

POURQUOI RÉGLEMENTER LES *HEDGE FUNDS* ?*

Les risques des hedge funds sont à la mesure des paris qu'ils prennent à la poursuite de performances élevées. La combinaison des leviers de dette et de la dépendance à la liquidité des marchés les rend vulnérables aux crises financières. Leurs réactions propagent le risque systémique. C'est pourquoi l'attitude indulgente des régulateurs est en train d'évoluer. L'enregistrement des gérants de hedge funds, la limitation du levier, la divulgation d'informations précises sur leurs prises de risque et l'application de principes de rémunération analogues à ceux qui sont envisagés pour les banques sont autant de propositions qui font débat.

1

Les *hedge funds* (fonds spéculatifs) cultivent le paradoxe. Ils se présentent comme des gestionnaires de fortunes privées, alors qu'ils ont surtout pour clients de grands investisseurs institutionnels. Ils prétendent être capables de réaliser des rendements absolus en toutes circonstances et donc être insubmersibles aux crises, alors qu'ils ont lourdement chuté durant la crise financière. Ils ont échappé jusqu'ici à toute réglementation alors qu'ils sont des chaînons de transmission du risque systémique.

L'industrie des *hedge funds* a connu une croissance exceptionnelle depuis 2002 jusqu'à l'aggravation de la crise financière à la mi-2008. Le nombre de *hedge funds* dans le monde est passé de 3 800 environ au début 2000 à plus de 10 000 fin 2007. Ensuite la crise en a fait disparaître près de 2 000. Les actifs sous gestion ont aussi fortement progressé entre 2002 et 2008, passant de 490 à 1 860 milliards de dollars, tandis que la crise a détruit environ 530 milliards de dollars en mars 2009 (Hedge Fund Research, 2009).

L'ampleur de ces pertes est une préoccupation publique parce que les *hedge funds* ne sont pas simplement des gestionnaires privés de fortunes privées. En 2005 déjà, la clientèle privée ne représentait que 6% des actifs et les institutionnels (fonds de pension, compagnies d'assurances, agences gouvernementales et institutions académiques), directement ou par le truchement des fonds de fonds, comptaient pour 61%. Les autres gros clients sont les banques, directement liées aux *hedge funds*, pour 18% (Thomson Financial, 2005).

Il s'ensuit que les pertes des *hedge funds* ont un impact sévère sur les systèmes financiers. Ils contribuent à alimenter le risque systémique par leurs réactions dans les situations de *stress* des marchés financiers. Ces dynamiques justifient l'instauration d'une réglementation appropriée.

* Cette Lettre s'appuie sur l'ouvrage de M. Aglietta, S. Khanniche & S. Rigot (2010), *Les Hedge Funds : entrepreneurs ou requins de la finance ?*, éd. Perrin.

■ Les *hedge funds* ont des profils de risque atypiques

Pour écarter toute idée de régulation contraignante, les partisans du laissez faire répètent que les *hedge funds* renforcent l'efficacité des marchés et leur apportent de la liquidité. Or, sur des marchés efficaces, il n'est possible d'obtenir des rendements supérieurs aux indices de marché qu'en prenant davantage de risques. Pourtant les *hedge funds* prétendent réaliser systématiquement des rendements "absolus". Autrement dit, ils seraient capables de prendre moins de risque que les autres participants du marché pour un même rendement moyen, ou réaliser un rendement plus élevé pour un même niveau de risque. La clé de cette "anomalie" se trouve dans le levier, créé soit par emprunt contre titre, soit par transaction sur produits dérivés, qui permet de doper le rendement sur le capital, et dans les profils de risque atypiques des stratégies qu'ils concoctent.

Le levier permet de battre le marché puisqu'il accroît l'exposition à un titre, un secteur ou un marché avec un investissement initial faible, mais en agissant de manière positive et croissante sur la prise de risque. Un *hedge fund* à levier aura des rendements réguliers et élevés sur le capital investi, jusqu'à l'arrivée d'un événement extrême dont la probabilité est faible, mais qui finit toujours par se produire. Les pertes sont alors rejetées sur les queues de distribution des facteurs de risque. Le levier est donc à la fois source de rendements élevés et de pertes massives. Dès lors qu'un événement extrême ne s'est pas produit, il y a l'illusion d'un rendement absolu. La réputation des gérants tient aussi longtemps que la chance permet aux fonds de continuer à exister. Cependant, les *hedge funds* ne peuvent pas faire mieux sur le long terme que le rendement d'un portefeuille diversifié passif, qui coûte bien moins cher en commissions aux investisseurs.

Les *hedge funds* sont d'autant plus vulnérables aux événements extrêmes qu'ils construisent des stratégies qui cherchent à s'immuniser de la volatilité des marchés en situation normale pour pouvoir afficher des profits réguliers. Ces stratégies incorporent des ventes d'options et des ventes d'actifs à découvert, qui sont très sensibles aux risques extrêmes. Cette particularité permet aux *hedge funds* de prétendre qu'ils prennent peu de risques, jusqu'à ce qu'ils perdent d'un coup les deux tiers, les trois quarts ou la totalité du capital que les investisseurs leur ont confié.

La vulnérabilité des stratégies des *hedge funds* se mesure traditionnellement par les indicateurs statistiques d'asymétrie (*skewness*) et de risques extrêmes (*kurtosis*). Un coefficient de

skewness négatif indique que la position d'actif a plus de chances de faire des pertes que des gains. Un coefficient de *kurtosis* supérieur à 3 (valeur pour la loi normale) indique une queue de distribution épaisse, c'est-à-dire des probabilités de pertes extrêmes plus élevées que si la loi de probabilité était normale. Nos calculs effectués sur la période 1994-2008 montrent que les *hedge funds* sont très exposés aux risques extrêmes sur la plupart des stratégies¹. En moyenne sur l'ensemble des stratégies la *skewness* est -0,70 et la *kurtosis* 5,79. Mais pour la stratégie *event-driven*, qui veut tirer parti d'événements dans la vie des entreprises, les chiffres sont -1,40 et 7,61 respectivement. Les plus dangereuses sont les stratégies d'arbitrage parce que le levier y est très élevé. Ainsi *relative value*, qui arbitre entre des titres à revenus fixes, affiche une *skewness* de -3,43 et une *kurtosis* de 21,49. Même pour les stratégies qui prétendent diversifier les risques (*multi-strategy*), c'est -3,26 et 20,68.

Si donc on se fie aux mesures usuelles de moyenne et variance pour estimer les performances des *hedge funds*, on se trompe lourdement. À cette méprise il faut ajouter plusieurs biais qui découlent de l'opacité dans laquelle les *hedge funds* se drapent. Les *hedge funds* ne sont pas tenus de divulguer des informations sur leur stratégie ou leur performance ; seuls les gérants qui réalisent de bonnes performances sont incités à communiquer. Lorsqu'il est possible d'obtenir pour certains échantillons des informations complètes qui ne sont pas soumises à ces biais de sélection, les rendements corrigés sont bien plus bas que ceux qui sont publiés (tableau 1).

Tableau 1 – Rendements moyens des *hedge funds* avec ou sans correction pour biais de sélection (en %, par an)

	1994- 2003	1995- 1999	2000- 2002	2003
Sans corrections	11,11	18,16	4,09	15,47
Avec corrections	2,32	9,37	-4,66	6,72

Source : B. Malkiel & A. Saha (2005), "HFs: Risk and Return", *Financial Analysts Journal*, CFA Institute, Vol. 61, Number 6.

L'importance de ces risques cachés fait présumer que les *hedge funds* sont des vecteurs de propagation du risque systémique lorsqu'ils surviennent.

■ Les *hedge funds* propagent le risque systémique

Par leur levier d'endettement contre collatéral, leurs actifs illiquides et leur dépendance à l'égard de la liquidité des

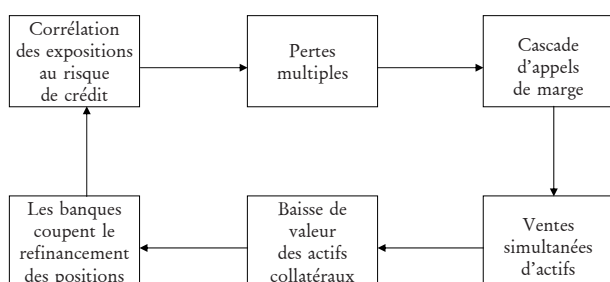
1. "Les *hedge funds* : entrepreneurs ou requins de la finance ?", *op. cit.*, tableau 4 p. 151.

marchés de gros de la monnaie, les *hedge funds* sont des banques de marché fantômes, non régulées. De plus, la surenchère dans la recherche de rendements extraordinaires suscite le recours aux mêmes stratégies. Il s'ensuit un accroissement des corrélations de rendements entre les *hedge funds* au sein d'une même stratégie, mais aussi entre les stratégies. Dans ces configurations, un événement de marché peut déclencher des dénouements de positions précipités et corrélés. Dans des périodes d'instabilité des marchés, les corrélations s'accroissent fortement. La forte augmentation des corrélations en temps de *stress* entraîne la contagion. Celle-ci découle des risques extrêmes. La co-variation des rendements entre les styles d'investissement en période de *stress* se produit parce que la probabilité de pertes extrêmes augmente brutalement dans toutes les stratégies. D'une manière spectaculaire, la contagion entre les pertes extrêmes existe entre des stratégies qui sont négativement corrélées dans des conditions de marché normales.

Parce que les *hedge funds* dépendent étroitement des banques d'investissement (*prime brokers*) pour le financement de leur levier de crédit, un levier excessif côté *hedge funds* et une évaluation imprudente du risque de crédit côté banques entraînent une structure d'exposition croisée au risque de crédit.

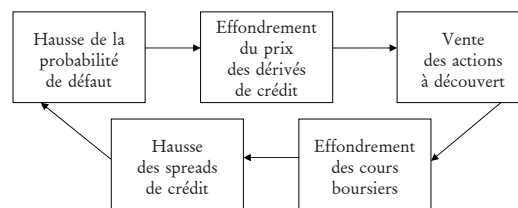
Lorsque les marchés de la liquidité, qui finançaient leurs positions, se sont figés lors de la crise financière, les *hedge funds* ont été incapables de satisfaire les appels de marge imposés par les *prime brokers* sans vendre des actifs en détresse. Ils sont devenus des transmetteurs de risque systémique. La forte contraction du levier des *hedge funds* a alors précipité la contagion entre les marchés. Un cercle vicieux s'est produit sans capacité d'auto ajustement (schéma 1).

Schéma 1 – Interaction du risque de crédit et de liquidité



La disparition de la liquidité dans des segments critiques des marchés provoque un processus auto renforçant entre la hausse des *spreads* de crédit et la baisse des prix des actions qui est caractéristique du risque systémique sur les marchés financiers (schéma 2).

Schéma 2 – Transmission du risque systémique sur les marchés



Les externalités créées par les *hedge funds* dans le système bancaire ont une incidence systémique lorsque les pertes potentielles dues à l'exposition d'un *hedge fund* de grande taille sur les banques représentent une part significative du capital des banques. C'était le cas de LTCM, mais c'était aussi le cas du *hedge fund Carlyle Capital* qui a mis *Bear Stearns* en faillite. Il en est de même lorsque de nombreux *hedge funds* poursuivent des stratégies qui les exposent dans le même sens aux mêmes facteurs de risque. Les réactions de tous entraînent une spirale dépressive des prix. Ces phénomènes ont été dévastateurs dans les marchés du crédit titrisé et dans les marchés boursiers lors de la crise de 2007-2008.

■ Comment réglementer les *hedge funds* ?

La dérive des comportements des *hedge funds*, en étroite symbiose avec les banques d'affaire et sous l'aiguillon du rendement "absolu", est possible parce qu'ils échappent à toute supervision sur leur levier et parce que les investisseurs qui leur apportent les capitaux sont dans l'incapacité de percer l'opacité des risques que les *hedge funds* leur font courir. En effet, non seulement, les *hedge funds* établissent, en général, leur siège social dans des places offshores (comme les Iles Caïmans) pour échapper aux règles nationales jugées trop contraignantes des fonds de placements collectifs, mais en plus, ils bénéficient d'exemptions réglementaires² en tant que fonds privés. En conséquence, ils ne sont pas soumis aux mêmes exigences (directes) que les autres fonds en matière de divulgation d'informations, de liquidité, de capital réglementaire ou encore de limites relatives au levier et aux ventes à découvert.

Une régulation indirecte via leurs contreparties réglementées (banques d'investissement et investisseurs institutionnels), était tenue jusqu'à la crise financière pour la combinaison réglementaire la plus appropriée aux *hedge funds*.

2. Les trois quarts des *hedge funds* sont américains. Ils ne sont pas soumis aux lois fédérales (Investment Company Act, Advisor Company Act, Securities Act...).

Cette forme de régulation allégée, qui a permis aux *hedge funds* de bénéficier d'une liberté totale de placement et d'agir en toute opacité, ne peut plus être justifiée. Une amélioration de la réglementation des *hedge funds* devrait d'abord porter sur leur endettement. Les *hedge funds* se comportant comme des banques non régulées ; c'est l'endettement de l'ensemble du système constitué par les *hedge funds* et les banques qui leur prêtent, principalement par la voie des marchés dérivés, qu'il faut contrôler. L'autre volet consiste à définir précisément les conditions d'une discipline de marché efficace par la mise en place de contre-pouvoirs effectifs que les investisseurs institutionnels devraient exercer grâce à la divulgation obligatoire par les *hedge funds* d'informations suffisamment précises et détaillées.

À la suite des recommandations énoncées par le G20 de Londres, l'Europe et les États-Unis ont élaboré des projets de réglementation de ces fonds. L'Union Européenne³ semble vouloir donner l'exemple en proposant une directive qui s'attaque à la prise de risque excessive. Cette proposition va plus loin que les recommandations du G20. Elle contient des exigences précises : l'enregistrement des *hedge funds* auprès d'une autorité de régulation de marché, l'obligation de divulguer des informations aux régulateurs (comme les positions à fort effet de levier et leurs positions agrégées), un capital réglementaire minimal, la limitation du levier, des *reportings* et des standards de gouvernance et de gestion de risques, des restrictions dans les ventes de produits, et l'utilisation de dépositaires européens indépendants. Ainsi, seuls les fonds gérés par des gestionnaires soumis à la directive pourraient être achetés par les investisseurs. En contrepartie ces fonds bénéficieraient d'un passeport permettant la libre commercialisation dans tous les pays de l'UE.

Une nouvelle mouture du projet de directive a été rendue publique fin novembre. Le contenu des amendements donne une idée des résistances des différentes parties prenantes et montre combien Bruxelles est le théâtre d'un lobbying

intense. Certains amendements représentent des avancées : l'enregistrement des gérants est élargi, l'encadrement des rémunérations est pour la première fois inscrit, les limites de levier sont précisées, l'exigence de capital réglementaire est confirmée. D'autres constituent des reculs patents : les conditions liées à l'obtention d'un passeport européen sont supprimées, ainsi que celles relatives aux dépositaires/évaluateurs. On peut aussi regretter que les deux côtés de l'Atlantique renoncent à engager une réforme réglementaire et fiscale digne de ce nom des places offshore, côté obscur des *hedge funds* et de la finance en général.

Ces limites sont importantes et traduisent la difficulté de voir émerger un nouveau consensus réglementaire. D'une façon générale, les détracteurs de ce projet de directive dénoncent le coût élevé de l'application de ces mesures, à la fois pour les *hedge funds* et les régulateurs. Cependant une analyse coûts avantages complète doit aussi évaluer les gains que la réglementation apporte aux partenaires et aux contreparties des *hedge funds* et finalement à l'ensemble de la société. Puisque la transparence est une condition nécessaire de l'efficacité des marchés financiers et que la théorie présume que l'efficacité économique est mieux servie par des marchés financiers efficaces, les avantages l'emportent sur les coûts d'organisation pour obtenir la transparence. Ceci est corroboré par le président du parti socialiste européen Rasmussen : "L'essence même d'une concurrence équitable et forte réside dans le fait que chaque acteur dispose du maximum possible d'informations par rapport aux autres. La transparence et la symétrie de l'information sont les éléments clefs pour assurer une meilleure concurrence, réduire les coûts et éviter les abus sur le marché"⁴.

Michel Aglietta, Sabrina Khanniche et Sandra Rigot
michel.aglietta@cepii.fr

3. Les États-Unis vont également dans ce sens mais de façon plus consensuelle.
4. 18 septembre 2009, EurActiv.fr

LA LETTRE DU CEPII

© CEPII, PARIS, 2009
RÉDACTION
Centre d'études prospectives
et d'informations internationales,
9, rue Georges-Pitard
75015 Paris.
Tél. : 33 (0)1 53 68 55 14
Fax : 33 (0)1 53 68 55 03

DIRECTEUR DE LA
PUBLICATION :
Agnès Bénassy-Quéré

RÉDACTION EN CHEF :
Gunther Capelle-Blancard

GRAPHIQUES :
Didier Boivin

RÉALISATION :
Laure Boivin

DIFFUSION :
La Documentation française.

ABONNEMENT (11 numéros)
France 49,50 € TTC
Europe 51,30 € TTC
DOM-TOM (HT, avion éco.)
50,20 € HT
Autres pays (HT, avion éco.)
51,20 € HT
Supl. avion rapide 0,90 €

Adresser votre commande à :

La Documentation française
124, rue Henri Barbusse
93308 Aubervilliers Cedex
Tél. : 01 40 15 70 00

Le CEPII est sur le WEB
son adresse : www.cepii.fr
ISSN 0243-1947
CCP n° 1462 AD

28 janvier 2010
Imp. La Documentation Française
Imprimé en France
par les Journaux officiels

Cette lettre est publiée sous la
responsabilité de la direction
du CEPII. Les opinions qui y sont
exprimées sont celles des auteurs.