étroites des *prime brokers* avec les *hedge funds* sont illustrées par l'importance de ce secteur d'activité dans les bénéfices réalisés par les grandes banques internationales, bénéfices qui ont fortement progressé au cours de ces dernières années. La croissance soutenue des commissions perçues par certaines institutions financières internationales est probablement due, pour une partie non négligeable, au développement de leur activité avec les *hedge funds*. D'après certaines estimations, environ 15 à 20 % du total des produits bancaires tirés de l'activité d'investissement proviennent actuellement des opérations avec les *hedge funds*¹³.

En Allemagne, les prêts bancaires aux *hedge funds* – tout comme la négociation directe avec les *hedge funds* – se limitent à un nombre relativement réduit d'institutions internationales. Selon des informations de marché, les transactions sont en outre exclusivement effectuées contre garanties¹⁴. Les encours de dette des activités de négociation et de prêt doivent être estimés comme étant limités, leur part dans le total du bilan étant dans la fourchette basse des pourcentages à un chiffre. Les risques que les *hedge funds* font peser sur le système bancaire

10 Contrairement aux fonds de placement, les *hedge funds* ont la possibilité de prendre des positions courtes. Pour ce faire, ils empruntent des capitaux (endettement au bilan) et prennent des positions avec un apport en capital comparativement faible, en utilisant par exemple des produits dérivés et des positions courtes (endettement à l'aide d'instruments financiers).

11 Hormis les risques cités, il existe de nombreux autres risques, à l'image du risque opérationnel ou du risque juridique et de réputation, qui ne seront pas traités ici.

12 BCE (2005) : 'Large EU banks' exposures to hedge funds'.

13 Cf. Dresdner Kleinwort (2007) : 'Credit Suisse, Deutsche Bank, UBS – How important are hedge funds for the investment banking industry?'.

14 En revanche, on ne connaît pas bien la performance des actifs de couverture dans des situations de crise. D'après une étude réalisée par l'ESCB en 2005, les exercices de simulation de crise effectués par les banques ont rarement porté sur la performance des actifs de couverture et se limitaient essentiellement aux risques individuels. Cf. BCE (2005) : 'Large EU banks' exposures to hedge funds'.

allemand, notamment en raison de ses relations directes avec les *hedge funds*, semblent par conséquent relativement limités¹⁵.

En revanche, les risques encourus par les institutions financières ne se limitent pas à leur exposition directe aux *hedge funds* et à leur dépendance envers cette source de revenus. Le poids potentiel des *hedge funds* sur le marché fait également peser des risques indirects sur les positions prises par les participants du marché. Les banques sont souvent exposées à des risques de marché similaires à ceux des *hedge funds*, surtout si, dans le cadre de leur négociation pour compte propre, elles adoptent des stratégies comparables à celles des *hedge funds*. Ainsi, elles peuvent se trouver engagées sur des positions difficiles à liquider (« *crowded trade* ») et risquent alors de subir des pertes significatives en cas de fluctuations soudaines sur des segments de marché dominés par les *hedge funds*. Ce cas de figure peut tout particulièrement affecter les compartiments de marché où le retrait de quelques acteurs majeurs suffirait à provoquer un assèchement de la liquidité de marché. Les intervenants de marché doivent par conséquent faire le nécessaire pour éviter « l'illusion de la liquidité » et prêter une attention toute particulière aux risques de liquidité de marché dans leur gestion du risque.

4 | AMÉLIORER LA TRANSPARENCE DES HEDGE FUNDS

4|1 Renforcer la discipline de marché

Au sein d'une économie, le renforcement de la discipline de marché est une approche naturelle qui permet de maîtriser le risque potentiel d'instabilité financière susceptible de résulter de la défaillance ou du comportement collectif, des *hedge funds*. Cette approche est d'autant plus pertinente que les régimes

de rémunération des *hedge funds* encouragent parfois des prises de risque excessif. À titre d'exemple, l'une des principales caractéristiques des *hedge funds* est la rémunération, fortement liée à la performance, accordée à leurs gérants¹⁶. Les gérants de *hedge funds* ont souvent des éléments d'incitation, dans leur rémunération, pour améliorer les rendements en prenant des risques plus élevés, afin de compenser les périodes de performance moins élevée par exemple¹⁷. Il semble que ces structures aient joué un certain rôle dans le cas d'Amaranth par exemple.

Les imperfections du marché, comme les problèmes d'incitation, de position dominante et d'asymétries d'information, peuvent cependant rendre difficile l'exercice d'une discipline de marché, notamment chez les gérants de *hedge funds*. Une discipline de marché efficace passe par un degré adéquat de transparence. La transparence permet aux intervenants de marché de prendre des décisions plus efficaces car elle améliore la qualité de l'information et atténue les incertitudes.

S'agissant des *hedge funds*, la recherche d'une meilleure transparence soulève des difficultés spécifiques. En premier lieu il y a à tenir compte du degré élevé de complexité sur lesquels ils s'engagent. Ce problème est aggravé par la rapidité avec laquelle les *hedge funds* peuvent modifier leurs positions à risque. En second lieu, les *hedge funds* justifient leur transparence limitée par leur intérêt, compréhensible, à ne pas révéler leurs stratégies de négociation pour compte propre — qui constitue l'essence de leur *business model* — à d'autres intervenants de marché qui pourraient les répliquer. Les efforts qui seraient à consentir pour améliorer la transparence doivent donc ne pas mettre en cause les effets positifs produits par les *hedge funds*.

Compte tenu des possibles imperfections du marché, on peut néanmoins douter que d'un point de vue macroprudentiel, le processus exclusivement induit par le marché, qui caractérise ces dernières années, ait donné des résultats suffisants en matière de transparence des *hedge funds*.

15 Les relations entre les banques et les compagnies d'assurance et les *hedge funds* peuvent comporter des risques. Néanmoins, les investissements dans les *hedge funds* en Allemagne doivent être envisagés positivement sous l'angle de la diversification des portefeuilles.

16 Dans le cas des *hedge funds*, une commission de gestion fixe de 1 à 2 % des encours et une commission de performance de 20 % sont couramment appliquées à l'échelle mondiale.

17 Les « high watermarks » sont devenus au sein du secteur des *hedge funds* l'un des instruments qui neutralisent partiellement ce système de rémunération asymétrique. Dans le cadre de ce dispositif, les commissions liées à la performance sont payables uniquement lorsque la performance cumulée est supérieure aux pertes passées. Citons comme autre dispositif l'investissement financier personnel du gérant dans le fonds qu'il gère.

4|2 Prime brokers

La discipline de marché respectée par les contreparties — les *prime brokers* avant tout — est d'une importance décisive s'agissant de l'approche indirecte actuellement adoptée pour contenir les risques systémiques potentiellement créés par les *hedge funds*. Les *prime brokers* offrent plusieurs services aux *hedge funds*. Parmi les principales fonctions figurent notamment le financement (garanti) des expositions des *hedge funds* et l'exécution d'opérations sur produits dérivés négociés de gré à gré, partiellement grâce à l'interposition des *prime brokers* entre les opérations des *hedge funds* et les tiers¹⁸.

Par conséquent, sauvegarder une gestion adéquate du risque chez les *prime brokers* reste un objectif fondamental. C'est la raison pour laquelle il convient de soutenir les recommandations de juillet 2005 du Counterparty Risk Management Policy Group II (Groupe Corrigan), mis en place à l'initiative du secteur privé. Ces recommandations sont axées sur les domaines de la gestion et du contrôle du risque et contiennent des propositions sur la publication d'informations aux contreparties. Il convient de mentionner ici que les conditions attachés au crédit, notamment les exigences de garantie et de marge applicables aux expositions au risque (risques de crédit et de contrepartie dans le cas des produits dérivés de gré à gré), doivent être adaptées aux profils de transparence et de risque de la contrepartie.

Les préoccupations à cet égard résultent essentiellement de deux facteurs. En premier lieu, certains craignent que la pression causée par la concurrence féroce que se livrent les *prime brokers* pour décrocher des mandats de *prime brokerage* lucratifs ait pu se traduire par une dégradation des normes de crédit¹⁹. En second lieu, il n'est pas absolument certain que les *prime brokers* tiennent dûment compte des scénarios de tension potentielle dans la fixation de leurs exigences de marge²⁰. Les leçons de la crise de LTCM en 1998 nous apprennent qu'en cas de tension sur les marchés, une forte hausse des appels de marge à court terme peut aggraver la tension potentielle se rapportant aux engagements sur les *hedge funds*, mais aussi, et pour une partie non négligeable, aux positions prises pour compte propre. En outre, pour les *prime brokers*, les

concentrations de risque peuvent également provenir d'expositions corrélées à différents *hedge funds*, et pour une partie non négligeable de la négociation pour compte propre. Ce constat souligne que les *prime brokers* doivent disposer d'informations correctes sur les principaux risques pris par leurs contreparties qui sont des *hedge funds*.

Dans cette mesure, il est indubitablement de l'intérêt des intervenants de marché de renforcer la fonction de gestion du risque. En outre, les autorités de tutelle doivent contrôler la mise en place des recommandations du Groupe Corrigan au sein des institutions financières relevant de leur compétence. Pourtant, il n'est pas possible de dissiper tous les doutes sur la prise en compte correcte des risques cités. À cet égard, il serait souhaitable que le Groupe Corrigan publie un rapport sur l'état d'avancement dans un futur proche. Par ailleurs, les ministres des Finances et gouverneurs des banques centrales des pays du G 7 ont inscrit les *hedge funds* à leur ordre du jour et ont demandé au Forum de Stabilité financière de mettre à jour son rapport de l'an 2000 sur les institutions à fort effet de levier.

4|3 Investisseurs

Les investisseurs exercent une influence sur la discipline des *hedge funds*. Fondamentalement, ils devraient être en position de comparer les informations pertinentes sur le profil rendement-risque de leurs placements dans les *hedge funds* avec celles d'acteurs concurrents et d'autres actifs de placement de façon à pouvoir prendre les décisions appropriées. À cet égard, on peut supposer que la participation croissante des investisseurs institutionnels exerce une influence positive sur la qualité de la gestion du risque au sein du secteur des *hedge funds*. Selon certaines estimations, les fonds de pension, les fondations et les compagnies d'assurance avaient réalisé plus de 40 % de la totalité des investissements dans les *hedge funds* en 2006 (contre environ 11 % en 2002), et ce chiffre devrait continuer à progresser au cours des prochaines années²¹. Les précautions que prennent de façon approfondie ces investisseurs institutionnels (« *due diligence* ») sont susceptibles d'améliorer la qualité de la gestion du risque des

18 Cette activité est baptisée *courtage de gré à gré de produits dérivés*.

19 C'est la raison pour laquelle plusieurs autorités de tutelle ont lancé l'an dernier une enquête sous la direction de la Federal Reserve Bank of New York.

20 Le calcul de la marge repose notamment sur l'exposition potentielle future des contrats de produits dérivés négociés de gré à gré.

21 Cf. Bank of New York (2006) : "Institutional demand for hedge funds 2 – A global perspective".

*hedge funds*²². Resterait néanmoins à encourager la généralisation de ces pratiques de surveillance attentive des risques puisque, d'après une récente étude (portant toutefois sur un échantillon réduit), un nombre significatif de *hedge funds* ne semblent toujours pas avoir un bon suivi de la gestion de leur risque conforme aux standards de la profession²³. La valorisation des actifs illiquides soulève également des questions essentielles²⁴.

La participation des investisseurs institutionnels devrait aussi inciter les *hedge funds* à améliorer leur publication d'informations²⁵. Actuellement, les pratiques en matière d'information au sein du secteur des *hedge funds* semblent disparates en termes de qualité et, dans certains cas, dépendent du positionnement de marché du *hedge fund* ou de l'investisseur. Afin de garantir une discipline de marché efficace, il est essentiel que des informations adéquates soient publiées sur le risque²⁶. Or, les recommandations des associations du secteur des *hedge funds* sur la publication d'informations aux investisseurs, qui sont intégrées aux « Bonnes pratiques » du secteur²⁷, peuvent difficilement être qualifiées de « meilleures pratiques ».

C'est pourquoi le secteur des *hedge funds* doit s'efforcer de définir des bonnes pratiques plus rigoureuses en matière d'information et les ériger au rang de normes du secteur. Ces normes d'information couvriraient tous les aspects essentiels sous une forme agrégée, de sorte que les investisseurs puissent évaluer la situation financière et le profil de risque du *hedge fund* concerné (grâce notamment à des informations adéquates sur le risque, à l'image de l'exposition aux risques de marché — sur la base de chiffres de *value at risk* et de simulations de crise adéquates — de crédit et de liquidité et aux concentrations de risque). Les premières recommandations internationales sur l'amélioration de l'information, émises par le Groupe Fisher II²⁸, peuvent d'ailleurs servir de référence. De tels efforts gagneraient en crédibilité si les bonnes

pratiques étaient intégrées à un code de déontologie réalisé spontanément à l'initiative du secteur des *hedge funds*.

4|4 Autorités publiques

Il semble également important de traiter la question de la transparence du secteur des *hedge funds* vis-à-vis des autorités publiques pour savoir dans quelle mesure on pourrait l'améliorer. L'une des questions à traiter ici est celle de la complexité accrue du système financier et du transfert croissant du risque vers des zones non réglementées car elle constitue un défi majeur pour les autorités dans leur appréciation des risques systémiques potentiels.

Dans ce contexte, également, les institutions financières réglementées demeurent le principal point de départ. Un contrôle approfondi de la relation entre les institutions financières réglementées, notamment les *prime brokers*, et leurs contreparties qui sont des *hedge funds* devrait fournir aux autorités de tutelle des informations sur les expositions significatives au risque, qui représentent une source importante de risques systémiques potentiels. Néanmoins, une supervision de ce type ne peut offrir davantage qu'un aperçu sommaire du secteur des *hedge funds*, surtout si des *hedge funds* envisagés isolément entretiennent des relations financières avec plusieurs institutions financières de différents pays. Vu sous cet angle, il serait intéressant de savoir si la coopération entre les autorités de tutelle à l'échelle mondiale pourrait se traduire par une amélioration globale de la transparence des grandes expositions des institutions financières réglementées aux *hedge funds*. La collaboration actuelle entre plusieurs banques centrales, qui porte sur l'échange d'informations sur les expositions des emprunteurs communs aux établissements de crédit, devrait être considérée comme un exemple en la matière²⁹. À l'inverse, les

22 Cf. Deloitte (2007) : "Precautions that pay off".

23 Cf. Deloitte, loc cit. Pour certains gérants de *hedge funds*, il semble que « la sophistication de leur gestion du risque ne soit pas suffisamment en adéquation avec la complexité de leurs stratégies et de leurs investissements ».

24 Cf. FSA (2006) : "Hedge funds : a discussion of risk and regulatory engagement" – Feedback on DP05/4.

25 D'après une étude réalisée aux États-Unis, 29 % des fondations ont indiqué que le manque de transparence était un obstacle aux investissements dans les *hedge funds*, cf. Greenwich Associates (2005) : "Hedge fund market trends".

26 Il est par exemple indiqué dans l'étude Deloitte susmentionnée qu'environ 60 % seulement des *hedge funds* interrogés sont disposés à partager par écrit leur politique de gestion du risque avec leurs investisseurs, et que les principes « manquent souvent de profondeur et de détail ».

27 Cf. Bonnes pratiques de la Managed Fund Association et de l'Alternative Investment Management Association

28 Cf. le rapport du Multidisciplinary Working Group on Enhanced Disclosure (Fisher II Group), 26 avril 2001

29 Cf. Protocole d'accord sur l'échange d'informations entre les fichiers bancaires nationaux dans le but de diffuser ces informations aux institutions daté du 20 février 2003 ; la loi de référence en Allemagne est la section 14 du Banking Act, qui prévoit la collecte de données sur l'exposition au crédit. Elle prévoit une exigence générale de publication des expositions supérieures à 1,5 million d'euros (dont les expositions syndiquées).

propositions plus larges en faveur d'un registre des positions des *hedge funds* se heurtent à des oppositions politiques et posent des problèmes pratiques.

5 | PERSPECTIVES

De nombreux observateurs s'attendent à ce que l'industrie des *hedge funds* continue de croître à un rythme rapide au cours des prochaines années³⁰. Cependant, il convient de noter que la phase actuelle d'expansion intervient dans un contexte macroéconomique et financier favorable. Dans un environnement plus défavorable, l'industrie des *hedge funds* pourrait faire face à une pression accrue d'ajustement et de consolidation.

Compte tenu de la raréfaction des opportunités génératrices de revenus et de la concurrence accrue de la part des autres intervenants de marché, les *hedge funds* essaient de se procurer un avantage concurrentiel en affinant leurs stratégies — en investissant dans des instruments moins liquides, en ayant davantage recours à l'endettement ou en exploitant de nouveaux marchés géographiques — et en trouvant de nouvelles manières de lever des capitaux. S'agissant du débat sur la transparence, deux évolutions présentent une importance toute particulière. Au cours des derniers mois, les *hedge funds* et leurs gérants se sont de plus en plus tournés directement vers les marchés des actions et les marchés d'obligations pour se procurer du capital. Jusqu'ici cependant, ce choix s'est limité à un nombre réduit de grands *hedge funds*. Le recours aux marchés de capitaux modifie les structures du financement des *hedge funds* et leur permet de continuer à développer leurs stratégies d'investissement. Au vu des obligations minimum d'informations relatives aux introductions en bourse,

ces nouveaux développements pourraient, à moyen terme, inciter l'ensemble du secteur des *hedge funds* à offrir une plus grande transparence.

Deuxièmement, les investisseurs particuliers sont susceptibles d'investir davantage, de manière essentiellement indirecte, dans les *hedge funds*. De nombreux pays offrent à cette catégorie de clients des opportunités d'investissement dans les fonds de *hedge funds*³¹. Ces clients détiennent également une part indirecte croissante dans les *hedge funds* via les fonds de pension et autres investisseurs institutionnels. C'est la raison pour laquelle, dans de nombreux pays, la question de la protection des investisseurs est susceptible d'entrer dans le débat sur la transparence.

Dans les discussions actuellement menées sur le secteur des *hedge funds*, les autorités publiques doivent être guidées par l'objectif de ne pas entraver le processus de transformation dynamique du système financier et l'innovation qui lui est associée, afin que la concurrence joue pleinement son rôle positif. En revanche, un cadre adapté doit être mis en place afin de garantir une discipline de marché adéquate au sein du secteur des *hedge funds* grâce au degré nécessaire de transparence. L'un des objectifs clés des banques centrales est actuellement de mener et soutenir des actions visant à éviter une phase possible d'ajustement et de consolidation au sein du secteur des *hedge funds*, qui se conclurait par un épisode d'instabilité financière. Finalement, les banques centrales continueront de suivre et analyser de manière approfondie l'impact des *hedge funds* sur l'évolution future des systèmes financiers et leurs implications sur les canaux de transmission de la politique monétaire. C'est seulement de cette façon qu'il sera possible de garantir à long terme l'efficacité des marchés financiers et d'une politique monétaire qui vise la stabilité.

30 La Bank of New York estime que le volume des actifs gérés par le secteur des *hedge funds* pourrait atteindre environ 2 000 milliards de dollars en 2009, voir Bank of New York (2006) : "Institutional demand for hedge funds 2 – A global perspective".

31 En Allemagne, de nombreux certificats d'investissement, dont la performance dépend du rendement des indices des *hedge funds*, sont également émis.

BIBLIOGRAPHIE

Abernathy (J.D.) et Weisman (A.B.) (2002)

"The dangers of historical hedge fund data", *Working Paper*, Stonebrook Structured Products LLC

Ackermann (C.), McEnally (R.) et Ravenscraft (D.) (1999)

"The performance of hedge funds: risk, return, and incentives", *Journal of Finance*, 54 (3), p. 833-874

Ackermann (C.) et Ravenscraft (D.) (1998)

"The impact of regulatory restrictions on fund performance: a comparative study of hedge funds and mutual funds", *University of North Carolina Dissertation*

Agarwal (V.), Daniel (N.D.) et Naik (N.Y.) (2004)

"Flows, performance, and managerial incentives in hedge fund industry", *EFA Annual Conference Paper*, 501

Agarwal (V.), Daniel (N.D.) et Naik (N.Y.) (2005)

"Why is Santa so kind to hedge funds? The December return puzzle!", *SSRN Working Paper*

Agarwal (V.) et Naik (N.Y.) (2000a)

"On taking the alternative route: risks, reward, style and performance persistence of hedge funds", *Journal of Alternative Investments*, 2, p. 6-23

Agarwal (V.) et Naik (N.Y.) (2000b)

"Multi-period performance persistence analysis of hedge funds", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 35 (3), p. 327-342

Agarwal (V.) et Naik (N.Y.) (2000c)

"Generalised style analysis of hedge funds", *Journal of Asset Management*, 1 (1), p. 93-109

Agarwal (V.) et Naik (N.Y.) (2000d)

"Performance evaluation of hedge funds with option-based and buy-and-hold strategies", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, septembre, p. 1-52

Agarwal (V.) et Naik (N.Y.) (2004)

"Risks and portfolio decisions involving hedge funds", *Review of Financial Studies*, 17 (1), p. 63-98

Alexander (C.) et Dimitriu (A.) (2004)

"The art of investing in hedge funds: fund selection and optimal allocations", *EFMA 2004 Basel Meetings Paper*, janvier

Alexander (C.), Giblin (J.) et Weddington III (W.) (2001)

"Co-integration and asset allocation: a new active hedge fund strategy", *Working Paper*, ISMA center

Al-Sharkas (A.A.) (2005)

"The return in hedge-fund strategies", *International Journal of Business*, 10 (3), p. 217-231

Alternative Asset Center (2005)

Directory of Fund of Hedge Funds, Fifth annual edition

Alternative Investment Manager Association (2002)

"Guide to sound practices for European hedge fund managers", août

Amenc (N.), Bonnet (S.), Henry (G.), Martellini (L.) et Weytens (A.) (2004)

La gestion alternative, *Economica*

Amenc (N.), Curtis (S.) et Martellini (L.) (2002)

"The alpha and omega of hedge fund performance measurement", *Working Paper*, EDHEC-MISYS Risk and Asset Management Research Center

Amenc (N.), El Bied (S.) et Martellini (L.) (2003)

"Evidence of predictability in hedge fund returns and multi-style multi-class tactical style allocation decisions", *Financial Analysts Journal*, 59 (5), p. 32-46

Amenc (N.), Gehin (W.), Giraud (J.), Martellini (L.) et Vaissié (M.) (2005)

EDHEC European Alternative Diversification Practices Survey, décembre

Amenc (N.) et Martellini (L.) (2001)

"The brave new world of hedge fund indexes", *Working Paper*, EDHEC-MISYS Risk and Asset Management Research Center

Amenc (N.) et Martellini (L.) (2002)

“Portfolio optimization and hedge fund style allocation decisions”, *Journal of Alternative Investments*, 5 (2), p. 7-20

Amenc (N.) et Martellini (L.) (2003)

“Desperately seeking pure style indices”, *Working Paper*, EDHEC-MISYS Risk and Asset Management Research Center

Amenc (N.), Martellini (L.) et Sfeir (D.) (2002)

“An integrated framework for style analysis and performance measurement”, EDHEC-MISYS Risk and Asset Management Research Center

Amenc (N.), Martellini (L.) et Vaissié (M.) (2002)

“Benefits and risks of alternative investment strategies”, EDHEC-MISYS Risk and Asset Management Research Center

Amenc (N.), Martellini (L.) et Vaissié (M.) (2003a)

“EDHEC alternative indexes”, *Working Paper*, EDHEC-MISYS Risk and Asset Management Research Center

Amenc (N.), Martellini (L.) et Vaissié (M.) (2003b)

“Indexing hedge fund indexes”, *Working Paper*, EDHEC-MISYS Risk and Asset Management Research Center

Amin (G.) et Kat (H.) (2001)

“Welcome to the dark side: hedge fund attrition and survivorship bias over the period 1994-2001”, *Working Paper*, ISMA Centre

Amin (G.) et Kat (H.) (2002)

“Portfolios of hedge funds”, *Working Paper*, ISMA Centre

Amin (G.) et Kat (H.) (2003a)

“Hedge funds performance 1990-2000: do the ‘money machines’ really add value?”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38, p. 251-274

Amin (G.) et Kat (H.) (2003b)

“Stocks, bonds, and hedge funds, not a free lunch”, *Journal of Portfolio Management*, été

Anjilvel (S.), Bourdreau (B.), Bradford (J.), Peskin (M.) et Urias (M.) (2001)

“Hedge funds strategy and portfolio insights”, Morgan Stanley Quantitative Strategies Research

Anson (M.) (2001)

“Hedge fund incentive fees and the free option”, *Journal of Alternative Investments*, 4 (2), p. 43-48

Anson (M.) (2002)

“Funds of funds versus individual hedge funds”, in *A guide to fund of hedge funds management and investment*, Capital Market Risk Advisors (ed.) and AIMA Research, octobre, p. 10-15

Aragon (G.) (2007)

“Share restriction and asset pricing: evidence from the hedge fund industry”, *Journal of Financial Economics*, 83, p. 33-58

Asness (C.) (2004a)

“An alternative future: part II”, *Journal of Portfolio Management*, automne, p. 8-23

Asness (C.) (2004b)

“Alpha, Beta, Schmalpha”, The 2004 IAFE Annual Conference, 3 juin

Asness (C.), Krail (R.) et Liew (J.) (2001)

“Do hedge funds hedge?”, *Journal of Portfolio Management*, 28(1), p. 6-19

Atiyah (S.) et Walters (A.) (2004)

“Hedge funds – An overview”, *Butterworths Journal of International Banking and Financial Law*, mai, p. 173-177

Autorité des Marchés Financiers (2006)

« Impact de l'innovation sur l'offre de gestion d'actifs en Europe », *Revue mensuelle*, n° 25, mai, p. 57-79

Avery (H.) (2005)

“Hedge funds register scorn at SEC ruling”, *Euromoney*, mars, p. 36-39

Azman-Saini (W.N.W.) (2006)

“Hedge funds, exchange rates and causality: evidence from Thailand and Malaysia”, *MPRA Paper*, 716

Bacmann (J.F.) et Scholz (S.) (2003)

“Alternative performance measurement for hedge funds”, *AIMA Journal*

Baquero (G.), ter Horst (J.R.) et Verbeek (M.) (2002)

“Survival, look-ahead bias and the persistence in hedge fund performance”, *ERIM Report Series*, 2002-104

Baquero (G.) et Verbeek (M.) (2006)

“Do sophisticated investors believe in the law of small numbers?”, *ERIM Report Series*, 2006-033

Barès (P.-A.), Gibson (R.) et Gyger (S.) (2001)

“Style consistency and survival probability in the hedge funds’ industry”, *Working Paper*, Swiss Federal Institute of Technology Lausanne, EPFL and University of Zurich, février

Barry (R.) (2002)

“Hedge funds: a walk through the graveyard”, *Working Paper*, Macquarie Applied Finance Centre

Basel committee on Banking Supervision (1996)

“Amendment to the capital accord to incorporate market risks”, *Working Paper*, Bank for International Settlements, janvier

Basel Committee on Banking Supervision (2004)

“International convergence of capital measurement and capital standards: a revised framework”, Bank for International Settlements, *Basel Committee Publications*, n° 107

Becker (Th.R.) (2003)

“Exploring the mathematical basis of returns-based style analysis”, in T.D. Coggin and F.J. Fabozzi (eds), *Handbook of Equity Style Management*, third edition, John Wiley & Sons

Bernanke (B.S.) (2006)

“Hedge funds and systemic risk”, Remarks at the Federal Reserve Bank of Atlanta’s 2006 Financial Markets Conference, Sea Island, Georgia, 16 mai

Billingsley (R.) et Chance (D.) (1996)

“Benefits and limitations of diversification among commodity trading advisors”, *Journal of Portfolio Management*, 23, p. 65-80

Bollen (N.P.B.) et Busse (J.A.) (2001)

“On the timing ability of mutual fund managers”, *Journal of Finance*, 56, p. 1075-1094

Boyson (N.M.), Stahel (C.W.) et Stulz (R.M.) (2006)

“Is there hedge fund contagion?”, *NBER Working Paper*, 12090

Brealey (R.A.) et Kaplanis (E.) (2000)

“Changes in the factor exposures of hedge funds”, Institute of Finance and Accounting (IFA), *Working Paper*, n° 320, London Business School

Brealey (R.A.) et Kaplanis (E.) (2001)

“Hedge funds and financial stability: an analysis of their factor exposures”, *International Finance*, 4 (2), p. 161-187

Brittain (B.) et Lyster Watson & Co. (2001)

“Hedge funds and the institutional investor”, *Journal of International Financial Management & Accounting*, 12 (2), p. 225-234

Brooks (C.) et Kat (H.) (2001)

“The statistical properties of hedge fund index returns and their implications for investors”, *Working Paper*, n° 0004, The University of Reading, ISMA Centre

Brophy (D.J.), Ouimet (P.P.) et Sialm (C.) (2004)

“PIPE dreams? The performance of companies issuing equity privately”, *NBER Working Paper*, 11011

Brosen (B.W.) et Harri (A.) (2004)

“Performance persistence and the source of returns for hedge funds”, *Applied Financial Economics*, 14 (2), p. 131-141

Brown (S.J.) et Goetzmann (W.N.) (1995)

“Performance persistence”, *Journal of Finance*, 50, p. 679-698

Brown (S.J.) et Goetzmann (W.N.) (2003)

“Hedge funds with style”, Yale International Center for Finance, *Journal of Portfolio Management*, hiver, p. 101-112

Brown (S.J.), Goetzmann (W.N.) et Ibbotson (R.G.) (1999)

“Offshore hedge funds: survival and performance, 1989-1995”, *Journal of Business*, 72, p. 91-117

Brown (S.J.), Goetzmann (W.N.) et Liang (B.) (2003)

"Fees on fees in funds of funds", *NBER Working Paper*, 9464

Brown (S.J.), Goetzmann (W.N.) et Park (J.M.) (1998)

"Hedge funds and the Asian crisis of 1997", *Working Paper*, New York University

Brown (S.J.), Goetzmann (W.N.) et Park (J.M.) (2001)

"Careers and survival: competition and risk in the hedge fund and CTA industry", *Journal of Finance*, 53 (5), p. 1869-1886

Brunnermeier (M.K.) et Nagel (S.) (2004)

"Hedge funds and the technology bubble", *Journal of Finance*, 59 (5), p. 2013-2040

Capocci, D. (2001)

"An analysis of hedge fund performance", *Working Paper*, n° 0109, University of Liege

Capocci (D.) (2006)

"Comparative analysis of hedge fund returns", *Working Paper*, EDHEC-MISYS Risk and Asset Management Research Center

Capocci (D.), Corhay (A.) et Hübner (G.) (2003)

"Hedge fund performance and persistence in bull and bear markets", *Working Paper*

Capocci (D.) et Hübner (G.) (2004)

"An analysis of hedge fund performance", *Journal of Empirical Finance*, 11, p. 55-89

Capocci (D.) et Mahieu (R.) (2003)

« Les fonds alternatifs sont-ils réellement décorrelés des produits d'investissement classiques ? », *Brussels Economic Review/Cahiers économiques de Bruxelles*, 46 (2), p. 83-110

Carhart (M.M.) (1997)

"On persistence in mutual fund performance", *Journal of Finance*, 52, p. 57-82

Carhart (M.M.), Carpenter (J.N.), Lynch (A.W.) et Musto (D.K.) (2002)

"Mutual fund survivorship", *The Review of Financial Studies*, 15, p. 1439-1463

Carpenter (J.N.) et Lynch (A.W.) (1999)

"Survivor bias and attrition in measures of performance persistence", *Journal of Financial Economics*, 54, p. 337-374

Casey, Quirk & Associates (2006)

"Institutional demand for hedge funds 2", *The Bank of New York White Paper*, 54, octobre

Cerrahoglu (B.), Daglioglu (A.) et Gupta (B.) (2003)

"Hedge fund strategy performance: using conditional approaches", *Working Paper*, Center for International Securities and Derivatives Markets

Chan (L.K.C.), Chen (H.-L.) et Lakonishok (J.) (1999)

"On mutual fund investment styles", *NBER Working Paper*, 7215

Chan (N.), Getmansky (M.), Haas (S.M.) et Lo (A.W.) (2005)

"Systemic risk and hedge funds", *NBER Working Paper*, 11200

Chande (T.) (1999)

"Controlling risk and managing investor expectations by modeling the dynamics of losses in hedge funds and alternative strategies", *Derivatives Quarterly*, 5 (3), p. 52-58

Chen (P.), Feldmann (B.) et Goda (C.) (2002)

"Portfolios with hedge funds and other alternative investments: introduction to a work in progress", *Ibbotson Associates Working Paper*, juillet

Chen (K.) et Passow (A.) (2003)

"Quantitative selection of long-short hedge funds", *Financial Letters*, 1 (4)

Christiansen (C.B.), Madsen (P.B.) et Christiansen (M.) (2004)

"A quantitative analysis of hedge fund style and performance", in *Intelligent Hedge Fund Investing*, B. Schachter (ed.), Risk Books

Chung (S.Y.) (2000)

"The risks and rewards of investing in commodity-based indices", *Journal of Alternative Investments*, été, p. 32-44

Clark (A.K.) (2005)

"Hedge funds: have you missed the boat", *Perspectives, Goldman Sachs Management*, novembre

Committee on the Global Financial System (1999)

"A review of financial market events in autumn 1998", Bank for International Settlements, *CGFS Publications*, n° 12

Crapple (G.) (1999)

"Are all alternative assets hedge funds?", *Journal of Alternative Investments*, printemps, p. 79-84

Cvitanic (J.), Lazrak (A.), Martellini (L.) et Zapatero (F.) (2003)

"Optimal allocation to hedge funds: an empirical analysis", *Quantitative Finance*, 3 (février), p. 28-39

Daniel (K.), Grinblatt (M.), Titman (S.) et Wermers (R.) (1997)

"Measuring mutual fund performance with characteristic-based benchmarks", *Journal of Finance*, 52, p. 1035-1058

Daniëlsson (J.), Taylor (A.) et Zigrand (J-P.) (2005)

"Highwaymen or heroes: should hedge funds be regulated?", *Working Paper*, London School of Economics Financial Markets Group

De Roon (F.A.), Nijman (Th.E.) et ter Horst (J.R.) (2003)

"Evaluating style analysis", *CEPR Discussion Paper*, n° 0064

De Souza (C.) et Gokcan (S.) (2004)

"Hedge fund investing : a quantitative approach to hedge funds manager selection and de-selection", *The Journal of Wealth Management*, printemps, p. 52-73

Deutsche Bank (2007)

"2006 alternative investment survey", janvier

Di Bartolomeo (D.) et Witkowski (E.) (1997)

"Mutual fund misclassification: evidence based on style analysis", *Financial Analysts Journal*, 53, p. 32-43

Diz (F.) (1999)

"CTA survivor and nonsurvivor: an analysis of relative performance", *Journal of Alternative Investments*, été, p. 57-71

EDHEC – Risk Management Research (2007)

"Hedge fund performance in 2006: a vintage year for hedge funds", mars

Edwards (F.R.) (1999a)

"Do hedge funds have a future?", *Journal of Alternative Investments*, 2 (2), p. 63-68

Edwards (F.R.) (1999b)

"Hedge funds and the collapse of long-term capital management", *Journal of Economic Perspectives*, 13 (2), p. 189-210

Edwards (F.R.) et Caglayan (M.O.) (2001a)

"Hedge fund and commodity fund investments in bull and bear markets", *Journal of Portfolio Management*, été, p. 97-108

Edwards (F.R.) et Caglayan (M.O.) (2001b)

"Hedge fund performance and manager skill", *Working Paper*, Columbia University

Edwards (F.R.) et Liew (J.) (1999)

"Hedge funds versus managed futures as asset classes", *Journal of Derivatives*, été, p. 45-64

Eichengreen (B.) (1999)

"The regulator's dilemma: hedge funds in the international financial architecture", *International Finance*, 2 (3), p. 411-440

Eichengreen (B.) et Mathieson (D.) (1999)

"Hedge funds: what do we really know?", *IMF Economic Issues*, n° 19

Eichengreen (B.), Mathieson (D.), Chadha (B.), Jensen (A.), Kodres (L.) et Sharma (S.) (1998)

"Hedge funds and financial market dynamics", *IMF Occasional Paper*, n° 166

Elton (E.J.), Gruber (M.J.) et Blake (C.) (1996)

"The persistence of risk-adjusted mutual fund performance", *Journal of Business*, 69 (2), p. 133-157

Euromoney (2005)

The Euromoney Hedge Funds & Alternative Investments Handbook 2006, octobre

European Commission (2005)

“Green paper on the enhancement of the EU framework for investment funds”, COM(2005) 314

European Parliament (2004)

“Resolution on the future of hedge funds and derivatives”, janvier

Favre (L.) et Galeano (J.A.) (2000)

“Portfolio allocation with hedge funds: case study of a Swiss institutional investor”, *SSRN Working Paper*

Favre (L.) et Galeano (J.A.) (2002a)

“An analysis of hedge fund performance using loess fit regression”, *Journal of Alternative Investments*, printemps, p. 8-24

Favre (L.) et Galeano (J.A.) (2002b)

“Mean-modified value at risk optimization with hedge funds”, *Journal of Alternative Investments*, 5 (2), p. 21-25

Favre (L.) et Rinaldo (A.) (2003)

“How to price hedge funds: from two- to four-moment CAPM”, *Working Paper*, EDHEC-MISYS Risk and Asset Management Research Center

Favre (L.) et Signer (A.) (2002)

“The difficulties of measuring the benefits of hedge funds”, *Journal of Alternative Investments*, 5 (1), p. 31-41

Ferson (W.E.) et Khang (K.) (2001)

“Conditional performance measurement using portfolio weights: evidence for pension funds”, *Journal of Financial Economics*, 65, p. 249-282

Ferson (W.E.) et Schadt (R.W.) (1996)

“Measuring fund strategy and performance in changing economic conditions”, *Journal of Finance*, 51, p. 425-462

Ferson (W.E.) et Warther (V.A.) (1996)

“Evaluating fund performance in a dynamic market”, *Financial Analysts Journal*, 52, p. 20-28

Financial Markets Group (LSE) (2006)

“Hedge funds and financial stability : explaining the debate at the Financial Stability Forum”, London School of Economics

Financial Stability Forum (2000)

“Report of the working group on highly leveraged institutions”, avril

Financial Stability Forum (2002)

“Recommendations and concerns raised by highly leveraged institutions: an assessment”, mars

Fitch Ratings (2005)

“Hedge funds: an emerging force in the global credit markets”, juillet

Fransolet (L.) et (J.) Loeys (2004)

“Have hedge funds eroded market opportunities?”, *Market Strategy*, J.P. Morgan Securities Ltd., octobre

Fung (H.G.), Xu (X.E.) et Yau (J.) (2004)

“Do hedge fund managers display skill?”, *Journal of Alternative Investments*, printemps, p. 22-31

Fung (W.) et Hsieh (D.A.) (1996)

“Performance attribution and style analysis: from mutual funds to hedge funds”, *Working Paper*, n° 9609, Duke University

Fung (W.) et Hsieh (D.A.) (1997a)

“Empirical characteristics of dynamic trading strategies: the case of hedge funds”, *Review of Financial Studies*, 10 (2), p. 275-302

Fung (W.) et Hsieh (D.A.) (1997b)

“Survivorship bias and investment style in the returns of CTAs”, *Journal of Portfolio Management*, 24 (1), p. 30-41

Fung (W.) et Hsieh (D.A.) (1998)

“Pricing trend following trading strategies: theory and empirical evidence”, *Final Report to The Foundation For Managed Derivatives Research*, septembre

Fung (W.) et Hsieh (D.A.) (1999)

“A primer on hedge funds”, *Journal of Empirical Finance*, 6 (3), p. 309-331

Fung (W.) et Hsieh (D.A.) (2000a)

“Measuring the market impact of hedge funds”, *Journal of Empirical Finance*, 7 (1), p. 1-36

Fung (W.) et Hsieh (D.A.) (2000b)

“Performance characteristics of hedge funds and CTA funds: natural versus spurious biases”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 35 (3), p. 291-307

Fung (W.) et Hsieh (D.A.) (2001a)

“Asset-based hedge fund styles and portfolio diversification”, *Working Paper*, Fuqua School of Business, Duke University

Fung (W.) et Hsieh (D.A.) (2001b)

“The risk in hedge fund strategies: theory and evidence from trend followers”, *Review of Financial Studies*, 14 (2), p. 313-341

Fung (W.) et Hsieh (D.A.) (2002a)

“Hedge fund benchmarks: information content and biases”, *Financial Analysts Journal*, 58 (1), p. 22-34

Fung (W.) et Hsieh (D.A.) (2002b)

“Risk in fixed-income hedge fund styles”, *Journal of Fixed Income*, 12, p. 6-27

Fung (W.) et Hsieh (D.A.) (2004)

“Extracting portable alpha from equity long/short hedge funds”, *Journal of Investment Management*, 2 (4), p. 1-19

Fung (W.), Hsieh (D.A.), Naik (N.Y.) et Ramadorai (T.) (2005)

“Lessons from a decade of hedge fund performance: is the party over or the beginning of a new paradigm?”, working paper for presentation at the BSI Gamma Foundation, Hedge Fund Conference, 9 juin, 2005

Fung (W.), Hsieh (D.A.), Naik (N.Y.) et Ramadorai (T.) (2006)

“Hedge funds: performance, risk, and capital formation”, *AFA 2007 Chicago Meeting Paper*

Furfine (C.) (2002)

“The costs and benefits of moral suasion: evidence from the rescue of long-term capital management”, *Federal Reserve Bank of Chicago Working Paper* 2002-11

Garbaravičius (T.) et Dierick (F.) (2005)

“Hedge funds and their implications for financial stability”, European Central Bank, *Occasional Paper Series*, n° 34

Géhin (W.) (2004)

“A survey of the literature on hedge fund performance”, *Working Paper*, EDHEC-MISYS Risk and Asset Management Research Center

Géhin (W.) (2006)

“Hedge fund returns: an overview of return-based and asset-based style factors”, *Working Paper*, EDHEC-MISYS Risk and Asset Management Research Center

Geithner (T.F.) (2004)

“Hedge funds and their implications for the financial system”, keynote address at the National Conference on the Securities Industry, New York City, 17 novembre

Getmansky (M.) (2005)

“The life cycle of hedge funds: fund flows, size and performance”, *SSRN Working Paper*

Getmansky (M.), Lo (A.) et Makarov (I.) (2003)

“An econometric model of serial correlation and illiquidity in hedge fund returns”, *MIT Sloan School of Management Working Paper*, 4288-03

Giamouridis (D.) et Ntoula (I.) (2006)

“A comparison of alternative approaches for determining the downside risk of hedge fund strategies”, *Cass Business School Research Paper*

Giamouridis (D.) et Vrontos (I.D.) (2006)

“Hedge fund portfolio construction: a comparison of static and dynamic approaches”, *Journal of Banking and Finance*, 31 (1), p. 199-217

Goetzmann (W.), Ingersoll Jr. (J.) et Ivkovich (Z.) (2000)

“Monthly measurement of daily timers”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 35, p. 257-290

Goetzmann (W.), Ingersoll Jr. (J.) et Welch (I.) (2006)

“Portfolio performance manipulation and manipulation-proof performance measures”, *Yale ICF Working Paper*, n° 02-08

Goldman, Sachs & Co. et Financial Risk Management Ltd. (1998)

“Hedge funds demystified – their potential risk in institutional portfolios”, juillet

Goldman, Sachs & Co. et Financial Risk Management Ltd. (2000)

“Hedge funds revisited”, Pension & Endowment Forum

Gregoriou (G.N.) (2002)

"Hedge fund survival lifetimes", *Journal of Asset Management*, 3 (3), p. 237-252

Gregoriou (G.N.) (2003)

"The mortality of funds of hedge funds", *The Journal of Wealth Management*, été, p. 42-53

Gregoriou (G.N.) et Gueyie (J.P.) (2003)

"Risk-adjusted performance of funds of hedge funds using a modified sharpe ratio", *The Journal of Wealth Management*, hiver, p. 77-83

Gregoriou (G.N.), Hübner (G.), Papageorgiou (N.) et Rouah (F.) (2005a)

"Dominating funds of funds with simple hedge fund strategies", *Working Paper*, EDHEC-MISYS Risk and Asset Management Research Center

Gregoriou (G.N.), Hübner (G.), Papageorgiou (N.) et Rouah (F.) (2005b)

Hedge funds: insights in performance measurement, risk analysis, and portfolio allocation, Wiley Finance

Gregoriou (G.N.), Hübner (G.), Papageorgiou (N.) et Rouah (F.) (2005c)

"Survival of commodity trading advisors: 1990-2003", *Working Paper*, EDHEC-MISYS Risk and Asset Management Research Center

Gregoriou (G.N.), Karavas (V.), Rouah (F.) et Lhabitant (F.S.) (2004)

Commodity Trading Advisors: Risk, Performance Analysis, and Selection, Wiley & Sons, London

Gregoriou (G.N.) et Rouah (F.) (2002)

"Large versus small hedge funds: does size affect performance?", *Journal of Alternative Investments*, hiver, p. 75-77

Gregoriou (G.N.), Sedzro (K.) et Zhu (J.) (2005)

"Hedge fund performance appraisal using data envelopment analysis", *European Journal of Operational Research*, 164 (2), p. 555-571

Gulko (L.) (2003)

"Performance metrics for hedge funds", *Journal of Alternative Investments*, printemps, p. 88-95

Gupta (A.) et Liang (B.) (2005)

"Do hedge funds have enough capital? A value-at-risk approach", *Journal of Financial Economics*, 77, p. 219-253

Haas (F.), Amenc (N.) et Vaissié (M.) (2003)

"Challenges arising from alternative investment management", *Financial Stability Review*, Banque de France, novembre

Hasanhodzic (J.) et Lo (A.) (2006)

"Can hedge-fund returns be replicated? The linear case", *SSRN Working Paper*

Hedge Fund Group (2000)

"Sound practices for hedge fund managers", *Report*, février

Hedge Fund Research (2002)

Hedge Fund Industry Report (www.hedgefundresearch.com)

Hedges (J.R. IV) (2004)

"Size versus performance in the hedge fund industry", *Journal of Financial Transformation*, 10, Capco Institute, p. 14-17

Howell (M.J.) (2001)

"Fund age and performance", *Journal of Alternative Investments*, automne, p. 57-60

Hübner (G.) (2003)

"The generalized Treynor ratio", *Working Paper*, EDHEC-MISYS Risk and Asset Management Research Center

Ibbotson (R.G.) et Chen (P.) (2005)

"Source of hedge fund returns: alphas, betas, costs", *Yale International Center for Finance Working Paper*, n° 05-17

Ineichen (A.) (2001a)

"Are hedge funds the fireflies ahead of the storm?", *Journal of Global Financial Markets*, 2(4), p. 34-46

Ineichen (A.) (2001b)

"The search for alpha continues", *Alternative Investment Strategies*, UBS Warburg, septembre

Ineichen (A.) (2005)

"The critique of pure alpha", *UBS Investment Strategies*, mars

International Financial Services (2004)

"Hedge funds", *City Business Series*, juin, London

International Financial Services (2005)

"Hedge funds", *City Business Series*, avril, London

International Organization of Securities Commissions (1999)

"Hedge funds and other highly leveraged institutions", Report of the Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions, novembre

International Organization of Securities Commissions (2006)

"The regulatory environment for hedge funds. A survey and comparison", Final Report of the Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions, novembre

Jacobs (B.I.) et Levy (K.N.) (1999)

"Alpha transport with derivatives", *Journal of Portfolio Management*, 25 (5), p. 55-60

Jaeger (L.) (2002a)

Managing risk in alternative investment strategies: investing in hedge funds and managed futures, Financial Times/Prentice Hall, New York

Jaeger (L.) (2002b)

"The significance of liquidity and transparency for multi-manager hedge fund portfolios", in Capital Market Risk Advisors (ed.) and AIMA Research, *A Guide to Fund of Hedge Funds Management and Investment*, octobre, p. 44-47

Jaeger (L.) (2005)

"Through the alpha smoke screens: a guide to hedge fund return sources", Euromoney Institutional Investors

Jaeger (R.A.) (2002)

"Diversification and alpha: what to expect", *Canadian investment Review*, printemps, p. 35

Jaffer (S.) (2006)

"Hedge funds: crossing the institutional frontier", Euromoney Books

Jensen (M.C.) (1968)

"The performance of mutual funds in the period 1945-1964", *Journal of Finance*, 23, p. 389-416

Johnson (D.), Macleod (N.) et Thomas (C.) (2002)

"Modeling the return structure of a fund of hedge funds", AIMA Newsletter, avril

Kat (H.) (2002)

"Some facts about hedge funds", *World Economics*, 3 (2)

Kat (H.) (2003)

"10 things that investors should know about hedge funds", *Journal of Wealth Management*, 5 (4), p. 72-81

Kat (H.) (2005)

"Integrating hedge funds into the traditional portfolio", *Journal of Wealth Management*, printemps, p. 51-57

Kat (H.) et Lu (S.) (2002)

"An excursion into the statistical properties of hedge fund returns", *Cass Business School Working Paper*, n° 0016, City University

Kat (H.) et Menexe (F.) (2003)

"Persistence in hedge fund performance: the true value of a track record", *Journal of Alternative Investments*, printemps, p. 66-72

Kat (H.) et Miffre (J.) (2002)

"Performance evaluation and conditioning information: the case of hedge funds", *Working Paper*, University of Reading

Kat (H.) et Palaro (H.P.) (2005)

"Who needs hedge funds?", *Cass Business School Working Paper*, n° 0027, City University

Kazemi (H.) et Schneeweis (Th.) (2003)

"Conditional performance of hedge funds", *Working Paper*, Center for International Securities and Derivatives Markets

Kim (T.H.), Stone (D.) et White (A.) (2000)

"Asymptotic and Bayesian confidence intervals for sharpe style weights", *Discussion Paper*, 2000-27, University of California, San Diego, CA

Kosowski (R.), Naik (N.Y.) et Teo (M.) (2005)

"Is stellar hedge fund performance for real?", *SSRN Working Paper*

Kouwenberg (R.) (2003)

“Do hedge funds add value to a passive portfolio?”, *Journal of Asset Management*, 3, p. 361-382

Kovas (A.) (2004)

“Hedge funds and U.K. regulation”, *Journal of Financial Transformation*, 10, Capco Institute, p. 49-55

Krishnan (H.) et Nelken (I.) (2003)

“A liquidity haircut for hedge funds”, *Risk Magazine*, avril, S18-S21

Kundro (C.) et Feffer (S.) (2004)

“Valuation issues and operational risk in hedge funds”, *Journal of Financial Transformation*, 11, Capco Institute, p. 41-47

Lhabitant (F.S.) (1998)

“On the (ab)use of expected utility approximations for portfolio selection, portfolio performance and risk management”, *Working Paper*, HEC University of Lausanne

Lhabitant (F.S.) (2000)

“Derivatives in portfolio management: why beating the market is easy”, *Derivatives Quarterly*, 7 (2), p. 37-46

Lhabitant (F.S.) (2001)

“Assessing market risk for hedge funds and hedge funds portfolios”, *Journal of Risk Finance*, 2 (4), p. 1-17

Lhabitant (F.S.) (2002a)

“Risk management with style”, *European Investment Review*, 1, p. 65-71

Lhabitant (F.S.) (2002b)

“Hedge Funds: Myths and Limits”, John Wiley & Sons, London

Lhabitant (F.S.) (2003a)

“Evaluating hedge fund investments: the role of Pure style indices”, *Working paper*, EDHEC-MISYS Risk and Asset Management Research Center

Lhabitant (F.S.) (2003b)

« *Investir dans les hedge funds: un regard quantitatif dans la boîte noire* », *Banque & marchés*, 63, p. 40-47

Lhabitant (F.S.) (2004a)

« *Gestion alternative: origine, stratégies, performances* », Dunod

Lhabitant (F.S.) (2004b)

“Hedge funds: a look beyond the sample”, in G.N. Gregoriou and F. Rouah (eds), *Readings in Hedge Funds*

Lhabitant (F.S.) (2004c)

“Hedge funds: quantitative insights”, Wiley & Sons, London

Lhabitant (F.S.) (2006)

« *Les indices de hedge funds doivent-ils être éligibles ou non aux fonds grand public ?* », Autorité des marchés financiers, *Cahiers scientifiques*, n° 2

Lhabitant (F.S.) et Learned (M.) (2003)

“Hedge fund diversification: how much is enough?”, *Journal of Alternative Investments*, 5 (3), p. 23-49

Lhabitant (F.S.) et Learned (M.) (2004)

“Hedge fund diversification: not a free lunch”, in G.N. Gregoriou and E. Rouah (eds), *Readings in Hedge Funds*

Liang (B.) (1999)

“On the performance of hedge funds”, *Financial Analysts Journal*, 55 (4), p. 72-85

Liang (B.) (2000)

“Hedge funds: the living and the dead”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 35 (3), p. 309-326

Liang (B.) (2001)

“Hedge fund performance: 1990-1999”, *Financial Analysts Journal*, janvier/février, p. 11-18

Liang (B.) (2002)

“On the performance of alternative investments: CTAs, hedge funds and funds-of-funds”, *SSRN Working Paper*

Liang (B.) (2003a)

“The accuracy of hedge fund returns”, *Journal of Portfolio Management*, printemps, p. 111-122

Liang (B.) (2003b)

“On the performance of alternative investments: CTAs, hedge funds, and funds-of-funds”, *CWRU Working Paper*

Lo (A.M.) (2001)

“Risk management for hedge funds: introduction and overview”, *Financial Analysts Journal*, 57, p. 16-33

Lobosco (A.) et Di Bartolomeo (D.) (1997)

“Approximating the confidence intervals for Sharpe-style weights”, *Financial Analysts Journal*, 53 (4), p. 80-85

Loeys (J.) et Panigirtzoglou (N.) (2006)

“Are alternatives the next bubble?”, *Global Market Strategy*, J.P. Morgan Securities Ltd., septembre

Madapati (R.S.) (2004)

“Understanding hedge funds”, *The ICAFI Journal of Financial Economics*, 2 (2), p. 64-70

Maiden (B.) (2004)

“SEC faces challenges to authority on fund rules”, *International Financial Law Rules*, octobre

Malkiel (B.G.) (1995)

“Returns from investing in equity mutual funds, 1971 to 1991”, *Journal of Finance*, 50 (2), p. 549-572

Malkiel (B.G.) et Saha (A.) (2005)

“Hedge funds: risk and return”, *Financial Analysts Journal*, 62 (2), p. 12-13

Managed Funds Association (2000)

“Sound practices for hedge fund managers”, février

Managed Funds Association (2003)

“Sound practices for hedge fund managers: update”, août

Managed Funds Association (2005)

“MFA's sound practices for hedge fund managers”, août

Martellini (L.), Vaissié (M.) et Goltz (F.) (2004)

“Hedge fund indices from an academic perspective: reconciling investability and representativity”, *Working Paper*, EDHEC-MYSYS Risk and Asset Management Research Center

Martin (G.) (2001)

“Making sense of hedge fund returns: a new approach”, in *Added value in financial institutions: risk or return*, E. Acar (ed.), FT Publishing, London, p. 165-182

McFall Lamm Jr. (R.) (1999)

“Why not 100% hedge fund?”, *The Journal of Investing*, hiver, p. 87-97

McFall Lamm Jr. (R.) (2003)

“Asymmetric returns and optimal hedge fund portfolios”, *Journal of Alternative Investments*, automne, p. 9-21

McFall Lamm Jr. (R.) et Ghaleb-Harter (T.E.) (2001)

“An update on hedge fund performance: is a bubble developing?”, *Deutsche Asset Management Research Monograph*

McGuire (P.), Remolona (E.) et Tsatsaronis (K.) (2005)

“Time-varying exposures and leverage in hedge funds”, *BIS Quarterly Review*, mars

Modigliani (L.) (1997)

“Are hedge funds worth the risk?”, *US. Investment Perspectives*, Morgan Stanley Dean Witter, décembre

Mozes (H.) et Herzberg (M.) (2003)

“The persistence of hedge fund risk: evidence and implications for investors”, *Journal of Alternative Investments*, automne, p. 22-42

Osterberg (W.) et Thomson (J.) (1999)

“The truth about hedge funds”, Federal Reserve Bank of Cleveland, Economic Commentary, 1^{er} mai

Otten (R.) et Bams (D.) (2000)

“Statistical test for return-based style analysis”, *Working Paper*, Maastricht University

President's Working Group on Financial Markets (1999a)

“Hedge funds, leverage and the lessons of long-term capital management”, *Report of the President's Working Group of Financial Markets*, avril

President's Working Group on Financial Markets (1999b)

“Over-the-counter derivatives markets and the commodity exchange act”, *Report of the President's Working Group of Financial Markets*, novembre

Putnam Lovell (2002)

“Institutional or institutionalized: are hedge funds crazy”, *Discussion Paper*, décembre

Radley & Associates (2005)

“The hedge fund industry and the City”, juin

Rahl (L.) (2003)

“Hedge fund risk transparency: unravelling the complex and controversial debate”, Risk Books

Ranaldo (A.) et Favre (L.) (2003)

“How to price hedge funds: from two- to four-moment CAPM”, *UBS Research Paper*

Rathjens (P.) (2001)

“Sources of returns and risk in hedge funds”, Arrowstreet Capital, L.P.

Reynolds Parker (V.) (1996)

“International investing coupled with enhanced currency overlay: an opportunity for perfectly portable alpha”

Reynolds Parker (V.) (2001)

“Managing hedge fund risk”, Risk Books, London

Schneeweis (T.) (1998a)

“Dealing with myths of managed futures”, *Journal of Alternative Investments*, été, p. 9-17

Schneeweis (T.) (1998b)

“Dealing with myths of hedge fund investment”, *Journal of Alternative Investments*, hiver, p. 11-15

Schneeweis (T.) et Chung (S.) (2000)

“Overview of commodity investment”, *Working Paper*, mars (www.aima.org)

Schneeweis (T.), Kazemi (H.) et Martin (G.) (2001)

“Understanding hedge fund performance: research results and rules of thumb for the institutional investor”, *Research Paper*, Lehman Brothers, novembre

Schneeweis (T.), Kazemi (H.) et Martin (G.) (2002)

“Understanding hedge fund performance: research issues revisited – Part I”, *Journal of Alternative Investments*, hiver, p. 6-22

Schneeweis (T.), Kazemi (H.) et Martin (G.) (2003)

“Understanding hedge fund performance: research issues revisited – Part II”, *Journal of Alternative Investments*, printemps, p. 8-30

Schneeweis (T.) et Martin (G.) (2001)

“The benefits of hedge funds: asset allocation for the institutional investor”, *Journal of Alternative Investments*, 4 (3), p. 27-37

Schneeweis (T.) et Pescatore (J.F.) (1999)

“The Handbook of Alternative Investment Strategies”, Institutional Investor, London

Schneeweis (T.) et Spurgin (R.) (1997)

“Comparisons of commodity et managed futures benchmark indexes”, *The Journal of Derivatives*, été, p. 33-50

Schneeweis (T.) et Spurgin (R.) (1998)

“Multifactor analysis of hedge funds, managed futures and mutual fund return and risk characteristics”, *Journal of Alternative Investments*, 1, p. 1-24

Schneeweis (T.) et Spurgin (R.) (1999a)

“Alpha, alpha, who's got the alpha?”, *Journal of Alternative Investments*, 2 (3), p. 83-97

Schneeweis (T.) et Spurgin (R.) (1999b)

“Quantitative analysis of hedge fund and managed futures return and risk characteristics”, in *Evaluating and Implementing Hedge Fund Strategies*, P. Lake (ed.), second edition, Euromoney Books, London

Schneeweis (T.) et Spurgin (R.) (2000a)

“Dealing with myths of traditional stock and bond performance”, *AIMA Newsletter*, février

Schneeweis (T.) et Spurgin (R.) (2000b)

“Hedge funds: portfolio risk diversifiers, return enhancers or both?”, *AIMA Newsletter*, juillet

Schneeweis (T.) et Spurgin (R.) (2000c)

“The benefits of index option-based strategies for institutional portfolios”, *AIMA Newsletter*, juin

Schneeweis (T.) et Spurgin (R.) (2000d)

“The benefits of index option-based strategies for institutional portfolios: summary version”, *Working Paper*, CISDM, University of Massachusetts

Schneeweis (T.) et Spurgin (R.) (2001)

“Alternative investments: what drives the returns?”, *AIMA Newsletter*, juin

Schneeweis (T.), Spurgin (R.) et Karavas (V.N.) (2000)

“Alternative investments in the institutional portfolio”, *AIMA Research*

Schneeweis (T.), Spurgin (R.) et McCarthy (D.) (1996)

“Survivor bias in commodity trading advisor performance”, *Journal of Alternative Investments*, 1, p. 1-24

Schneeweis (T.), Spurgin (R.) et Potter (M.) (1996)

“Managed futures and hedge fund investment for downside equity risk management”, *Derivatives Quarterly*, automne, p. 62-72

Scholes (M.S.) (2004)

“The future of hedge funds”, *Journal of Financial Transformation*, 10, Capco Institute, p. 8-11

Siegmann (A.) et Lucas (A.) (2002)

“Explaining hedge fund investment styles by loss aversion: a rational alternative”, *Tinbergen Institute Discussion Paper*, mai

Simons (K.) (2000)

“Use of value at risk by institutional investors”, *New England Economic Review*, novembre, p. 21-30

Stein (J.C.) (2004)

“Why are most funds open-end? Competition and the limits of arbitrage”, *NBER Working Paper*, 10259

Strachman (D.) (1999)

“Getting started in hedge funds”, John Wiley & Sons

Terhaar (K.), Staub (R.) et Singer (B.) (2003)

“Appropriate policy allocation for alternative investments”, *Journal of Portfolio Management*, printemps, p. 101-110

Till (H.) (2002a)

“Measuring risk-adjusted returns in alternative investments”, *Quantitative Finance*, 2, p. 237-238

Till (H.) (2002b)

“Risk considerations unique to hedge funds”, *Quantitative Finance*, 2, p. 409-411

Till (H.) (2004)

“On the role of hedge funds in institutional portfolio”, *Journal of Alternative Investments*, printemps, p. 77-89

Till (H.) et Eagleeye (J.) (2002)

“Traditional investment versus absolute return programmes”, *Quantitative Finance*, 3, p. 42-47

Till (H.) et Eagleeye (J.) (2003)

“A review of the differences between traditional investments programs et absolute-returns strategies”, *Quantitative Finance*, juin, p. C42-C48

Till (H.) et Eagleeye (J.) (2005)

“Challenges in commodities risk management”, *Working Paper*, EDHEC-MISYS Risk and Asset Management Research Center

Till (H.) et Gunzberg (J.) (2005a)

“Absolute returns in commodity (natural resource) futures investments”, *Working Paper*, published in Hedge Fund & Investment Management, I. Nelken (ed.) (2006), Elsevier

Till (H.) et Gunzberg (J.) (2005b)

“Survey of recent hedge fund articles”, *Journal of Wealth Management*, hiver, p. 81-98

Treynor (J.L.) (1966)

“How to rate management of investment funds”, *Harvard Business Review*, 43, p. 63-75

Treynor (J.L.) et Mazuy (K.) (1966)

“Can mutual funds outguess the market?”, *Harvard Business Review*, 44, p. 131-136

Tsatsaronis (K.) (2000)

“Hedge funds”, *BIS Quarterly Review*, novembre, p. 61-71

UK's Financial Services Authority (2002)

“Hedge funds and the FSA”, *Discussion Paper*, n° 16

UK's Financial Services Authority (2003)

“Hedge funds and the FSA: feedback statement on discussion paper 16”, mars

UK's Financial Services Authority (2005)

“Hedge funds: a discussion of risk and regulatory engagement”, *Discussion Paper*, n° 4

UK's Financial Services Authority (2006a)

"Hedge funds: what should be the regulatory response?", speech by C. McCarthy, FSA SUERF European Money & Finance Forum, 7 décembre

UK's Financial Services Authority (2006b)

"International Regulatory Outlook", décembre

US Securities et Exchange Commission (2003)

"Implications of the growth of hedge funds", Staff Report, septembre, p. 35-36

US Security et Exchange Commission (2006a)

"Definition of eligible portfolio company under the Investment Company Act of 1940; final rule and proposed rule", Federal Register 17 CFR Part 270

US Security et Exchange Commission (2006b)

"Hedging your bets: a heads up on hedge funds and funds of hedge funds" (www.sec.gov/answers/hedge.htm)

Weisman (A.B.) (2002)

"Informationless investing and hedge fund performance measurement bias", *The Journal of Portfolio Management*, été, p. 80-91

Wien (B.R.) (2004)

"In praise of hedge fund volatility", *Equity Research*, Morgan Stanley, novembre

Willet (T.D.), Budiman (A.), Denzau (A.), Jo (G.), Ramos (C.) et Thomas (J.) (2004)

"The falsification of four popular hypotheses about the Asian crisis", *The World Economy*, 27 (1), p. 25-44

Ziemba (W.T.) (2003)

"The stochastic programming approach to asset, liability and wealth management", Monograph, The Research Foundation of the Association for Investment Management and Research

La liste ci-après recense l'ensemble des études publiées dans la *Revue de la stabilité financière* depuis sa création. Ces études sont disponibles sur le site Internet de la Banque de France (www.banque-france.fr)

Novembre 2002

Eurosystème, zone euro et stabilité financière

Les dérivés de crédit,
nouvelle source d'instabilité financière ?

Quel crédit accorder aux *spreads* de crédit ?

Le développement des clauses contingentes :
état des lieux et implications
pour la stabilité financière

Infrastructures post-marché et stabilité financière

Le système CLS : une réponse au risque
de règlement dans les opérations de change

Codes et standards internationaux :
enjeux et priorités pour la stabilité financière

Juin 2003

La volatilité boursière : des constats empiriques
aux difficultés d'interprétation

Vers un « continuum de marché » ?
Modèles structurels et interactions
entre marchés de crédit et d'actions

L'évolution des facteurs influant sur
le comportement des gestionnaires institutionnels :
incidence potentielle sur les marchés de capitaux

Une revue analytique des instruments
de transfert du risque de crédit

Normalisation comptable internationale
et stabilisation financière

Vers un Code de bonne conduite volontaire
pour restructurer la dette souveraine

Novembre 2003

Stabilité financière et nouvel accord de Bâle

Les fluctuations des prix d'actifs font-elles
peser un risque sur la croissance
dans les grands pays industrialisés ?

Interactions entre cycles réels, cycles boursiers
et taux d'intérêt : faits stylisés

Les défis de la gestion alternative

La protection des systèmes nets
de paiement et de titres à règlement différé :
les exemples du SIT et de Relit

Vulnérabilités et surveillance
du système financier international

Juin 2004

L'incidence des notations
sur les dynamiques de marchés :
une revue de la littérature

Résultats de l'enquête de place française
sur les instruments de transfert de risque de crédit

Techniques de marché des dérivés de crédit :
les *swaps* de défaut

Interdépendance des marchés d'actions :
analyse de la relation entre les indices boursiers
américain et européens

Goodwill, structures de bilan et normes comptables

Novembre 2004

Bilan des « *stress tests* »
menés sur le système bancaire français

Assurance et stabilité financière

La surveillance des moyens
de paiement scripturaux :
objectifs et modalités de mise en oeuvre

La robustesse des infrastructures post-marché
et des systèmes de paiement

Gestion du risque de crédit
et stabilité financière

Juin 2005

Le marché des CDO
Modalités de fonctionnement et implications
en termes de stabilité financière

Soutenabilité de la dette publique
et crises des pays émergents : présentation
des concepts et des instruments de diagnostic

Le risque de taux d'intérêt
dans le système bancaire français

La gestion du risque de taux par les sociétés
d'assurance-vie et les fonds de pension

Analyse par simulations de l'impact
d'une défaillance technique d'un participant
à un système de paiement

Novembre 2005

Surveillance prudentielle
et évolution des normes comptables :
un enjeu de stabilité financière

Capital réglementaire et capital économique

Portée et limites des VaR publiées
par les grandes institutions financières

L'impact des chocs boursiers sur le crédit en France
depuis le milieu des années quatre-vingt-dix

(Re) structuration des dettes souveraines
Où en est-on ?

Mai 2006

Mieux appréhender les risques
du portefeuille de négociation

La liquidité de marché et sa prise en compte
dans la gestion des risques

Productivité et prix des actifs boursiers

Les capitaux propres des entreprises
et la stabilité financière : l'apport d'une approche
par « les capitaux propres nets en risque
ou *net worth at risk* »

Les progrès de l'intégration monétaire
et financière en Asie

Les implications de la globalisation
pour la stabilité financière

Décembre 2006

Les matières premières :
une classe d'actifs à part entière ?

Les pays émergents forment-ils toujours
une classe d'actifs homogène ?

Flux de capitaux et dynamisme du crédit
dans les pays émergents

Les indicateurs d'aversion pour le risque
peuvent-ils anticiper les crises financières ?

Liquidité bancaire et stabilité financière

Microstructure des marchés monétaires et financiers

Le dispositif de Bâle II :
rôle et mise en œuvre du pilier 2

Avril 2007

Hedge funds, transfert du risque de crédit et stabilité financière

Évolution et régulation des *hedge funds*

Quelle forme de régulation pour les *hedge funds* ?

Hedge funds et stabilité financière

Hedge funds et risque systémique

Stratégies de réplification des *hedge funds* : conséquences pour les investisseurs et les régulateurs

Hedge funds et *prime broker dealers* : éléments de proposition en matière de « bonnes pratiques »

Exigences de transparence et *hedge funds*

Risques et rendement des activités bancaires liées aux *hedge funds*

La supervision indirecte des *hedge funds*

Quelles sont les principales questions liées aux *hedge funds* ?

La surveillance des *hedge funds* : un point de vue de stabilité financière

Le monde des *hedge funds* : préjugés et réalité
La contribution de l'AMF au débat sur les stratégies de gestion alternative

Conditions financières, gestion alternative et risques politiques : tenter de comprendre notre époque

Les *hedge funds* sur les marchés émergents

Les fonds de *hedge funds* : origine, rôle et perspectives

Hedge funds : un point de vue de banque centrale

Coupon – abonnement

Mes coordonnées ont changé, merci de bien vouloir les rectifier ou les compléter :

Numéro d'abonnement : _____

Prénom : _____

Nom : _____

Société : _____

Fonction : _____

Adresse : _____

Code postal : _____

Ville : _____

Pays : _____

Je ne souhaite plus recevoir la Revue de la stabilité financière :

Numéro d'abonnement : _____

Prénom : _____

Nom : _____

Je souhaite m'abonner à la Revue de la stabilité financière :

Prénom : _____

Nom : _____

Particulier

Professionnel

Adresse : _____

Fonction : _____

Société : _____

Code postal : _____

Activité : _____

Ville : _____

Adresse : _____

Pays : _____

Code postal : _____

Ville : _____

Pays : _____

Coupon à renvoyer par fax (01 42 92 29 77),
courriel (abonnement.publication@banque-france.fr)
ou courrier postal à :

BANQUE DE FRANCE

Service des Publications économiques et du Site internet

Code courrier 43-1396

75049 PARIS CEDEX 01

France



Comité éditorial :

Marc-Olivier STRAUSS-KAHN
Directeur de la publication

Guy LEVY-RUEFF
Yves NACHBAUR
Ivan ODONNAT
Olivier PRATO
Imène RAHMOUNI-ROUSSEAU

Réalisation : Direction des Enquêtes et Publications économiques

Information – consultation



Direction de la Communication

Service Relations avec le public
48, rue Croix-des-Petits-Champs
75001 PARIS

Téléphone : 01 42 92 39 08

Télécopie : 01 42 92 39 40

Site Internet : www.banque-france.fr

Abonnement à l'alerte de publication électronique :
www.banque-france.fr/fr/publications/rsf/rsf_formulaire.htm

