



Licence Économie – 3^{ème} année

Mémoire :

Les hedge funds et la stabilité des marchés financiers.

**En quoi les hedges funds influencent-ils
les marchés financiers ?**

Adrien Gardoni

Yanis Rehoune

Johnny Cai

Sous la direction de Mme Hentati Kaffel Rania

Année Universitaire 2020-2021

Remerciements

Nous tenons à remercier en premier lieu Madame Rania Hentati Kaffel pour sa disponibilité, ses conseils ainsi que sa bienveillance tout au long du semestre.

Par ailleurs, nous tenons à remercier Monsieur François Renaud qui fut notre professeur d'informatique au premier semestre. Ce dernier nous a donné de précieux conseils de par son expérience en tant que Hedge Funds Analyst chez UBS.

Sommaire

INTRODUCTION	4
I)Un panorama de l'industrie des hedge funds.....	5
A)Contexte et perspective historique.....	5
1)Présentation de l'industrie.....	5
2)Les différences entre gestion classique et gestion alternative.....	5
3)Le contexte historique.....	6
B)Les caractéristiques des hedge funds.....	7
1)La structure générale des hedge funds.....	7
2)Les opérations et instruments utilisés.....	7
3)Les investisseurs et la rémunération double du gestionnaire.....	8
C)La classification des stratégies d'investissement.....	8
II)Les caractéristiques de rendements et de risques des hedge funds.....	12
A)La performance des hedge funds.....	12
1)Les modèles d'attribution de la performance.....	12
2)Les problèmes de représentativité des bases de données.....	13
3)La surperformance.....	15
4)Persistance de la performance.....	15
B)Les risques des hedge funds.....	16
1)Une cartographie des risques.....	16
2)Propriété des rendements de hedge funds.....	17
3)Les mesures traditionnelles de risques.....	18
4)Les mesures alternatives.....	19
III)L'implication des hedge funds sur la stabilité des marchés financiers.....	23
A)Le rôle des hedge funds dans les crises contemporaines.....	23
1)La crise asiatique de 1997-1999.....	23
2)L'implication des hedge funds dans l'aggravation du risque systémique.....	25
3)Le rôle des hedge funds dans la crise grecque.....	29
B)L'après crise des subprimes.....	30
1)Shadow banking.....	30
2)La régulation des hedge funds.....	32
CONCLUSION.....	34
BIBLIOGRAPHIE.....	35

Introduction :

Souvent pointés du doigt pour leur nature spéculative ainsi que leur opacité, les hedge funds ont été rendus responsables de l'amplification de nombreuses crises financières. Toutefois, ces véhicules d'investissements affranchis de la tendance des marchés suscitent un intérêt croissant de la part des investisseurs professionnels ainsi que du public.

Il est difficile de définir précisément ce qu'est un hedge funds tant cette industrie est hétérogène. Ces acteurs se caractérisent par leur gestion dite « alternative » qui se différencie de la gestion traditionnelle par une allocation dynamique du risque. Contrairement aux fonds d'investissements traditionnels, leur activité relève d'un contrat entre le gestionnaire et l'investisseur, accordant une grande flexibilité dans les différentes prises de positions. Ils combinent des positions longues et courtes dans des placements traditionnels mais également dans des titres peu liquides et des produits dérivés.

Les hedge funds sont réputés pour leur rendement conséquent notamment lié aux risques élevés et variés qu'ils engagent. Par ailleurs, dans l'optique de mener une analyse pertinente à propos de leur influence sur les marchés financiers il est nécessaire d'utiliser les bons outils quantitatifs. En effet, dans le cas de ces fonds, on ne peut pas utiliser les modèles d'analyse de la théorie financière (MEDAF, Markowitz, RiskMetrics, Black-Scholes-Merton) du fait de la non-normalité des rendements sous peine de sous-estimer le risque et donc surestimer les performances relatives.

Le développement des hedge funds sur les marchés financiers depuis le début des années 2000 s'est accompagné de problématiques d'ordre microéconomiques et macroprudentielles. Ces déséquilibres soulèvent la question de l'encadrement des pratiques alternatives. En effet, il y a un vide réglementaire autour de cette industrie souvent source de critiques. Néanmoins, les autorités commencent à réguler certaines pratiques de façon plus marquée.

En quoi les hedge funds influencent-ils les marchés financiers ?

Dans un premier temps, nous ferons une analyse descriptive de cette industrie afin de mieux comprendre leur fonctionnement. Dans un second temps, nous ré étudierons les caractéristiques des rendements et des risques inhérents des hedge funds. Enfin, nous étudierons l'implication des hedge funds sur les marchés financiers.

I) Un panorama de l'industrie des hedge funds

A) Contexte et perspective historique

Aujourd'hui, le nombre de hedge funds s'élève à environ 10000 dans le monde pour 3000 milliards de dollars d'actifs sous-gestion. Les hedge funds font beaucoup parler d'eux, et sont devenus une véritable industrie financière.

1) Présentation de l'industrie

Partons de l'origine pour comprendre l'essor de ces fonds qui font tant débat de nos jours. Le premier hedge fund aurait été établi en 1949 par Alfred Winslow Jones, et créé avec 100000 dollars dont 40% de Jones. Jones a longtemps été méconnu jusqu'à la publication d'un article intitulé « *The Jones nobody keeps up with* » du magazine Fortune en 1966. C'est à partir de ce moment, que le terme hedge fund apparaît et lance le début de l'ère des hedge funds. Jones a développé la stratégie Long/Short Equity qui est encore une référence et est utilisé aujourd'hui par bon nombre de hedge funds. Sa stratégie était de réduire le risque global tout en étant exposé au risque de la sélection des titres. Il passait par une stratégie de stock picking où il exploitait grâce à des compétences financières, les différences de prix des titres qu'il sélectionnait. On utilise les termes de « long » et « short » dans la mesure où le fond se positionnait sur une longue durée en cas d'anticipation de hausse du marché et inversement, sur une courte durée en cas d'une anticipation de baisse du marché. Le fond de Jones a énormément performé avec des performances bien supérieures aux fonds mutuels, avec une performance de plus de 1000% en 10 ans.

2) Les différences entre gestion classique et gestion alternative

La gestion classique est caractérisée par une gestion relativement peu risquée, portant sur des actifs tels que les actions, obligations ou encore sur les produits monétaires. Les horizons de positions sont plutôt longs et à l'inverse, certains gestionnaires peuvent prendre des positions courtes sur quelques produits dérivés. La gestion classique prévoit un fond de liquidité en cas d'éventuelle sortie de capitaux. De plus, ces fonds sont fortement réglementés et doivent faire preuve de transparence, communiquer sur leurs stratégies et sur leurs liquidités quotidiennes. A l'inverse, les hedge funds sont peu réglementés et représentent bien la gestion alternative. Cette gestion porte sur un nombre plus important de classes d'actifs avec notamment des produits structurés et dérivés. Contrairement à la gestion classique, les positions peuvent être courtes comme longues avec des horizons d'investissement beaucoup moins longs. Finalement,

la gestion alternative caractérise bien les hedge funds et de par le contexte historique, l'évolution des hedge funds a été croissante.

3) Le contexte historique

La parution de l'article de Loomis, 2 années après celle de Jones, a accentué l'intérêt pour les hedge funds, et évalua le nombre de hedge funds à 140 pour environ 2 milliards de dollars gérés. S'en suivent les années 70 à 85 où l'industrie connaît une performance importante, avec l'apparition de grands gérants apportant des stratégies nouvelles. On peut citer le fond de Soros basé sur une stratégie global macro, de Richard Dennis basé sur le trend-following ou encore le fond de John Merriwether avec pour stratégie le fixed-income arbitrage. Malgré les crises de 1969-1970 et 1973-1974 poussées par une accélération de l'inflation et l'augmentation du prix du pétrole qui ont conduit certains hedge funds à la faillite, le secteur des hedge funds a connu une révolution technologique avec l'apparition des ordinateurs. De plus, ces fonds ont été portés par la globalisation financière et qui après l'apparition d'un article sur les performances du Tiger Fund, ont été dominé par les stratégies de type global macro. Cependant, c'est cette stratégie qui va être remise en cause par son implication dans les diverses crises, notamment de la crise asiatique et russe. Les hedge funds sont pointés du doigt pour leur implication dans ces crises, où la crise russe a conduit à l'effondrement du grand hedge fund LTCM en 1998 poussant la banque centrale des États-Unis à organiser son sauvetage. C'est avec cette crise que l'on prend conscience de l'impact des hedge funds dans la sphère financière et de son risque de crise systémique. La crise russe a pour origine une pénurie importante de liquidités, provoquant une baisse de la monnaie et une transmission aux marchés financiers du fait des opérations conclues avec la Russie, et ces dégâts ont prouvé qu'un impact d'une perte de petit groupe d'acteurs financiers pouvait fragiliser le système financier complet. De la même façon, la crise des subprimes est une crise systémique dans laquelle les hedge funds n'ont pas été anodins. Cependant, les hedge funds ont connu leur âge d'or avant cette crise et cela peut également expliquer l'emballement et les raisons de la crise. On estime qu'entre 2000 et 2007 le nombre de hedge fund a plus que doublé, passant de 3873 à 1096 fonds. De plus, les actifs sous gestion sont passés de 490 à 1868 milliards de dollars et les transactions en volume représentaient environ 40% à 50% des transactions sur les deux principales places financières. Cet essor est notamment expliqué par la recherche de diversification des investisseurs institutionnels, la baisse des taux d'intérêts long ainsi qu'aux innovations financières soutenues par une réglementation inexistante. La crise de 2008 a fortement impacté les hedge funds mais ils ont vite retrouvé leur dynamique avec des encours historiquement hauts au moyen de diverses

stratégies et non plus une seule stratégie dominante. Néanmoins, l'apparition de réglementations ainsi qu'une performance en dessous des espérances, tendent à remettre en question l'efficacité des hedge funds. Il est donc intéressant de comprendre ce qu'est un hedge fund, notamment à travers ses caractéristiques.

B) Les caractéristiques des hedge funds

Il est toujours compliqué de définir ce qu'est un hedge fund, d'autant plus qu'il n'existe pas de définition juridique précise. Néanmoins, on constate que les hedge funds peuvent être définis par des caractéristiques communes.

1) La structure générale des hedge funds

Effectivement, les hedge funds ont des caractéristiques communes que l'on retrouve tant dans leur stratégie et instruments financiers utilisés que dans leur structure générale. Le hedge fund est géré par un ou plusieurs general partner qui vont donner leurs directives à leur équipe de gestion constituée d'analystes et de courtiers. Son interlocuteur pour le courtage est le prime broker qui est généralement une banque d'investissement qui va fournir les fonds de financement nécessaires pour les opérations au jour le jour. Les principaux prime brokers sont Goldman Sachs, Morgan Stanley et JP Morgan qui se partagent 50% de parts de marché. Le prime broker a aussi pour mission de conseiller, faire de la recherche, négocier l'endettement, faire de l'achat sur marge, et donc d'externaliser les services opérationnels.

2) Les opérations et instruments utilisés

On peut également définir les hedge funds par leur utilisation d'effet de levier, de vente à découvert mais également de la rémunération de leurs gérants et de leur faible réglementation. Les hedge funds ont une grande liberté d'investissement avec la possibilité de constituer leur portefeuille sans limite. Favorisés par un cadre peu réglementé où ces fonds ont une location légale dans une zone offshore, ils ne sont pas soumis aux mêmes contraintes en matière de transparence, de divulgation ou notamment d'utilisation des effets de levier. L'effet de levier est l'une des caractéristiques des hedge funds et permet de s'endetter pour investir davantage que son capital. En effet, le principe est d'emprunter à un taux sans risque un certain montant pour ensuite l'investir dans un actif risqué. Il permet d'augmenter le taux de rentabilité mais augmente l'exposition aux risques. On estime que plus de 70% des hedge funds utilisent l'effet de levier. De plus, cet effet de levier intervient sous deux formes dans le cas des hedge funds.

Elle peut être utilisée par les primes brokers qui offrent des lignes de crédit, ou on peut passer par les instruments dérivés.

La seconde caractéristique vient de l'utilisation des ventes à découvert. La vente à découvert consiste à parier sur la baisse future d'un titre, en considérant qu'il est surévalué. En effet, on va vendre au comptant un titre que l'on aura au préalable emprunté et investir le montant de la vente sur un autre actif, pour finalement racheter le titre et le rendre à son détenteur. La vente à découvert permet aux hedge funds de se couvrir contre le risque de leur portefeuille et augmenter leur performance. Il faut souligner que la vente à découvert peut aussi être très risquée dans le cas où les pertes sont infinies, lorsque le titre ne baisse pas mais augmente de façon exponentielle.

De plus, les hedge funds utilisent tous les instruments financiers qui sont à leur disposition sur le marché. Ils utilisent des instruments financiers communs à la gestion classique, c'est-à-dire les obligations ainsi que les actions mais utilisent souvent des produits dérivés, des swaps et des options sans aucune limite.

3) Les investisseurs et la rémunération double du gestionnaire

La particularité des hedge funds vient également de leur clientèle, soit des investisseurs. A la différence de certains fonds traditionnels, il est compliqué d'avoir accès aux hedge funds. Bien que l'on constate une certaine démocratisation des hedge funds ces dernières années, il est utile de souligner que pour détenir le statut de particulier, il faut un revenu annuel au moins égal à 200 000 dollars ou détenir des actifs valorisés à 1 milliard de dollar. Les principaux investisseurs sont les particuliers, les fonds de fonds, les endowments et les fonds de pension. Les hedge funds sont aussi peu liquides et présentent une rémunération du gestionnaire inédite.

Le gestionnaire a une double rémunération, il reçoit des commissions de gestion ainsi que des commissions liées à sa performance. Effectivement, les gérants exigent une double rémunération du fait qu'il n'y ait ni de benchmark et de track record. Les commissions de gestion sont d'environ 2% des actifs sous gestion mais cela tend à diminuer, atteignant environ 1,4% ces dernières années du fait de performance plus faible. Quant aux commissions liées à la performance, elles sont d'environ 20% sur les gains, mais ces commissions restent tout de même variables suivant les fonds. Cependant il existe certaines clauses protégeant les investisseurs, telles que la High Water Mark dans le cas où le fond est en perte, les commissions de performance ne sont pas payées, et le hurdle rate qui est une forme de benchmark qui impose au fond de dépasser un certain taux pour percevoir les commissions de performance.

Finalement, les hedge funds ont de nombreuses caractéristiques communes et peuvent utiliser tous les instruments financiers, mais on constate l'existence de plusieurs stratégies.

C) La classification des stratégies d'investissement

Les hedge funds ont des styles différents d'investissement portant sur les stratégies. Effectivement, on peut discerner trois familles de stratégies d'investissement. On a avant tout, les stratégies directionnelles dites « opportunistes » qui sont constituées de positions sur des marchés à terme ou d'options, reposant sur des prévisions sur différentes grandeurs financières. En second lieu, on retrouve les stratégies de valeurs relatives où les gérants exploitent des inefficiences dans la formation des prix. Enfin, il existe des stratégies événementielles qui reposent sur des situations spécifiques où les gestionnaires vont profiter d'évènements importants dans le cycle d'une entreprise pour profiter d'opportunités d'investissement.

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

Source: TASS, Janvier 2009.

Nous allons développer les stratégies phares et les plus utilisées des hedge funds.

Le style directionnel, appelé aussi stratégie opportuniste est composé de quatre stratégies dont la stratégie long/short equity portant sur le marché des actions qui a été la stratégie pionnière des hedge funds notamment utilisé par Alfred Winslow Jones. La stratégie repose sur la recherche des gestionnaires sur des titres jugés surévalués et sous-évalués. Effectivement, l'intérêt ici, est de constituer un portefeuille dont les risque sont moindre en ayant une position

longue sur les titres jugés sous-évalué par le marché et une position courte sur les titres jugés surévalués par le marché. Le gérant constituer son portefeuille à travers 2 analyses : l'analyse top down qui consiste à segmenter les marchés et à trouver les secteurs prometteurs et l'analyse bottom up basé sur l'analyse du gérant sur l'évolution des marchés pour sélectionner les bons titres. On fait une distinction dans cette stratégie entre les gérants à biais long et à biais short. Lorsque le montant des positions acheteuses est supérieur au montant des positions vendeuses, on parle de long biais, et inversement on parle de short biais.

De plus, nous pouvons citer la stratégie global macro qui est une des stratégies phares de type directionnel qui a longtemps été utilisée et développée par les gérants Julian Robertson et George Soros. Cette stratégie repose sur les anticipations du gérant, il va exploiter des fluctuations de prix inhabituelles sur une large classe d'actifs, qui s'éloignent de leur prix en situation d'équilibre. Pour se faire, les gérants adoptent le plus souvent une analyse de type top down et vont analyser des variables telles que le taux de change, le taux d'inflation, le taux de chômage ou encore l'orientation de la politique monétaire pour évaluer leur impact sur les fluctuations des prix. Ils vont donc prendre position sur des actifs dont le prix s'écarte de leur prix moyen en situation d'équilibre et parient sur un retour à l'équilibre. Cette stratégie a longtemps été dominante, jusqu'aux événements relatifs à LTCM en 1998 ainsi que la fermeture des fonds de Robertson. Néanmoins, on constate que cette stratégie représente encore 17% des fonds hedge funds en 2009.

Le style événementiel représenté par la stratégie event driven, englobe en général 2 stratégies, les stratégies distressed securities et merger arbitrage. La stratégie event driven représente 26% des stratégies des hedge funds en 2009 et est encore beaucoup utilisée aujourd'hui. Les gérants sont plutôt spécialisés dans la corporate finance, savent exploiter les divers événements au cours du cycle de vie d'une entreprise dont il sait en retirer des opportunités d'investissement. Les gérants de la stratégie distressed securities s'intéressent davantage sur les entreprises en difficulté financière et vont pouvoir tirer un profit dans le cas d'une amélioration de la situation de l'entreprise. Le gérant cherche alors une entreprise avec un fort potentiel qui présente un mauvais rating et va racheter ses titres pour les revendre lorsque l'entreprise aura amélioré sa situation. En revanche, dans la stratégie merger arbitrage, le gérant s'intéresse aux entreprises concernées par une fusion ou acquisition. L'idée est d'exploiter le fait que le cours de l'entreprise rachetée augmentera et inversement pour l'entreprise acquéreuse. Le gérant va alors combiner des positions longues sur les titres de la société cible et des positions courtes sur les

titres de la société prédatrice. Le gérant sera d'autant plus gagnant que les positions seront prises plus tôt, néanmoins si l'opération n'a pas lieu, le gérant sera en perte.

La dernière famille de stratégie porte sur un style « arbitrage d'anticipations » dominée par trois sous-stratégies : le convertible arbitrage, l'equity market neutral et le fixed income arbitrage. Cette stratégie repose sur une stratégie d'arbitrage entre une position longue à l'achat et sur une position courte. C'est une stratégie avec de faibles risques et qui peut notamment être très performante en temps de crise par rapport aux autres stratégies d'investissement. Les 3 sous-catégories s'intéressent à des actifs différents, sur les obligations convertibles, sur le marché des taux ou sur l'évolution du marché en général. Dans le cas d'une stratégie de fixed income arbitrage, le gérant s'intéresse aux mouvements de la courbe des taux et va profiter de l'écart entre les taux fixés au moment de la couverture et après l'ajustement du marché en cas d'ajustement. Les stratégies de relative value sont assez techniques et complexes, et ne représentent pas une part très grande dans la répartition des stratégies des hedge funds. On constate que les 3 sous-stratégies représentent environ chacune 2 à 3% des stratégies des hedge funds en 2009.

Enfin, comme nous avons pu le constater avec les caractéristiques et les stratégies des hedge funds, l'objectif est d'être plus performant et cela s'est traduit par une performance croissante mais qui tend à être remis en cause depuis les diverses crises. Nous allons donc voir en quoi les hedge funds intéressent tant, en caractérisant leurs performances et les risques engendrées.

II) Les caractéristiques de rendements et de risques des hedge funds

Le profil performance-risque des hedge funds est souvent présenté comme plus attractif que celui de la gestion traditionnelle. Les gestionnaires seraient-ils en mesure de générer des rendements qui ne sont pas attribuable à des facteurs de marchés classiques ?

L'objet de cette partie est d'analyser les performances ainsi que les risques liés à ces véhicules d'investissements. Nous verrons que la question de leur mesure est très importante et qu'il existe différents outils statistiques permettant de mieux se rendre compte des risques engagés sur les marchés financiers. Nous expliciterons ces concepts afin d'analyser leur pertinence empirique au travers de plusieurs études.

A) La performance des hedge funds

Les investisseurs qui se dirigent vers les fonds spéculatifs sont à la recherche de surperformance. Il existe des mesures traditionnelles permettant d'apprécier les performances du gestionnaire.

1) Les modèles d'attribution de la performance

1.1) La mesure traditionnelle

La littérature financière moderne évalue traditionnellement la performance d'un fond à sa capacité de surperformer son univers d'investissement caractérisé par un indice de référence nommé « benchmark ». En effet, le modèle d'évaluation des actifs financiers (MEDAF) développé par William F. Sharpe en 1964 constitue le modèle de valorisation des actifs financiers de base. Le modèle de marché correspond à la version empirique du modèle et met en relation le rendement total avec le rendement du portefeuille de marché via l'équation suivante :

$$R_{i,t} = \alpha_i + \beta_i \times R_{m,t} + \varepsilon_{i,t}$$

Avec :

$R_{i,t}$ = rendement total du fond

α_i = partie du rendement non spécifique aux variations du marché

β_i = variations du rendement l'actif lié aux rendements du portefeuille de marché

$R_{m,t}$ = rendement du portefeuille de marché $\varepsilon_{i,t}$ = risque idiosyncratique¹

¹ Risque indépendant des phénomènes qui affectent l'ensemble des titres

La littérature financière moderne apprécie la performance d'un fond à travers son alpha. Ainsi, le gérant est jugé par rapport au benchmark qu'il cherche à surperformer à travers une pondération des titres spécifique. L'écart entre la performance du fond et celui de l'indice est appelé « tracking error ».

1.2) Les modèles multifactoriels

Par ailleurs, d'autres approches multifactorielles ont vu le jour dans la continuité du CAPM afin de mieux mesurer la performance de la gestion alternative. En effet, le modèle à trois facteurs de Fama et French (1993) ainsi que le modèle à quatre facteurs de Carhart (1997) montrent qu'il n'y a pas qu'un unique facteur explicatif de la performance. On symbolise ces approches au travers de l'équation suivante :

$$R_{i,t} = \alpha_t + \sum_{i=1}^k \beta_i \times F_{i,t} + \varepsilon_t$$

Avec :

F= ce que rapporte chaque facteur.

Ce type de modèle décompose ainsi la performance à travers la rémunération des différentes expositions aux risques de marchés. Lorsque l'on peut identifier les différents facteurs expliquant la performance du fond, on observe que l'alpha diminue, remettant ainsi en question les compétences du gestionnaire. Plus généralement, ces modèles permettent d'étudier un type de stratégie précis et de prévoir son évolution.

2) Les problèmes de représentativité des bases de données

Pour mesurer la performance des hedge funds, il est nécessaire de collecter à minima certaines informations tel que le track record, la valeur du fond, les encours gérés ainsi que la stratégie suivie. Il existe différents fournisseurs de donnée tels que CISDM, HFR, MSCI ainsi que TASS. Ces derniers ont accès à des univers de fonds différents se recoupant parfois. Ainsi, l'industrie ne dispose pas d'un ensemble commun afin de calculer un indice. En effet, il y a peu de fonds qui communiquent leurs informations à plusieurs bases de données. Chacune des bases de données représente donc partiellement l'ensemble des hedge funds. De ce fait, les données sont l'objet de différents biais pouvant notamment surévaluer la mesure des performances.

L'objectif de cette partie est de passer en revue les principaux biais de manière non exhaustive et de relativiser les performances de ces véhicules d'investissement.

2.1) Le biais du survivant

Le biais du survivant provient du fait que les fournisseurs excluent de leurs calculs les fonds qui ne sont plus en activité (souvent à cause de leurs mauvais résultats). Cela contribue à surestimation des rendements. D'après les études empiriques de Fung et Hsieh (2006) portant sur différentes bases de données, ce biais contribuerait à surévaluer les performances d'environ 2% par an².

2.2) Le biais de sélection

Etant donné que les hedge funds n'ont aucune obligation de révéler leurs informations, il est probable que les fonds présentant une bonne rentabilité soient prêts à fournir leurs informations à des fins publicitaires. De plus, les fournisseurs ont des critères d'entrée aussi bien qualitatifs que quantitatifs. Ces deux arguments témoignent de la surestimation des performances. Néanmoins, on peut aussi considérer que les très bons fonds n'ont pas spécialement intérêt à transmettre leurs données du fait de leur réputation qui n'est plus à faire. Il est ainsi complexe de savoir quel effet l'emporte sur l'autre et l'impact concret de ce biais. Cécile Kharoubi (2016), à l'aide de données issues de fonds « médian³ » mesure ce biais entre 1 et 2% de la performance.

2.2) Le biais d'incubation

Avant son introduction au sein d'une base de données, un hedge funds passe par une période d'incubation de 2 à 3 ans où le fonds va mettre en place et tester sa stratégie. Une fois passée cette période, le fonds fournit ses résultats au régulateur afin d'attirer de nouveaux capitaux. Le problème est que le fonds fournit ses informations à partir du moment où il le souhaite. Le gestionnaire transmet alors un track record avec un historique partiel qui l'arrange. On est donc encore en présence d'un biais haussier qui expliquerait 1,5% de la rentabilité⁴ par an. Pour Cécile Kharoubi (2006), ce biais pourrait même être valorisé jusqu'à 4,35% par an.

² Estimation moyenne retenu dans la littérature

³ Fonds n'ayant pas encore atteint sa forme optimale

⁴ Fung et Hsieh (2006)

Ainsi de par la présence de ces différents biais, on peut aisément comprendre que les indices traditionnels de performance sont faussés. Dès lors, une approche plus pertinente consiste à faire une estimation de la somme totale des biais pour ensuite calculer l'indice diminué de cette valeur en point de pourcentage de l'indice.

3) la surperformance

La littérature s'est également intéressée à la question de la surperformance des hedge funds vis-à-vis de la gestion traditionnelle. Les travaux de Fama montrent qu'il n'est théoriquement pas possible de surperformer le marché à long terme. Toutefois, on observe de nombreux contre-exemples notamment avec le fonds créé par Soros Quantum Fund qui a obtenu une performance annualisée de 32% entre 1969 et 2000 ainsi que Renaissance Technologies qui a réalisé 39,1% entre 1988 et 2018.⁵

Cette surperformance s'explique par plusieurs facteurs :

- Les hedge funds sont globalement très peu contraints dans leurs stratégies de par la réglementation limitée. Ils ont recours de manière abondante aux produits dérivés, aux effets de levier ainsi qu'aux ventes à découvert.
- Ils exploitent des inefficiences très techniques ou réglementaires qui ne sont pas accessibles aux autres acteurs. Ces opportunités notamment liées aux innovations des stratégies demeurent très limitées car celles-ci disparaissent rapidement.
- Enfin, ils s'exposent à des risques dissimulés qui ne se révèlent que dans les conditions extrêmes des marchés. La plupart des fonds de couvertures prennent de gros risques de liquidités, il est donc normal qu'ils performant plus de ce point de vue.

4) persistance de la performance

De nombreuses études empiriques ont été menées pour analyser la continuité de performance dans le temps sans pour autant aboutir à un consensus. Pour commencer, les travaux de Brown, Goetzmann et Ibbotson (1999) tendent à montrer que dans l'ensemble, il n'y aurait pas de persistance au niveau de la performance. Ils utilisent des données issues de la base V.S. Offshore Funds Directory avec un échantillon de 1 481 fonds entre 1989 et 1995. Il est

⁵ Source : Zonebourse

important de noter que leur étude portait sur des rendements annuels. Par la suite, plusieurs auteurs vont contredire cette démarche notamment en utilisant d'autres intervalle de mesure.

Agarwal et Naik (2000) montrent l'existence d'une forme de persistance en se basant sur les données de HFR (746 fonds). Ces travaux démontrent que plus l'horizon sur lequel sont mesurés les performances est grand, plus la persistance diminue. Ainsi, la persistance serait plus observable à court terme pour des rendements mensuel et trimestriels plutôt que pour les rendements annuels. De nombreux auteurs vont mener leurs propres études à l'image de Baquero, Horst et Verbeek (2002) qui arrivent aux mêmes conclusions avec un échantillon de 1797 fonds issue de la base TASS. Harri et Brorsen (2002) vont, quant à eux, mener leur étude en s'appuyant sur trois modèles différents utilisant les données la base Laporte Asset Allocation (1209 fonds). Les résultats témoignent également d'une persistance des performances à court terme. L'étude initiale de Agarwal et Naik tend également à montrer que ces résultats sont aussi bien attribuables au fait que les « bons » fonds continuent à être gagnants autant que les « mauvais » fonds continuent à être perdants.

Ainsi, la performance des hedge funds est difficile à étudier. La présence de certains biais sur les données tendent à surestimer leurs rendements. De plus, les mesures de performance traditionnelles ne sont pas adaptées aux hedge funds. Il est plus pertinent d'ajouter des profils optionnels aux différents facteurs de risque. Par ailleurs, il est important de relativiser cette performance car celle-ci s'explique notamment par les risques engagés. L'analyse de de ces risques est intéressante en ce qu'elle va nous permettre d'apprécier véritablement le profil rentabilité-risque de ces fonds.

B) Les risques des hedges funds

L'analyse de ces risques est intéressante en ce qu'elle va nous permettre d'apprécier le profil rentabilité-risque de ces fonds. Nous verrons alors la diversité de ces risques ainsi que les différents outils de mesures qu'il existe pour les évaluer.

1) Une cartographie des risques

Les hedge funds rechercheraient une performance dite « absolue » qui ne dépend pas du marché à l'inverse de la gestion traditionnelle. De ce point de vue, le gestionnaire a un rôle important car la performance du fonds dépend de ses compétences. Dès lors on distingue un premier risque d'ordre opérationnel lié aux fraudes (délits d'initiés, chaîne de Ponzi). C'est à cause de ce risque que la plupart des investisseurs préfèrent passer par des fonds de fonds.

En outre, on retrouve des risques plus classiques :

- Le risque de crédit résulte de l'incapacité de la contrepartie d'honorer ses obligations. L'objectif du prime broker est donc de s'assurer que le fonds soit sain financièrement.
- Le risque de liquidité est intrinsèquement lié aux pratiques des hedge funds. Etant donné que les investissements se font en partie sur des actifs illiquides, il y a un risque que le fonds soit dans l'incapacité de faire face à ses engagements sur le court terme. Lors de conditions extrêmes de marché, le risque de crédit et de liquidité peut se cumuler et crée de forte instabilité sur les marchés.
- Le risque de marché notamment présent pour les stratégies directionnelles s'explique par l'évolution de la volatilité des marchés qui expose les fonds à un risque de hausse ou de baisse non-anticipée dans le mouvement des prix.

2) Propriété des rendements de hedge funds

Tout d'abord, dans la théorie financière, l'hypothèse de normalité des rendements est omniprésente. La loi normale est appréciée pour sa simplicité, en effet, elle permet de connaître la distribution des rendements seulement avec deux paramètres statistiques. Ainsi, l'espérance quantifie la rentabilité et l'écart-type mesure le risque. Toutefois, à la différence des indices de marché tel que le S&P 500, les rendements des hedges funds ne sont pas gaussiens.

Tableau 2

Statistiques descriptives des indices de <i>hedge funds</i>						
	Moyenne	Écart-type	Skewness	Kurtosis	Jarque-Bera	Probabilité
<i>Fund of funds</i>	0,0075	0,0153	- 0,8959	7,2825	84,4034	0,0000
<i>Event-Driven</i>	0,0088	0,0126	- 2,4367	17,1430	876,4539	0,0000
<i>Macro</i>	0,0072	0,0188	1,0347	7,4237	93,4177	0,0000
<i>Global</i>	0,0079	0,0225	- 0,8414	8,0350	110,3849	0,0000
<i>Market Neutral</i>	0,0086	0,0040	- 0,5496	3,9568	8,3181	0,0156
Statistiques descriptives des indices de marché Actions						
S&P 500	0,0093	0,0462	- 0,2097	3,3934	1,2948	0,5234
Dow Jones	0,0086	0,0438	- 0,3791	3,1275	2,3147	0,3143
Nasdaq	0,0114	0,0967	- 0,5657	4,0501	9,3314	0,0094

Source : Cécile Kharoubi (2016), Hedge Funds, une analyse critique, p85

Le tableau ci-dessus nous montre effectivement que l'hypothèse de normalité est rejetée pour les différents indices de hedge funds. Cela s'explique de par la probabilité du test Jarque-Bera nul (ou quasi nul). Effectivement, la skewness et la kurtosis sont respectivement éloignées de 0 et 3.

Cette non-normalité peut s'expliquer par différents facteurs. Tout d'abord, ces fonds ont massivement recours à des produits dérivés rendant asymétrique la structure des rendements. Dans le cadre des stratégies optionnelles, un acheteur d'option call a une perte qui se limite au paiement de la prime tandis que les gains sont potentiellement illimités. La distribution est alors leptokurtique⁶. Par ailleurs, l'utilisation des effets de levier va également modifier cette distribution. Cela va créer une asymétrie négative⁷ qui va distordre la distribution. Ces distorsions sont également exacerbées par le fait est que les hedges funds ne sont pas limités dans l'utilisation des effets de levier et de produits dérivés. Enfin, la structure de double commissions (performance et gestion) accentue également l'asymétrie de la distribution.

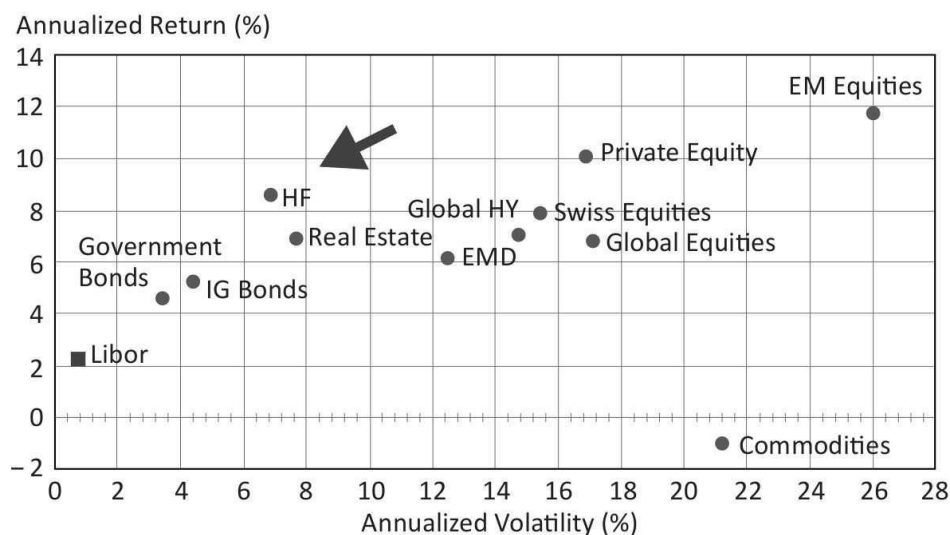
3) Les mesures traditionnelles de risques

Dans le cadre de l'hypothèse de normalité des rendements, on mesure traditionnellement le risque à l'aide de la volatilité qui correspond à l'ampleur des variations aux alentours de la moyenne. Dès lors, si l'on se contente d'étudier les deux premiers moments, on peut légitimement penser que les hedge funds surperforment largement toutes les autres classes d'actif. Le graphique 1 ci-dessous montre effectivement que ces fonds seraient moins risqués mais également plus performants. Cependant, la nature des hedge funds est non gaussienne et une telle mesure aura comme conséquence de sous-estimer les risques car elle ne prend pas en compte les moments d'ordre 3 et 4. Cette mesure donne le même poids aux pertes qu'aux gains.

Graphique 1 – Les classes d'actifs dans le paradigme rentabilité-risque

⁶ Une distribution leptokurtique possède des extrémités plus épaisses que la normale (avec une kurtosis supérieur à 3)

⁷ Une distribution dont l'asymétrie est négative lorsque sa « queue » est plus épaisse ou longue (avec une skewness négative)



Source :Natixis

Il existe d'autres outils de mesure tel que le tracking error qui est un indice qui mesure l'écart entre les performances du fonds et celles du benchmark. Or, au même titre que le bêta, cette mesure n'est pas adaptée aux hedge funds car ils ne sont pas censés suivre d'indice.

Ainsi, il est dangereux d'utiliser les mauvais outils de mesures car ces derniers tendent à sous-estimer le risque. Or, le fait de négliger un risque peut être une source de déséquilibre pour les marchés financiers.

4) Les mesures alternatives

Pour mesurer efficacement les risques des hedge funds, il est donc nécessaire d'intégrer des mesures alternatives. Toutefois, pour apprécier le profil rentabilité-risque de ces fonds, il est important d'intégrer des mesures de performance ajustées du risque.

4.1) les mesures de risques alternatives

Nous présenterons ici les outils de mesures les plus importants en pratique. La value-at-risk (VaR) mesure la perte maximale qu'un investisseur peut subir sur un intervalle de temps et un niveau de confiance donné. Il existe différents moyens de calculer la VaR. L'approche pertinente pour le cas des hedge funds est celle de Cornish-fisher qui prend en compte la kurtosis ainsi que la skewness.

Le maximum drawdown (MDD) est une mesure qui donne la perte maximale historique qui aurait pu être subie par un investisseur entré au plus haut et sorti au plus bas. Si cet écart est trop important, le gérant aura tendance à prendre de gros risques pour retrouver son niveau de rémunération. Cet intérêt diverge de ceux des investisseurs qui peuvent être exposé à des risque

conséquents. On estime qu'un MDD supérieur ou égal à 20% peut engendrer la fermeture d'un fonds. Néanmoins, cette mesure ne prend pas en considération la fréquence des pertes sévères.

Enfin, la downside semi-variance permet quant à elle de quantifier la variance des rendements en dessous d'un seuil que l'on fixe généralement à 0 afin d'isoler les rendements négatifs. Bien qu'elle intègre l'asymétrie de la distribution, elle ne se réfère à aucun modèle de référence (MEDAF, Markowitz...).

4.2) Les mesures de performance ajustée pour le risque

On peut donc maintenant utiliser des mesures de performance tenant compte des précédentes mesures alternatives du risque.

Tout d'abord, le ratio de Sharpe mis au point en 1966 par William Sharpe permet d'analyser un portefeuille en tenant compte à la fois de l'optimisation de la rentabilité ainsi que minimisation du risque. Il mesure la création de valeur par rapport aux risques engagés.

$$RS = \frac{E(R_t) - rf}{\sigma_R}$$

Le numérateur correspond à la différence entre les rendements de l'actif et le taux sans risque et le dénominateur est donc égal à l'écart-type des rendements. Lorsque le ratio est supérieur à 1, on peut considérer que la rentabilité est suffisante compte tenu des risques. Bien qu'efficace, cet outil présuppose une distribution des rendements gaussienne, ce qui n'est pas le cas de hedge funds. Ainsi, des changements vont être appliqués sur la base de ce ratio afin d'intégrer les mesures de risques alternatives évoquées plus tôt et ainsi être pertinents dans l'analyse des rendements de ces fonds

Le ratio Sortino se calcule donc de la manière suivante :

$$\text{Sortino} = \frac{E(R_t) - \text{MAR}}{\sigma_{\text{MAR}}}$$

Il reprend donc la même base que le ratio de Sharpe mais utilise la downside deviation⁸ à la place de la volatilité. De plus, il utilise le Minimum Acceptance Rate (MAR) qui correspond au hurdle rate.

Enfin, on peut également modifier le ratio de Sharpe en intégrant la value-at-risk de Cornish-Fisher au dénominateur. Ce ratio prend donc en compte la skewness et la kurtosis et permet donc d'affiner la mesure de la performance. Le tableau suivant nous montre le rang des différentes stratégies selon qu'on utilise un outil de mesure traditionnel ou alternatif.

Tableau 3 – Classement des mesures de performance

	Rang Sharpe	Rang Sortino	Rang Cornish
<i>Dist</i>	8	8	4
<i>ED-Median</i>	4	4	1
<i>Risk-arb</i>	3	3	2
<i>Fof-Div</i>	9	11	14
<i>Fof-Median</i>	10	10	12
<i>Fof-Niche</i>	5	5	7
<i>Emerging</i>	18	15	15
<i>Established</i>	6	17	5
<i>Intl</i>	12	13	11
<i>Macro</i>	11	12	16
<i>Mkt Ntrl-Arb</i>	7	7	9
<i>Long/Short</i>	2	2	13
<i>MN-Median</i>	1	1	10
<i>SS</i>	16	16	17
<i>DJIA</i>	15	14	6
<i>EAFE</i>	17	18	18
<i>NASDAQ</i>	13	6	3
<i>S&P 500</i>	14	9	8

Source : Cécile Kharoubi (2016), Hedge Funds, une analyse critique, p86

⁸ Racine carré de la downside semi-variance

Ce tableau met bien en évidence l'importance de relativiser la performance des hedge funds. Si l'on se contente d'observer le ratio de Sharpe, on pourrait conclure que ces fonds affichent de biens meilleures performances que le marché. En effet, les stratégies Market Neurtal et Long-Short sont respectivement classées 1^{er} et 2^{ème} d'après le ratio de Sharpe. Pourtant, si l'on raisonne au-delà des deux premiers moments et que l'on intègre la skewness et le kurtosis, le classement change. D'après la troisième colonne (ratio de Sharpe modifié), ces deux stratégies ne sont plus que 10^{ème} et 13^{ème}. En parallèle, les indices boursiers tel que le NASDAQ ainsi que le S&P 500 se classent respectivement 13^{ème} et 14^{ème} selon le ratio de Sharpe. Cependant, dans la troisième colonne, on distingue que ces indices sont classés 3^{ème} et 8^{èm} et présentent donc un meilleur profil rendement-risque que plusieurs stratégies de hedge funds (sur la période retenue par l'auteur).

A travers cette analyse quantitative des performances et risques des hedge funds, nous avons pu soulever l'importance d'utiliser les bons outils adaptés à la non-linéarité des rendements sous peine d'avoir des résultats faussés. Sous-estimer les risques de ces fonds peut conduire à des déséquilibres sur les marchés financiers. Nous allons donc maintenant étudier l'implication des hedge funds sur la stabilité des marchés financiers.

III) L'implication des hedge funds sur la stabilité des marchés financier

A) Le rôle des hedge funds dans les crises contemporaines

1) La crise Asiatique de 1997-1998

La crise asiatique peut être considérée comme l'une des plus importantes de sa décennie au vu de son ampleur qui toucha tout le continent. Au printemps 1997, une hausse des taux d'intérêts a rendu les investissements en Europe, aux États-Unis et au Japon moins intéressant. Cela engendrera un investissement massif en Asie, qui dans le même temps verra sa compétitivité économique baisser suite à une appréciation du dollar par rapport au yen, le yen étant fortement lié au dollar. Durant la même année, d'autres perturbations affectant la stabilité économique Asiatique sont apparues. Le bath Thaïlandais, les monnaies de l'Indonésie, la Malaisie, les Philippines ont toutes subi une très forte baisse. Des milliards sont débloqués par le FMI pour aider l'Indonésie, et la Corée du Sud qui subit dans le même temps un krach boursier. Suite à la crise Asiatique, la Russie et l'Amérique du Sud connaîtront une crise corollaire.

Le rôle des hedge funds dans la crise asiatique a été analysé afin d'en mesurer l'impact. Des accusations ont notamment été portées par le ministre des Finances japonais et le premier ministre malais sur l'implication des hedge funds, qui selon eux ont concrètement contribué aux baisses de valeurs des monnaies et à l'apparition de la crise. Deux écoles vont s'affronter. La première, celle des « investisseurs responsables » pense que les investisseurs internationaux, et par conséquent les hedge funds sont les principaux responsables de cette crise. La seconde école est celle des « fondamentaux responsables » et affirme que les responsables de cette crise sont les pouvoirs politiques.

Le FMI et des professeurs d'université ont réalisé des études pour déterminer le rôle des hedge funds dans cette crise. Ces deux études arrivent à la même conclusion, à savoir que les hedge funds n'ont pas joué un rôle important dans la crise.

La première étude montre que la taille des hedge funds est relativement petite comparée aux banques, aux investisseurs traditionnels et aux fonds communs qui pour certains, exercent dans le même secteur d'activité que les hedge funds. Si dans le passé le hedge funds ont pris position très rapidement sur des monnaies fragiles, ce n'est pas le cas en 1997 où les hedge funds étaient en retard par rapport à d'autres investisseurs, et peu de hedge funds ont pris des positions larges contre les monnaies asiatiques.

La seconde analyse du rôle des hedge funds dans la crise se veut empirique. En testant la responsabilité des hedge funds dans la chute des ⁹monnaies asiatiques prises globalement et une par une. L'étude montre qu'il aurait été impossible pour les fonds d'influencer les taux d'intérêt de quelque manière que ce soit. Durant la période de crise, aucune anormalité n'a été observée sur les positions et les profits des hedge funds et aucune preuve empirique ne montre que les hedge funds ont été responsables de cette crise.

Les balances courantes de nombreux pays asiatiques étaient négatives plusieurs années avant la crise, les fondamentaux du continent se détérioraient également. La croissance de ces pays permettait de couvrir ces déficits jusqu'en 1996 où la situation devint rapidement problématique. La politique monétaire fortement liée au dollar américain ainsi que l'opacité et la faiblesse du secteur financier sont les principales raisons de l'apparition de la crise asiatique. Les hedge funds sont un coupable trop facile d'une crise qui était inévitable au vu des Institutions en Asie et des problèmes fondamentaux présents dans cette région.

En revanche, cet exemple ne permet pas d'en faire une généralité, et nous allons voir que les hedge funds peuvent également perturber les marchés et jouer un rôle dans l'apparition de déséquilibres financiers globaux.

⁹ Monnaie des Philippines, de Taiwan, du Japon, de la Malaisie, de Singapour, de la Chine et de l'Indonésie.

2) L'implication des hedge funds dans l'aggravation du risque systémique : L'exemple des subprimes

Selon la tendance du marché, à savoir la hausse ou la baisse, l'analyse de la corrélation entre diverses classes d'actifs se fera grâce à la ¹⁰corrélation conditionnelle. Sur le marché action, l'utilisation du S&P 500 noté SP+ ou SP- correspond aux rentabilités positives ou négatives de l'indice de référence sur une période donnée. Le tableau établi ci-dessous nous montre la « corrélation conditionnelle entre les rendements des indices de hedge funds et de marché » sur la période janvier 1994 - mars 2009.

Tableau 4 : Corrélation conditionnelle entre les rendements des indices de hedge funds et de marché, janvier 1994 – mars 2009.

Stratégie de <i>hedge funds</i>	Phase haussière SP+	Phase baissière SP-	Écart de corrélation (SP+) – (SP-)
<i>Convertible arbitrage</i>	0,15	0,37	- 0,22
<i>Dedicated short bias</i>	- 0,53	- 0,46	- 0,07
<i>Emerging markets</i>	0,15	0,56	- 0,41
<i>Equity market neutral</i>	0,29	0,35	- 0,07
<i>Event driven</i>	0,19	0,59	- 0,40
<i>Fixed income arbitrage</i>	- 0,08	0,45	- 0,52
<i>Global macro</i>	0,06	0,24	- 0,18
<i>Long short equity</i>	0,31	0,48	- 0,17
<i>Managed futures</i>	- 0,06	- 0,44	0,38
<i>Multi-strategy</i>	- 0,01	0,31	- 0,33

Note : les stratégies de *hedge funds* sont décrites par les indices mensuels CSFB*/Tremont fournis par la base de données TASS. Ils reflètent les rendements nets (les commissions étant déduites) de ces fonds. La période d'étude court de janvier 1994 à mars 2009 (183 observations). Les données relatives au S&P 500 sont issues de la base de données Datastream.

* CSFB = Crédit Suisse First Boston.

SP = S&P 500.

¹⁰ La corrélation conditionnelle indique la corrélation linéaire entre deux variables, conditionnellement aux valeurs prises par une troisième variable.

Source : Sabrina Khanniche, « Les *hedge funds* : quelles implications en termes de risque systémique ? », *Revue d'économie financière* 2011/1 (N° 101), p. 87-104.
DOI 10.3917/ecofi.101.0087

Il apparaît que ces corrélations ne sont pas stables dans le temps, elles augmentent globalement et deviennent importantes lorsque le marché entre dans une situation de stress. Les différentes stratégies de hedge funds ne réagissent pas toutes de la même manière. Des situations de stress vont par exemple être moins significatives pour les stratégies managed futures et dedicated short bias. Cela s'explique par le fait que les stratégies sont établies en fonction de divers facteurs comme la volatilité du marché, les risques pris, ou d'autres éléments permettant de diversifier ses investissements afin de limiter les pertes.

Si nous nous penchons sur un autre tableau nous montrant « Le classement des rendements des indices de hedge funds associés aux pires rendements des indices de marché », les informations qui en ressortent indiquent à quel point les hedge funds sont impactés négativement par les événements du marché.

Tableau 5 : Classement des rendements des indices de hedges funds associés aux pires rendements des indices de marché.

	SP	CA	DSB	EM	EMN	ED	FIA	GM	LSE	MF	MS
30/11/2000	174	150	2	158	135	162	91	22	175	7	123
	-8,01 %	-0,47 %	13,76 %	-3,64 %	0,28 %	-0,77 %	0,70 %	3,63 %	-3,80 %	6,68 %	0,25 %
30/09/2001	175	106	50	165	156	170	135	91	155	35	155
	-8,17 %	0,74 %	2,91 %	-4,38 %	-0,05 %	-1,54 %	0,18 %	1,17 %	-1,57 %	3,65 %	-0,49 %
31/01/2009	176	1	38	115	53	103	115	46	123	114	2
	-8,57 %	5,72 %	3,69 %	-0,14 %	1,14 %	0,79 %	0,48 %	2,33 %	-0,17 %	-0,56 %	3,35 %
30/06/2008	177	146	8	137	106	149	156	55	146	23	138
	-8,60 %	-0,36 %	9,02 %	-1,59 %	0,55 %	-0,15 %	-0,47 %	2,00 %	-1,33 %	4,79 %	0,05 %
30/09/2008	178	182	165	179	182	182	181	180	182	115	180
	-9,08 %	-12,26 %	-6,08 %	-8,93 %	-1,41 %	-5,75 %	-6,80 %	-6,63 %	-7,81 %	-0,57 %	-7,35 %
28/02/2001	179	14	9	151	73	55	108	100	166	96	124
	-9,23 %	2,12 %	8,27 %	-2,89 %	0,89 %	1,59 %	0,53 %	0,99 %	-2,42 %	0,15 %	0,24 %
28/02/2009	180	104	43	143	146	166	58	124	147	104	144
	-10,99 %	0,75 %	3,22 %	-2,10 %	0,20 %	-1,13 %	1,01 %	0,21 %	-1,34 %	-0,16 %	-0,09 %
30/09/2002	181	52	11	142	155	154	170	108	128	30	85
	-11,00 %	1,37 %	8,10 %	-1,98 %	-0,03 %	-0,20 %	-1,14 %	0,76 %	-0,47 %	4,11 %	0,84 %
31/08/1998	182	179	1	183	175	183	172	175	183	1	68
	-14,58 %	-4,64 %	22,71 %	-23,03 %	-0,85 %	-11,77 %	-1,46 %	-4,84 %	-11,43 %	9,95 %	1,15 %
31/10/2008	183	183	7	182	183	181	183	177	180	20	179
	-16,94 %	-12,59 %	9,66 %	-13,63 %	-1,83 %	-5,09 %	-14,04 %	-5,13 %	-7,13 %	4,96 %	-6,94 %

Abréviations : CA = convertible arbitrage, DSB = dedicated short bias, ED = event driven, EM = emerging markets, EMN = equity market neutral, FIA = fixed income arbitrage, GM = global macro, LSE = long short equity, MF = managed futures, MS = multi-strategy, SP = S&P 500.

Note : le rang et la performance de chaque stratégie de *hedge funds* sont indiqués pour chacun des mois correspondant aux dix plus mauvaises performances mensuelles du S&P 500 au cours de la période allant de janvier 1994 à mars 2009, soit 183 mois. À titre d'illustration, au cours du mois de novembre 2000, les *hedge funds* CA ont enregistré la 150^{ème} plus mauvaise performance de ces 183 mois, soit -0,47 %, alors que pour le S&P 500, ce mois correspond à la 174^{ème} plus mauvaise performance mensuelle avec -8,01 %.

Source : Sabrina Khanniche, « Les *hedge funds* : quelles implications en termes de risque systémique ? », *Revue d'économie financière* 2011/1 (N° 101), p. 87-104.
DOI 10.3917/ecofi.101.0087

On peut voir que les performances des hedge funds sont généralement les plus mauvaises lorsque le marché est en période de stress. Ces résultats se confirment à la suite de la crise des surprimes. En septembre et octobre 2008, de nombreuses stratégies de hedge funds font face à des pertes qui n'avaient pas été enregistrées depuis près de 15 ans. Avec les crises et les défaillances de marché ont lieu des ventes en détresse, cela détériore la liquidité des marchés financiers. Les hedge funds sont en grande difficulté lors des crises car ils sont investis dans des actifs risqués et illiquides.

Boyson, Stahel et Stulz (2006) vont mettre en évidence le fait que par le phénomène de contagion, les hedge funds pratiquent généralement les mêmes stratégies, ce qui marche chez l'un va attirer les similarités chez l'autre. Ce qui signifie que les mauvaises performances d'un hedge fund avec une stratégie définie augmente la probabilité de résultat similaire chez les autres fonds adoptant les mêmes pratiques.

Lors des périodes de stress, la hausse des stratégies similaires entre les hedge funds conduit donc à un phénomène de contagion entre ces fonds adoptant généralement les mêmes stratégies. C'est cet aspect de propagation des mauvais résultats dans les phases basses du marché qui confère aux hedge funds un risque systémique. Et en voulant se couvrir de ces mauvais résultats, apparaissent des pratiques compromettant la stabilité financière.

Le fait que les hedge funds proposent des rendements attractifs provient du niveau de risque associé qui est conséquent, leurs profits et leurs pertes sont amplifiés par le levier d'endettement. Les fonds destinés aux hedge funds ne proviennent pas seulement d'une clientèle fortunée. Un grand nombre d'épargnants est concerné par le financement, ce qui engendre une préoccupation publique lors de pertes lourdes puisqu'elles touchent un grand nombre d'individus.

L'effet de levier joue un rôle important dans le risque systémique que peuvent engendrer les hedge funds, à plus forte raison quand son utilisation est de plus en plus répandue. L'utilisation la plus courante de cet outil se fait par le « prime broker » permettant aux hedge funds d'avoir accès à des crédits leur permettant d'augmenter la quantité de leurs positions longues, la seule limite de l'effet de levier étant l'accord du crédit le permettant. Les produits dérivés peuvent également servir à créer des effets de levier, l'opération reposant sur un risque élevé qui peut

rapporter plusieurs fois la somme initiale si les investissements vont dans le bon sens. Les hedge funds sont donc soumis à des risques de pertes extrêmes lorsque des chocs défavorables se produisent sur les marchés. Ces risques étant fortement amplifiés par l'utilisation d'effets de levier qu'ils utilisent sans restriction.

L'interaction entre le risque de crédit et de liquidité entraîne des ventes de détresse d'actifs afin de répondre aux ¹¹appels de marge des banques qui financent les effets de levier. Ces ventes de détresse d'actifs souvent très peu liquides, entraînent des pertes qui peuvent s'avérer énorme du fait des prix de vente très bas appliqués dans ces situations de nécessité. Ces pertes peuvent mettre en faillite des hedge funds et des banques, ce qui va paralyser le marché interbancaire, diminuer la confiance sur les marchés financiers et probablement affecter l'économie réelle. Le risque systémique associé aux hedge funds durant la crise des subprimes provient donc de la phase basse du marché engendré par l'explosion de la bulle spéculative immobilière. Cela a entraîné des mauvaises performances généralisées des hedge funds. En ne pouvant plus répondre aux appels de marges des banques du fait des résultats obtenus, les ventes de détresse ont provoqué une illiquidité générale des marchés au moment où le marché avait justement besoin de liquidités. Les pertes générées par les banques se sont propagées, et ont affecté le marché interbancaire. La confiance entre les acteurs du système financier s'est effondrée et a nécessité des plans de sauvetages colossaux de diverses institutions afin d'assurer des financements aux banques pour leur éviter la faillite. L'économie réelle a largement subi les conséquences de cette crise, alimentée par le risque systémique causé par les hedge funds.

Très récemment, le fonds spéculatif Archegos est un exemple intéressant de l'illustration de ces différents mécanismes. Tout d'abord avec l'effet de levier, Archegos possédait à peu près 10 milliards de capitaux propres et investissait six à sept fois cette somme en empruntant auprès des banques. Soit un effet de levier de 7, ce qui est très élevé. Les banques ayant agi en tant que courtiers principaux ont perdu des milliards de dollars lorsqu'elles ont été obligées de liquider les positions du hedge fund dans des sociétés cotées en bourse lorsque ce dernier n'a pas répondu aux appels de marge. Les pertes enregistrées par les banques font partie des pires enregistrées depuis une dizaine d'années à Wall Street après la vente à prix réduit des

¹¹ L'appel de marge correspond à l'alerte d'un courtier envers un investisseur pour lui signifier que les fonds disponibles sur son compte ne sont plus suffisants pour maintenir une position avec effet de levier ouverte, ce qui entraîne les ventes de détresse.

possessions d'Archegos. Cela amène encore une fois un questionnement autour des réglementations bancaires et des limites de l'effet de levier.

3) Le rôle des hedge funds dans la crise Grecque

La Grèce fait son entrée dans la zone euro en janvier 2001. Pour ce faire, elle devait répondre aux trois critères du Traité de Maastricht qui sont un déficit budgétaire inférieur à 3 % du PIB, un taux d'inflation sous contrôle et un endettement public inférieur à 60 % du PIB. C'est en 2004 que les véritables valeurs concernant son déficit budgétaire sont révélées. En 2009, d'autres données seront exposées montrant les falsifications des chiffres grecs. Grâce à l'euro, la Grèce profite d'un taux d'emprunt avantageux sur les marchés financiers et s'endette pour financer sa croissance. En 2009, la dette grecque va s'élever à 279 milliards d'euros, ce qui équivaut à 115 % de son PIB. La découverte de ces informations va entraîner une baisse de la note de la dette grecque par les agences de notations et une augmentation du taux d'intérêt pour les emprunts que la Grèce va réaliser sur les marchés financiers. La dette continue de progresser, et des opportunités vont apparaître pour les hedge funds. Suite à la situation alarmante de la Grèce, en 2010, le FMI et le fonds européen vont débloquent un premier plan de relance de 110 milliards d'euros qui devra s'associer à une ¹²politique d'austérité de la Grèce. En 2012, un deuxième plan d'aide est débloquent, et des hedge funds tels que Third Point, Appaloosa Management, Natixis AM ou Star Cap vont estimer qu'il serait intéressant d'acquérir des obligations grecques, à un prix devenu dérisoire du fait de la situation économique du pays. En 2012, les titres s'échangeaient approximativement à 40 % de leur valeur. Les hedge funds ont acheté des titres à très courte échéance, tout en se couvrant contre le risque avec l'acquisition de CDS sur les titres grecs, leur permettant de ne pas subir des risques de défauts. Les hedge funds récupèrent les coupons des obligations, et la mise initiale qu'ils ont obtenue pour moins de la moitié du prix. Les spéculateurs ont donc intérêt à ce que la Grèce puisse rembourser afin de maximiser leurs profits, qui seraient plus faibles avec un défaut et une couverture CDS, ou avec un défaut sans couverture qui engendrerait des pertes. Les plans de financements publics accordés à la Grèce, notamment par le fonds européen et le FMI, garantissaient tous les remboursements de court terme de la dette du pays entre 2010 et 2013, ce qui a permis aux hedge funds de réaliser de grands bénéfices au détriment de la Grèce. Cela a valu une si

¹² Mise en place d'une augmentation des impôts, de baisses des salaires, réduction des investissements publics... Ces mesures servent à réduire les dépenses de l'État en augmentant ses profits

mauvaise réputation aux hedge funds, qualifiés de « fonds vautours », s'enrichissants grâce à des fonds accordés à un pays en crise. Ces fonds étant accordés en échange de la mise en place de politiques d'austérité, éprouvant tout le peuple grec, malgré une efficacité économique nulle.

Les hedge funds contribuent donc d'une certaine manière à l'enlissement de la Grèce dans l'accumulation de sa dette. Cette crise a généré de fortes perturbations sur les marchés financiers à courts termes avant de se stabiliser avec le temps. En 2020 un tiers des Grecs vivent sous le seuil de pauvreté malgré une croissance du PIB Grec qui devient positive depuis 2017, mais qui subissait une contraction durant les neuf années avant cette date. En 2032, la Grèce devra rembourser une grande partie des échéances de leur dette, ce qui causera probablement de nouvelles perturbations sur les marchés financiers, et la possible intervention des « fonds vautours »

Suite à ces crises contemporaines, le fonctionnement des hedge funds ainsi que leurs méthodes d'investissement vont être largement analysés. Les problèmes majeurs associés aux hedge funds vont tenter d'être identifiés afin d'en connaître les causes et de limiter les effets négatifs pouvant intervenir à l'avenir.

B) L'après crise des subprimes

1) Shadow banking

Le terme de « shadow banking » est employé pour désigner les institutions financières se positionnant en parallèle du système financier traditionnel comprenant les structures bancaires. Plusieurs critères ont été établis par la Commission européenne pour caractériser le shadow banking. On y retrouve un grand nombre d'activités des banques traditionnelles, à savoir la collecte de dépôts, le transfert de risque de crédit, également appelé titrisation et qui a joué un rôle important dans la diffusion de la crise des subprimes. On compte également dans ces critères les effets de levier ou les opérations de transformations de liquidité ou d'échéances. Plusieurs entités correspondent à ces critères en exerçant ces pratiques, notamment les hedge funds.

La crise des subprimes a questionné sur la dangerosité du shadow banking mais la Commission européenne souligne ses avantages. Ce système agit comme une alternative aux banques traditionnelles, et permet d'effectuer une meilleure allocation des ressources grâce à la grande

spécialisation de ses acteurs. Néanmoins, ce système possède également des inconvénients. Le principal, se trouvant dans son nom, étant l'opacité que génère le shadow banking. Les régulations et les contrôles sont beaucoup plus rares que dans le système bancaire traditionnel. Cet aspect est d'autant plus important du fait que l'activité financière des hedge funds est passée de 22 trillions de dollars en 2002 à plus de 50 trillions fin 2011, ces chiffres correspondant à la moitié des actifs des banques, et environ 35 % du système financier mondial. Les hedge funds ne présentent pas de risque systémique par leur taille, ni par leurs engagements, qui à l'exception de certains marchés, ne dépassent pas 1 % de sa taille. Leurs niveaux de levier sont estimés entre 2,5 et 3,5 en moyenne ce qui n'est pas excessif comparé aux taux employés par les institutions bancaires. La crise des subprimes démontre-t-elle par conséquent que les hedge funds n'ont joué aucun rôle ? Ce n'est pas le cas. Nous avons vu que ce n'est pas tant les actions, les pratiques ou des modes de fonctionnement des hedge funds qui posent problème, mais plutôt leur opacité. La crise des subprimes illustre parfaitement la manière dont les banques ont interagi avec le shadow banking au travers de financements opaques, de titres spéculatifs et d'effets de levier, qui, lorsqu'ils ont été utilisés de manière opaque n'ont pas permis de voir l'état de la crise, ce qui a engendré des pertes de confiance énorme entre les agents du système bancaire, et des déséquilibres financiers qui ont impacté l'économie réelle dans son ensemble.

2) La régulation des hedge funds

2.1) La régulation directe

Les discussions autour de la régulation des hedge funds proviennent de leur potentielle implication dans l'apparition de risques systémiques. C'est après la crise de 2008 que des réformes vont être prises suite aux événements qui ont précédés. Plusieurs approches ont été soumises afin de résoudre ce problème. Les réglementations directes, consistant à viser directement les hedge funds, ne semblent pas être la meilleure option. Le rôle de la réglementation est de prévenir du risque systémique tout en bénéficiant de la liquidité et de l'efficacité qu'apportent les hedge funds aux différents marchés. Les priorités de régularisation ont pour objectif de limiter les conséquences des externalités engendrées par les hedge funds sur les autres acteurs du système financier. Différentes approches sont employées, en Europe, on va conjointement utiliser les régulations directes et indirectes, tandis qu'aux États-Unis on va privilégier la seconde option. La réglementation directe débute avec l'idée d'enregistrer les

hedge funds au sein de la Securities and Exchange Commission (SEC), qui serait la base de toute mise en place de réglementation directe, mais cette application semble difficile à mettre en place. Des réglementations sur le passifs et l'actif des hedge funds sont envisagés. Plusieurs axes de régulations comme l'interdiction de ventes à découvert et la limitation de l'effet de levier se heurtent au manque de coordination à l'international. Cela nécessiterait une évolution des réglementations des pays de résidence des hedge funds. Chaque mesure pour être plus efficace et générer un meilleur contrôle nécessite un enregistrement des hedge funds et un suivi approfondi, une réglementation directe impactera tous les acteurs du marché si on ne peut pas cibler précisément les hedge funds.

2.2) La régulation indirecte

Intéressons-nous maintenant à la réglementation indirecte. Si la régulation directe des hedge funds semble plus difficile à mettre en place, les hedge funds fonctionnent avec des contreparties réglementées et utilisent les services d'institutions financières également réglementés. En régulant les entités qui permettent aux hedge funds de fonctionner, on régule indirectement les hedge funds. Pour cela des contrôles comprenant la vérification des systèmes opérationnels, le niveau de fonds propres pour gérer les risques résiduels ou la vérification des systèmes opérationnels sont employés dans le cadre d'une limitation du risque systémique. Les instances de régulation et les autorités de marché tentent par ces biais de limiter la transmission et l'amplification des chocs de liquidité entre le système bancaire que représentent les hedge funds et le système bancaire traditionnel.

2.3) Les axes de régulation nécessaires

Ces mesures semblent tout de même relativement peu efficaces concernant le possible risque systémique que peuvent engendrer les hedge funds. Les deux grands principes de réformes permettant de limiter ce risque s'orientent plutôt vers la discipline de marché, et la limitation des effets de levier excessifs. Ces mesures ont pour but de réduire les asymétries d'informations

et de mettre un terme aux contrats de rémunérations asymétriques des gérants de hedge funds qui leurs permettent d'engendrer des profits importants avant que le fond fasse faillite ou engendre des risques systémiques. Nous avons vu la difficulté que peut générer la mise en place de telles réglementations. Pourtant exercer davantage de pression sur les banques vis-à-vis des effets de levier qu'elles permettent d'accorder aux hedge funds est très important. Nous avons vu précédemment avec Archegos, et ici avec les subprimes, les répercussions que cela peut avoir.

Les hedge funds n'ont pas d'obligations légales à divulguer leurs informations et leurs stratégies, lorsqu'elles le font, cela permet généralement de les mettre en valeur ou de mettre en confiance des investisseurs. Le problème étant que pour une discipline de marché efficace, une transparence effective est une condition préalable. Des informations privées des hedge funds permettraient de mieux appréhender le risque de liquidité de marché, point très important de la crise financière.

Le fait que les contrats de gérants soient établis de manière asymétrique en fonction des gains et des pertes favorise la prise de risque, ce qui ne va pas dans le sens des investisseurs. Le partage des risques entre les investisseurs et les gérants est inexistant. La reformulation des contrats permet aux investisseurs de redevenir les principaux, le but est de réduire les conflits d'intérêts qui nuisent aux opportunités d'investissements. Mais de tels contrats ne peuvent être mis en place sans mesure institutionnelles.

CONCLUSION

Ainsi, nous avons pu voir que les hedge funds sont des véhicules d'investissements plus ou moins opaques dont les performances suscitent un intérêt croissant depuis 30 ans. Cette rentabilité doit être nuancée car elle est souvent faussée par des mesures traditionnelles non adaptées à la nature de leurs rendements. Il est donc nécessaire d'utiliser les bons outils statistiques afin d'apprécier le véritable profil performance-risques de ces fonds sans quoi les risques seront sous-évalués et pourront affecter la stabilité des marchés financiers. Si les profits générés par les hedge funds peuvent paraître importants, cela s'explique par leurs risques élevés. Ces risques sont grandement corrélés aux fluctuations du marché et les pertes ont donc davantage de chance de se produire dans des périodes basses du marché ou de crises. C'est pourtant dans ces périodes de crise que les hedge funds devraient apporter des liquidités au marché. Les hedge funds peuvent donc s'avérer utile dans les périodes prospère du marché, mais dans le cas contraire, ils s'avèrent être un possible danger au niveau systémique qui entraîne des réactions en chaîne suite à ses pertes, qui vont se propager aux autres hedges funds, puis aux entités qui les finance. Les hedges funds sont à la recherche de toujours plus de profits, ce qui peut parfois entrer en opposition avec la stabilité des marchés financiers. C'est cet objectif de profit qui explique par exemple les rachats de titres obligataires grecs, un pays au bord de la faillite. La mise en place d'effets de leviers démesurés ayant contribué au risque systémique et à la propagation de la crise des subprimes est un autre exemple. Des régulations sont donc nécessaires pour encadrer les actions des hedge funds et limiter leur impact négatif sur les marchés financiers tout en bénéficiant des avantages qu'ils peuvent octroyer.

Cela nous amène à nous questionner sur les changements structurels des hedge funds et des institutions afin de rendre les hedge funds au service de la stabilité financière tout en réduisant leur rôle dans la propagation de crises.

Bibliographie

Ouvrages :

Agarwal, V., et N. Y. Naik. Capocci, Daniel. 2004. Introduction aux hedge funds. Paris: Economica, 352 p« Multi-Period Performance Persistence Analysis of Hedge Funds ». Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol. 35, no. 3, p. 327-342.

Aglietta, M., Khanniche, S., & Rigot, S. (2010) « Les hedge funds entrepreneurs ou requins de la finance ? » PERRIN.

Baquero, G., I. Horst, et M. Verbeek. 2002. « Survival, Look-Ahead Bias and the Persistence in Hedge Fund Performance ». ERiM Report Series Research in Management, p. 1-32.

Fung (W.) et Hsieh (D. A.) (2006) “Hedge fund : an industry in its adolescence”, Federal Reserve Bank of Atlanta Economic Review, 91 (Fourth Quarter), p. 1-33.

Goetzmann, W. N., et R. G. Ibbotson. 1994. « Do Winners repeat? Patterns in Mutual Fund Performance ». Journal of Portfolio Management, Vol. 20, no. 2, p. 9-18.

Harri, A. et B. W. Brorsen. 2002. « Performance Persistence and the Source of Returns for Hedge Fund ». Working paper, Oklahoma State University.

NAZAROVA S. et TEÏLETCHÉ J. (2006), « La VaR des hedge funds », B&M, vol. 84, septembre-octobre, p. 61-74.

Monarcha, G., & Teïletche, J. (2013). *Les hedge funds*. Editions La Découverte.

Nicole M. Boyson et Christof W. Stahel et Rene M. Stulz, 2006. « [Is There Hedge Fund Contagion?](#) », [NBER Working Papers](#) 12090, National Bureau of Economic Research, Inc.

Sabrina Khanniche, « Les *hedge funds* : quelles implications en termes de risque systémique ? », *Revue d'économie financière* 2011/1 (N° 101), p. 87-104.

Articles et sites web :

Aglietta, M. & Rigot, S. (2009). Hedge funds : la fin du laissez-faire. *Revue économique*, 3(3), 693-702. <https://doi.org/10.3917/reco.603.0693>

Aliaj, O. (2021, 5 mai). Archegos prepares for insolvency as banks seek compensation for \$10bn losses. Financial Times. <https://www.ft.com/content/8062ef53-790f-4470-99d5-265335a72334>

Capital.fr. (2012, 23 octobre). Ces hedge funds qui spéculent sur la dette grecque. <https://www.capital.fr/entreprises-marches/ces-hedge-funds-qui-speculent-sur-la-dette-grecque-769472>

Gatinois, C. (2011, 13 juillet). Pour les hedge funds, spéculer sur la dette souveraine peut rapporter très gros. Le Monde.fr. https://www.lemonde.fr/economie/article/2011/07/13/pour-les-hedge-funds-speculer-sur-la-dette-souveraine-peut-rapporter-tres-gros_1548139_3234.html

Hedge Fund Investing & Regulation. (s. d.). CFA Institute. <https://www.cfainstitute.org/en/advocacy/issues/hedge-funds>

How Hedge Funds Created a Financial Crisis for Millions. (s. d.). The Balance. <https://www.thebalance.com/how-hedge-funds-created-the-financial-crisis-3306079>

Segond, V. (2012, 15 janvier). Quand les « hedge funds » jouent contre le sauvetage de la Grèce. La Tribune. <https://www.latribune.fr/actualites/economie/union-europeenne/20120115trib000678108/quand-les-hedge-funds-jouent-contre-le-sauvetage-de-la-grece.html>

Shadow banking : principe et dangers. (2020, 31 décembre). Capital.fr. <https://www.capital.fr/votre-argent/shadow-banking-1389751>

