



Paris, le 16 avril 2007

## **Communiqué de presse**

### **Revue de la Stabilité Financière**

### **Numéro spécial consacré aux Hedge Funds**

En raison de leur rôle sur les marchés financiers, les *Hedge Funds* suscitent un intérêt croissant ; la Banque de France a donc décidé de leur consacrer entièrement le 10<sup>ème</sup> numéro de sa Revue de la Stabilité Financière.

Afin d'apporter un éclairage sur les multiples questions qui se posent dans ce domaine, la Revue rassemble différents points de vue émanant de professionnels et d'économistes représentant aussi bien les institutions financières, les milieux universitaires, les autorités de surveillance ou les banques centrales. Ainsi, ces diverses contributions permettent de mieux cerner les thèmes majeurs en matière de stabilité et de régulation financières et participent au débat sur les défis que les *hedge funds* posent à l'économie mondiale.

Vous trouverez ci-dessous la table des matières de ce numéro spécial, un résumé de chaque article écrit par les contributeurs ainsi que la traduction intégrale des articles de Christian Noyer, Gouverneur de la Banque de France et de Danièle Nouy, Secrétaire général de la Commission Bancaire. La revue est également disponible sur le site de la Banque de France : [www.banque-france.fr/](http://www.banque-france.fr/)

---

#### **Contact Presse**

Corinne Dromer: 01 42 92 44 30 / 06 74 00 33 74  
Service de presse: 01 42 92 39 00

#### **Table des matières :**

- **Hedge funds, transfert du risque de crédit et stabilité financière**  
*Roger T. Cole, Greg Feldberg, David Lynch*
- **Evolution et regulation des hedge funds**  
*Andrew Crockett*
- **Quelle forme de réulation pour les hedge funds ?**  
*Jon Danielsson, Jean-Pierre Zigrand*
- **Hedge funds et stabilité financière**  
*Mario Draghi*
- **Hedge funds et risque systémique**  
*Roger Ferguson et David Laster*
- **Stratégies de réplication des hedge funds : conséquences pour les investisseurs et les régulateurs**  
*William Fung et David A. Hsieh*
- **Hedge funds et prime broker dealers : éléments de proposition en matière de „bonnes pratiques“**  
*Philipp M. Hildebrand*
- **Exigences de transparence et hedge funds**  
*Callum McCarthy*
- **Risques et rendements des activités bancaires liées aux hedge funds**  
*Jean-Pierre Mustier et Alain Dubois*
- **La supervision indirecte des hedge funds**  
*Danièle Nouy*
- **Quelles sont les principales questions liées aux hedge funds ?**  
*Christian Noyer*
- **La surveillance des hedge funds : un point de vue de stabilité financière**  
*Lucas D. Papademos*
- **Le monde des hedge funds : préjugés et réalité**  
*Michel Prada*
- **Conditions financières, gestion alternative et risques politiques : tenter de comprendre notre époque**  
*Raghuram G. Rajan*
- **Les hedge funds sur les marchés émergents**  
*William A. Rybak*
- **Les fonds de hedge funds : origine, rôle et perspectives**  
*Patrick Stevenson*
- **Hedge funds : un point de vue de banque centrale**  
*Axel A. Weber*

## Résumés des articles

## ***Hedge funds, transfert du risque de crédit et stabilité financière***

**ROGER T. COLE, GREG FELDBERG, DAVID LYNCH**

*Director, Assistant to the Director and Senior Supervisory Financial Analyst*

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

Au cours de la dernière décennie, l'attention portée par les banquiers centraux et les autorités de surveillance aux *hedge funds* s'est accrue en raison du rôle de plus en plus important que ceux-ci jouent sur les marchés financiers mondiaux. La croissance de ce secteur a renforcé de manière significative l'efficacité de marché et la stabilité financière en accroissant la liquidité sur de nombreux marchés financiers, en améliorant le processus de découverte des prix et, enfin, en abaissant le coût du capital. Ces fonds et leurs stratégies d'investissement alternatives ont contribué à une expansion significative des marchés mondiaux et permis d'accélérer l'essor de produits tels que les dérivés de crédit, les CDO (*collateralized debt obligations*) et la titrisation d'une gamme croissante d'actifs traditionnellement peu liquides. Toutefois, le manque de transparence et l'absence d'un système de surveillance de ces véhicules de placement ont conduit les autorités monétaires et de supervision à s'inquiéter des enjeux en termes de protection des clients et de risque systémique. Le présent article traite des questions clés auxquelles les superviseurs sont confrontés du fait de la croissance récente des fonds d'investissement privés et des changements rapides en matière de transfert du risque de crédit. Il examine en particulier les implications de ces évolutions pour la stabilité financière et le risque systémique.

## ***Évolution et régulation des hedge funds***

**ANDREW CROCKETT**

*President*

**JPMorgan Chase International**

Sur la période récente, les *hedge funds* ont suscité une attention croissante, liée, notamment, au fait que les investissements effectués dans ces fonds sont devenus monnaie courante. La faveur croissante que rencontrent ces véhicules de placement auprès des investisseurs est allée de pair avec une rapide augmentation de leur nombre de fonds et du volume des actifs gérés. En partie, cet intérêt accru a également résulté des inquiétudes relatives à l'influence déstabilisatrice que les *hedge funds* pourraient exercer dans certaines circonstances. Compte tenu de l'augmentation de la part de marché de ces fonds et de leur plus grande « visibilité » sur le marché, des craintes ont été exprimées à propos du manque de transparence et de l'absence de réglementation du secteur. Même si l'attention portée aux *hedge funds* est récente, leur origine remonte à plus de cinquante ans. Il est généralement admis que le premier de ces fonds a été créé en 1949 aux États-Unis par Alfred Winslow Jones. Le terme de *hedge fund* (fonds de couverture), qui n'a été forgé qu'ultérieurement, a été retenu parce que le style de placement du fonds d'origine était conçu pour rester neutre aux évolutions générales des marchés en combinant des positions courtes et longues. De cette manière, les fonds pouvaient chercher à réaliser des rendements absolus dans des conditions de marché variables. Sur la période plus récente, toutefois, le terme de *hedge fund* est appliqué à tout véhicule de placement collectif privé destiné à des investisseurs « sophistiqués », peu réglementé et ayant recours à l'effet de levier. Depuis les années cinquante, le nombre de *hedge funds* a constamment progressé, tout comme le volume d'actifs gérés. Des statistiques précises font défaut, compte tenu de l'absence d'obligation de déclaration et des difficultés qu'il y a à définir un champ de couverture exhaustif des institutions concernées. Toutefois, la croissance la plus rapide a probablement été observée au cours de la période écoulée depuis 1990, avec une interruption en 1998-1999 liée à la quasi-faillite de *Long Term Capital*

*Management* (LTCM). L'attention des régulateurs pour les *hedge funds* remonte à une dizaine d'années, à l'affaire LTCM et à la crise financière asiatique survenue à peu près à la même période. Les problèmes rencontrés par LTCM ont mis en évidence la taille de certains fonds et leur capacité, par l'intermédiaire de leurs positions à effet de levier auprès d'un certain nombre de contreparties, à générer des répercussions systémiques. La crise asiatique a, selon certains, montré que le pouvoir de marché de ces fonds pouvait, dans certaines circonstances, saper les politiques des autorités. À la suite de ces épisodes, une série de rapports officiels relatifs aux activités des *hedge funds* et aux questions concernant le principe et les modalités de la régulation de ces fonds ont été publiés. Dans cet article, je commencerai par analyser les caractéristiques qui distinguent les *hedge funds* des autres instruments d'investissement. Je poursuivrai en examinant les tendances récentes du secteur et les évolutions potentielles futures. J'évaluerai ensuite certaines des interrogations exprimées à propos de leur régulation et conclurai par quelques remarques sur les approches alternatives en la matière.

## Quelle forme de régulation pour les *hedge funds* ?

JÓN DANIELSSON, JEAN-PIERRE ZIGRAND

*Professors*

**London School of Economics and Financial Markets Group**

En raison de la croissance ininterrompue des actifs qu'ils gèrent et de la nature non régulée et opaque de leur activité, les *hedge funds* sont devenus une source de préoccupation majeure pour les autorités. Alors que, jusqu'à présent, les *hedge funds* sont restés largement non régulés, les appels à la régulation se multiplient, tant pour des raisons microprudentielles que macroprudentielles. À nos yeux, ces démarches sont essentiellement fondées sur une perception erronée de l'efficacité des régulations financières et un défaut de compréhension de la contribution des *hedge funds* au système financier. L'élargissement de la clientèle fait naître de réelles interrogations sur la protection des investisseurs. Cependant, il serait peu judicieux d'assouplir les critères de qualification des investisseurs particuliers. Les placements effectués par des institutions régulées, en particulier les fonds de pension, dans les *hedge funds*, soulèvent des questions plus importantes. Dans la mesure où ces institutions bénéficient d'une protection publique directe ou indirecte, leurs investissements dans les *hedge funds* doivent être réglementés. Or, de telles régulations sont plus efficaces si elles sont mises en œuvre du côté de la demande, par le régulateur des fonds de pension, que si elles s'appliquent directement aux gérants des fonds. Les *hedge funds* apportent des avantages considérables, non seulement à leurs clients et gérants mais surtout à l'économie dans son ensemble, en raison de leur contribution à la découverte des prix, à l'efficacité des marchés, à la diversification et par leur aptitude à limiter l'ampleur d'une crise, rôle que les institutions régulées ne peuvent aisément jouer du fait de leurs contraintes de fonds propres, de performance relative et d'autres facteurs. Il serait néanmoins imprudent de soustraire les gérants de *hedge funds* à toute forme de régulation, dans la mesure où la défaillance d'un fond d'importance systémique peut créer une incertitude telle qu'elle entrave les transactions des marchés et, pire, nuise à l'économie réelle. Ces questions ne peuvent pas être résolues par une méthodologie réglementaire classique fondée par exemple sur la publication d'informations et l'exercice restreint de certaines activités. En réalité, les superviseurs ont intérêt à ne pas réglementer les *hedge funds* dans leur gestion quotidienne. Néanmoins, le régulateur doit être en mesure de mettre fin à l'incertitude en termes de disponibilité de l'information, qui résulterait de la défaillance d'un *hedge fund* d'importance systémique. Dans ce cas, les sociétés de courtage (*prime brokers*) et les autres banques clientes seraient, *de facto* ou *de jure*, tenues de contribuer à supprimer rapidement toute incertitude de cette nature. À cette fin,

l'organisation de consultations ciblées et la mise en place de plans de secours sont essentielles.

## **Hedge funds et stabilité financière**

**MARIO DRAGHI**

*Chairman*

**Financial Stability Forum**

*Governor*

**Banca d'Italia**

Beaucoup a été fait jusqu'ici pour limiter les risques que font peser les *hedge funds* sur la stabilité financière, tout en évitant les restrictions inutiles qui fausseraient le jeu des forces du marché et empêcheraient ces fonds de continuer de jouer leur rôle sur les marchés actuels. Néanmoins, dans un contexte de changement permanent de l'environnement des marchés financiers, les intervenants de marché et les autorités de supervision ne doivent pas relâcher leur attention afin de bien appréhender les évolutions de marché en cours et remédier rapidement à toute insuffisance des systèmes de gestion du risque de contrepartie ou de la discipline de marché. Les opérateurs semblent aujourd'hui globalement assez bien protégés contre les risques de contrepartie directement liés à des défaillances de *hedge funds*, mais l'efficacité des dispositifs d'appels de marge en cas de forte détérioration des conditions de liquidité et de marché mérite un examen plus approfondi. Les conséquences financières plus larges, du type perturbation de la liquidité de marché et des prix, d'un choc affectant les *hedge funds* et d'autres institutions à effet de levier restent difficiles à mesurer. Cette situation souligne l'importance d'une amélioration des exercices de simulation de crise (*stress test*) et d'analyse des scénarios. Un défi essentiel à cet égard consistera à améliorer l'évaluation et réduire l'ampleur du risque de perte extrême pour tous les participants clés du système financier, afin que des anticipations irréalistes en matière de transfert des risques ne créent pas un aléa moral et des risques plus élevés pour le secteur financier.

## **Hedge funds et risque systémique**

**ROGER FERGUSON ET DAVID LASTER**

*Head of Financial Services and member of the Executive Committee*

*and Senior Economist, Economic Research & Consulting*

**Swiss Re**

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

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

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

**WILLIAM FUNG ET DAVID A. HSIEH**

*Visiting Professor*

**London Business School**

*Professor*

**Duke University**

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

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

**PHILIPP M. HILDEBRAND**

*Vice-Chairman Elect\**

**Governing Board, Swiss National Bank**

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

renforcement de la régulation : la protection des investisseurs, la protection de l'intégrité du marché et la protection du système financier. Le lien entre *hedge funds* et stabilité financière tient au risque d'une répercussion, sur une ou plusieurs grandes banques opérant au plan international, de pertes importantes subies par un ou plusieurs fonds. Le présent article examine les avantages et les risques associés aux *hedge funds*. Il explique comment élaborer des normes de bonnes pratiques qui viseraient à renforcer la relation de crédit entre les prestataires de services de courtage (*prime broker dealers*) et les *hedge funds*. L'objectif précis d'une telle norme, acceptée au plan international, serait de réduire au minimum le risque que les relations de crédit entre *prime broker dealers* et *hedge funds* ne se dénouent de façon désordonnée dans des périodes de fortes tensions sur les marchés. La proposition comporte les éléments suivants :

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

\* À partir du 1er mai 2007

## Exigences de transparence et *hedge funds*

**CALLUM MCCARTHY**

*Chairman*

**UK Financial Services Authority**

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

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

L'article décrit également les travaux d'enquête menés par la FSA, en rapport avec son objectif de confiance des marchés et de stabilité financière, auprès des principaux opérateurs de marché, afin de suivre leurs engagements vis-à-vis des *hedge funds*, ainsi que la



surveillance fondée sur les risques exercée par la FSA sur les gérants de *hedge funds* au Royaume-Uni.

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

**JEAN-PIERRE MUSTIER ET ALAIN DUBOIS**

*Chief Executive Officer*

**SG Corporate & Investment Banking**

*Chairman of the Board*

**Lyxor Asset Management**

On dénombre quelque 10 000 fonds d'investissement spéculatifs (*hedge funds*) dans le monde, gérant des actifs de plus de 1 500 milliards de dollars. Les activités de banque d'investissement sont de plus en plus imbriquées avec les *hedge funds*, dans la mesure où ceux-ci obtiennent des financements bancaires par le biais de services de courtage (*prime brokerage*) et sont clients ou contreparties de banques pour toutes les catégories de produits. Ainsi, le développement des *hedge funds* a créé de nombreuses opportunités pour les banques d'investissement. Les banques tirent directement profit des opérations des *hedge funds* dans la mesure où ceux-ci sont leurs clients. Toutes les activités de marché en bénéficient, des services de courtage aux produits dérivés en passant par la recherche. Les services de courtage sont devenus une source croissante de revenus. L'offre de dérivés, qui va des produits standards à des produits plus complexes, sur mesure et exotiques représente un segment d'activité important pour les banques. Les *hedge funds* sont également des sous-jacents possibles pour des produits dérivés. De nombreuses banques, y compris la Société générale, ont développé des activités de vente d'options sur *hedge funds* ainsi que de financement de produits à levier sur fonds de fonds (*funds of funds*). Les banques d'investissement ne tirent pas seulement un profit direct des opérations des *hedge funds*. Elles en bénéficient également indirectement à travers l'augmentation des activités de négociation : sur certains marchés spécialisés spécifiques, tels que celui des produits dérivés structurés complexes, il n'y aurait pas de marché sans l'existence de *hedge funds* qui sont prêts à assumer les risques. Ensemble, ces deux partenaires imbriqués que constituent les *hedge funds* et les banques d'investissement ont accru la diversification et l'efficacité des marchés de capitaux. Les avantages que ce système apporte à l'économie dans son ensemble sont largement admis. Les *hedge funds* apportent non seulement des avantages importants à l'économie en général, mais leurs risques sont gérables. Les risques pour les investisseurs sont surestimés. Quelle que soit la mesure du risque, les *hedge funds* apparaissent nettement moins risqués que les actions. S'agissant des risques opérationnels, le marché lui-même est capable de créer des solutions de protection. Des travaux de recherche ont montré que l'on pouvait traiter le problème des risques opérationnels de la façon la plus complète en utilisant les plate-formes de comptes gérés, telles que la plate-forme Lyxor. Les risques pour les banques sont maîtrisés et la recherche d'une optimisation du niveau des appels de marge (*risk-based margining*) a considérablement amélioré leur gestion du risque. En général, les banques affectent des ressources importantes au suivi des *hedge funds* qualitativement par le biais des obligations de vigilance (*due diligence*). Elles mettent également en place différents types de limites afin de couvrir les différents aspects du risque, limites nominales, limites calculées à partir des simulations de crise, limites sur le delta, limites sur le vega, limites sur l'espérance de perte extrême (*expected tail loss*). En outre, elles régulent leurs exigences de fonds propres en utilisant non seulement la valeur en risque, outil habituellement utilisé par les banques pour couvrir les risques de marché, mais aussi les pertes simulées sur la base des scénarios les plus défavorables. Ces modèles très sophistiqués sont tout à fait convaincants. Il n'y a aucune raison de croire qu'ils ne fonctionneront pas en situation de crise. Certains développent des considérations générales sur l'existence d'un risque systémique propre, qui ne serait pas lié au



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

## La supervision indirecte des *hedge funds*

DANIELE NOUY

*Secrétaire général*

**Commission bancaire**

Face aux nombreux risques liés aux *hedge funds* (fonds d'investissement spéculatifs), existe le recours à des mesures indirectes visant leurs contreparties et leurs créanciers, qui sont pratiquement tous des entités régulées, entreprises d'investissement et banques. Nous examinerons ici comment la supervision indirecte a été rendue plus efficace au fil du temps et comment en pratique elle pourrait l'être davantage encore. Au plan théorique, la contribution des *hedge funds* à l'efficacité et à la stabilité des marchés est incontestable mais elle ne se concrétise pas toujours dans les faits. Afin de préserver cette efficacité et cette stabilité, nous devons par conséquent promouvoir une discipline de marché efficace et durable. Il est exclu de ne pas agir étant donné la croissance du secteur des *hedge funds* et le fait que ceux-ci se comportent souvent comme d'autres institutions financières, pour lesquelles l'histoire a montré la nécessité d'une supervision. La gestion du risque doit en permanence s'adapter à l'innovation financière. Cela constitue un défi pour la supervision indirecte des *hedge funds* mais justifie également le pragmatisme de cette approche. La coopération internationale est nécessaire afin d'inciter les banques à accorder suffisamment d'importance à une gestion saine des risques. Sans égalité de traitement au niveau international, les pressions concurrentielles à court terme entre les banques réduiraient très vraisemblablement nos efforts à néant. Cela incite fortement les contrôleurs bancaires à avoir une action efficace. En outre, la coopération entre les contrôleurs bancaires et les régulateurs des marchés de valeurs mobilières doit se poursuivre pour permettre le renforcement et l'ajustement de la supervision indirecte à mesure que les caractéristiques des activités des *hedge funds* évoluent. Quelle que soit l'institution, la première façon de se prémunir contre les risques associés aux *hedge funds* réside dans la robustesse des systèmes internes de gestion des risques. Dès lors, une attention particulière est nécessaire en ce qui concerne l'accès des banques à une information plus complète sur leurs contreparties à fort effet de levier, une meilleure prise en compte dans les politiques de garantie de la transparence et de la qualité de la signature des contreparties, des progrès effectifs dans la mesure des positions en risque sur les produits complexes (prise en compte du risque de modèle), des améliorations en termes de *stress tests* (exercices de simulation de crise) notamment en ce qui concerne le risque de liquidité. En outre, la supervision indirecte doit être soutenue par une amélioration de la transparence globale des *hedge funds* vis-à-vis du marché. Les *stress tests* devraient en effet permettre aux banques d'évaluer leur exposition totale à un ensemble suffisamment large d'aléas défavorables, ce qui recouvre non seulement leur exposition directe sur un *hedge fund* donné mais aussi leur exposition globale au risque de dislocation des marchés qui pourrait être associé à la défaillance d'un ou plusieurs fonds (effets de second ordre). La deuxième ligne de protection

contre les risques liés aux *hedge funds* réside dans une surveillance efficace, notamment de la part des autorités de contrôle bancaire, des relations entre les *hedge funds* et leurs contreparties. À cet égard, le pilier 2 du dispositif Bâle II (à savoir le processus de surveillance prudentielle qui s'appliquera à tous les risques bancaires au-delà de ceux couverts par les exigences de fonds propres réglementaires du pilier 1) intégrera certains des risques particulièrement liés aux positions sur des *hedge funds* : risque de liquidité, risque de concentration, risque extrême, risque de modèle, etc. Il semble également aujourd'hui crucial de s'assurer de la capacité des systèmes internes d'information des banques à bien appréhender l'intégralité de leurs positions sur les *hedge funds*. Enfin, les autorités de surveillance exigent des banques qu'elles détiennent des fonds propres réglementaires en guise de coussin de sécurité en regard des risques qu'elles prennent. Cette exigence d'adéquation des fonds propres constitue la troisième ligne de défense contre les risques auxquels une institution financière est exposée lorsqu'elle traite avec des *hedge funds*. Dernier point et non le moindre, les objectifs microprudentiels et macroprudentiels convergent lorsque les autorités de surveillance prudentielle exigent de chaque établissement des simulations de crises plus complètes et, en corollaire, des décisions appropriées en matière de gestion des risques, y compris contre les effets de second ordre, c'est-à-dire contre le risque systémique d'instabilité financière.

## Quelles sont les principales questions liées aux *hedge funds* ?

**CHRISTIAN NOYER**

*Gouverneur*

**Banque de France**

La santé et le dynamisme des marchés financiers modernes dépendent largement de la présence d'institutions et d'investisseurs innovants et disposés à prendre des risques. Les *hedge funds* contribuent fortement à favoriser l'efficacité et la stabilité des marchés. La valeur ajoutée que les *hedge funds* apportent en théorie peut toutefois ne pas se matérialiser pleinement dans la pratique, comme l'indique l'analyse de leurs performances, mais les investisseurs doivent être en mesure d'apprécier cela par eux-mêmes. Le rôle et l'influence propres des *hedge funds* sur les marchés sont susceptibles d'accroître les risques de manipulation et d'abus de marché. Cependant, les *hedge funds* ne diffèrent pas fondamentalement, sur ce plan, des autres investisseurs : la mise en œuvre rigoureuse et efficace des règles et des procédures existantes devrait suffire à préserver l'intégrité des marchés. Il y a une interrogation sur la nécessité d'introduire, pour les *hedge funds* qui collectent indirectement l'épargne des petits investisseurs, des exigences plus fortes en matière de « gouvernance », sous la forme de codes de bonne conduite pour la profession, en renforçant les mécanismes de marché par un processus de « notation » ou encore par des réglementations plus contraignantes. L'un des points à considérer est de savoir dans quelle mesure il conviendrait d'inciter les *hedge funds* à mettre en œuvre la panoplie de bonnes pratiques proposées par l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV) en matière de valorisation des actifs. Les activités des *hedge funds* peuvent créer un risque systémique, à travers d'éventuelles pertes pour les créanciers bancaires et *via* l'incidence possible sur les banques de dynamiques de marché défavorables. Les moyens envisageables pour contenir ce risque doivent prendre en compte ces deux aspects. Premièrement, il est essentiel que les autorités de supervision interviennent de façon appropriée auprès des *prime brokers* afin qu'ils demandent aux *hedge funds* et obtiennent d'eux des informations complètes, et qu'ils instaurent un dispositif exhaustif de gestion des risques attachés à l'ensemble de leurs expositions vis-à-vis des *hedge funds*. Deuxièmement, les autorités peuvent sans doute encourager une organisation des infrastructures qui permette d'améliorer les informations disponibles sur les marchés où opèrent les *hedge funds*. Enfin, les autorités

peuvent examiner comment accéder, au cas par cas, aux informations pertinentes sur les engagements et les positions des *hedge funds*.

## La surveillance des *hedge funds* : un point de vue de stabilité financière

**LUCAS D. PAPADEMOS**

*Vice-President*

**European Central bank**

Les capitaux investis dans les *hedge funds* ont été élevés au cours des dernières années et continuent de l'être. Par conséquent, la présence et le rôle de ces fonds d'investissement sur les marchés financiers mondiaux est devenue de plus en plus importante, et même beaucoup plus que le montant des fonds qu'ils gèrent ne pourrait le laisser penser. Cela s'explique par le fait que les *hedge funds* peuvent financer, et de fait, financent leurs placements en s'endettant. Dans certains cas, le volume de leurs actifs à effet de levier est même comparable à celui des actifs des grandes banques. La participation croissante et active des *hedge funds* à un grand nombre de marchés financiers implique que le fonctionnement de ces marchés pourrait être sensiblement affecté si le secteur des *hedge funds* connaissait de fortes tensions. La contribution positive des *hedge funds* à l'efficacité et à la liquidité des marchés financiers mondiaux est largement risquée que leurs activités pourraient faire peser sur la stabilité financière en période de tensions. Le manque de transparence et la rareté des données publiques disponibles sur leurs bilans et leurs activités impliquent de grandes difficultés pour l'analyse de la stabilité financière. S'il est possible de recourir à une multitude de sources d'informations pour analyser les activités des *hedge funds* (presse financière spécialisée, bases de données commerciales, rapports trimestriels, indices de rendement, études universitaires, données prudentielles et surveillance des marchés), ces sources ne suffisent pas à réaliser un suivi adéquat et une évaluation solide sous l'angle de la stabilité financière.

Trois types d'indicateurs seraient très utiles à l'analyse de la stabilité financière : les indicateurs relatifs à l'exposition des banques aux *hedge funds* ; les indicateurs permettant d'évaluer l'importance des positions similaires ; ceux qui facilitent l'appréciation des vulnérabilités endogènes de ces fonds. Le dernier type d'indicateurs concernerait les mesures du risque de liquidité des financements, de l'effet de levier et des expositions au risque de marché. La construction de ces indicateurs serait grandement facilitée si un minimum d'informations relatives aux bilans des *hedge funds* à effet de levier était disponible. À défaut, on doit recourir à différentes méthodes d'estimation. Une analyse de ce qui est souhaitable ou disponible montre où se situent les plus grandes lacunes en matière d'information, mais elle ne cherche pas à formuler des recommandations pour améliorer en pratique la transparence des *hedge funds*. Elle propose, en revanche, trois éléments qui y contribueraient idéalement : premièrement, davantage d'informations synthétiques à la disposition des intervenants de marché ; deuxièmement, un cadre de collecte largement normalisé qui faciliterait de réels progrès en matière de transparence ; enfin, des informations permettant une analyse conjointe des activités agrégées des banques, des *hedge funds* et d'autres institutions à fort effet de levier, en vue d'une description complète des risques pesant sur le fonctionnement régulier des marchés financiers.

## Le monde des *hedge funds* : préjugés et réalité

La contribution de l'AMF au débat sur les stratégies de gestion alternative

**MICHEL PRADA**

*Président*

**Autorité des Marchés Financiers**

Même s'il n'existe aucune définition uniforme et juridique du terme « *hedge fund* », il est généralement admis, parmi les régulateurs de valeurs mobilières, que les *hedge funds*

présentent potentiellement un certain nombre de caractéristiques communes : absence de règle de diversification des actifs, utilisation illimitée des produits dérivés et de techniques financières complexes, recours intensif à l'endettement, fortes commissions sur performance, et parts peu souvent remboursables sans délai. Au niveau international, les *hedge funds* ne peuvent plus être considérés comme un « trou noir » de la sphère financière, étant donné le nombre croissant d'autorités de régulation ayant déjà mis en place des systèmes de supervision de ces fonds. Néanmoins, il reste de toute évidence beaucoup à faire dans ce secteur en constante mutation, dont la régulation est d'autant plus complexe qu'il est actuellement l'objet de préjugés qui sont parfois source de confusions. « L'activisme actionnarial » des *hedge funds* est à la fois critiqué et salué comme un mécanisme de création de valeur. Leur prise de risque suscite des inquiétudes pour la stabilité financière mais peut fournir la liquidité nécessaire aux marchés. La transparence de leurs opérations est jugée insuffisante alors que leurs stratégies leur confèrent la faveur d'un nombre croissant d'investisseurs. L'identification des risques spécifiques aux *hedge funds* est donc un préalable à la définition des priorités d'action des régulateurs. L'AMF a retenu cinq domaines principaux qui peuvent requérir des initiatives supplémentaires au plan international :

- le risque systémique lié à la faillite potentielle d'un *hedge fund* de grande taille ou d'une série de plus petits fonds nécessite que des améliorations soient apportées à l'évaluation du risque de crédit des *hedge funds*, par exemple grâce à la notation de ces fonds ;
- le risque d'abus de marché appelle des moyens d'améliorer la transparence des activités des *hedge funds* sur les marchés de gré-à-gré ;
- le risque de gouvernance des sociétés cotées et de comportement abusif met en cause certaines pratiques, comme les prêts d'actions lors des assemblées d'actionnaires ;
- le risque opérationnel de valorisation incorrecte d'actifs peu liquides ou complexes a poussé l'OICV à prendre des initiatives en matière de valorisation des actifs et de contrôles internes des *hedge funds* ;
- le risque de vente abusive à des investisseurs mal informés justifie l'adoption de nouvelles normes nationales et internationales en préalable de toute avancée en matière d'exposition des particuliers aux produits alternatifs.

## Conditions financières, gestion alternative et risques politiques : tenter de comprendre notre époque

**RAGHURAM G. RAJAN**

*Professor*

**University of Chicago**

Les évolutions du secteur financier se sont traduites par un renforcement de sa capacité à disperser les risques. L'augmentation de la robustesse des économies ainsi que de la prise de risque effective a conduit à l'apparition de transactions financières qui n'étaient pas possibles auparavant, et a permis un accès beaucoup plus large des entreprises et des ménages aux financements. Au total, le monde s'en porte mieux. Toutefois, on a parallèlement assisté à l'émergence de toute une catégorie d'intermédiaires, tels les *hedge funds*, qui sont incités à une plus grande prise de risque, particulièrement dans les périodes d'abondance de liquidité et de grande stabilité. Par conséquent, sous certaines conditions, les économies peuvent être davantage exposées que dans le passé à des perturbations provenant du secteur financier. L'article souligne les préoccupations relatives aux répercussions politiques d'une telle instabilité.

## Les *hedge funds* sur les marchés émergents

**WILLIAM A. RYBACK**

*Deputy Chief Executive*

**Hong Kong Monetary Authority**

Le présent article décrit les activités des *hedge funds* en Asie et à Hong Kong à partir de données de la *Securities and Futures Commission* de Hong Kong et d'instituts d'études privés spécialisés dans les *hedge funds*. En termes de croissance, de stratégies d'investissement, de recours à l'effet de levier et d'investisseurs, les *hedge funds* de Hong Kong présentent des caractéristiques analogues à celles des fonds opérant sur les marchés émergents d'Asie. Les expositions des différents secteurs financiers aux *hedge funds* restent faibles dans la région et on observe que certains marchés asiatiques sont à la pointe d'un mouvement international visant à renforcer la surveillance des activités de ces fonds. Néanmoins, l'article souligne la nécessité pour les autorités de régulation d'être attentives aux problèmes que peuvent susciter les activités des *hedge funds* : risque systémique au plan de la stabilité financière, défis en termes de protection des investisseurs et risque de défaillance en matière de règlement. Enfin, il propose de renforcer l'efficacité de la régulation des activités des *hedge funds* dans la région par le biais d'une vigilance continue en ce qui concerne la gestion du risque de contrepartie, d'un enrichissement de la collecte de données, d'une amélioration du partage de l'information ainsi que de la coopération en matière de régulation, tant au plan international qu'entre différents marchés.

## Les fonds de *hedge funds* : origine, rôle et perspectives

**PATRICK STEVENSON**

*Chief Executive Officer*

**Atlas Capital Limited**

L'émergence des fonds de *hedge funds* résulte d'un processus naturel d'évolution des *hedge funds* et du succès rapide de ces derniers, consécutif aux rendements absolus qu'ils ont pu offrir alors que la quasi-totalité de l'épargne mondiale était investie dans des supports n'offrant que des rendements relatifs. Toutefois, le manque de transparence, l'importance des mises de fonds minimales et quelques « accidents » précoces particulièrement notoires ont conduit à limiter l'accès de ce type de placement principalement à des particuliers fortunés. Afin de surmonter ces inconvénients, la technique des fonds de *hedge funds* est apparue, même si initialement les investisseurs institutionnels y ont davantage vu un moyen de générer de l'alpha, au demeurant mal défini, qu'un instrument de placement répondant à une stratégie particulière. Nés de cette simple motivation, les fonds de *hedge funds* ont ensuite évolué pour devenir aujourd'hui des fonds de multi-gestion à part entière. Ce changement s'est produit naturellement à mesure que le besoin croissant d'identifier de façon plus rigoureuse les types de risque associés aux performances des *hedge funds*, et la nécessité pour les gérants de démontrer leur valeur ajoutée, ont amené les fonds de *hedge funds* à clarifier leur fonctionnement au plan de la gestion du risque, de l'allocation d'actifs et des informations qu'ils déclarent. Le manque de recul historique conjugué à la complexité des risques auxquels les *hedge funds* sont exposés ont mis en lumière l'importance d'une évaluation du risque préalable à tout choix de placement, et la nécessité d'une gestion et d'un suivi des risques tout au long de la durée d'un placement. En dépit d'une meilleure appréhension des expositions au risque et des déterminants de l'alpha, la construction d'un portefeuille de multi-gestion bien diversifié demeure ardue. Cependant, grâce à leur connaissance approfondie des stratégies de gestion alternative et à un processus de décision d'investissement qui combine une allocation tactique d'actifs, fondée sur l'analyse macroéconomique (*top-down*), et une sélection des gérants, en fonction de leurs qualités intrinsèques (*bottom-up*), les fonds de *hedge funds* ont pu construire des portefeuilles robustes, générant des rendements absolus de façon durable.



En outre, leur aptitude à agréger et à interpréter les informations provenant de plusieurs gérants de *hedge funds* leur permet de produire des rapports pertinents pour leurs clients. Sur la période récente, l'importance des capitaux investis dans ce secteur a pu donner à penser que sa capacité à dégager de l'alpha viendrait à disparaître. Toutefois, cette préoccupation s'est estompée (mais il est vrai que des contraintes de gestion s'y sont substituées) et les fonds de *hedge funds* ont pu accroître leur rôle en garantissant de l'alpha aux investisseurs et en étant capables d'identifier, de suivre et de dater les facteurs de risque. Appliquées à la gestion traditionnelle, la compréhension et l'évaluation des compétences utiles dans la réalisation de rendements absolus ont également eu des effets bénéfiques et ainsi contribué à accroître la valeur ajoutée des offres faites aux institutionnels. Les fonds de *hedge funds* sont devenus des fonds de multi-gestion à part entière et sont désormais en mesure de concurrencer les fonds de multi-gestion classiques.

### ***Hedge funds : un point de vue de banque centrale***

**AXEL A. WEBER**

*President*

**Deutsche Bundesbank**

Le système financier international est engagé dans un processus durable de mutation structurelle marqué notamment par la croissance rapide de l'industrie des *hedge funds* et des marchés de transfert du risque de crédit. Cette évolution devrait normalement renforcer l'efficacité des marchés financiers. Néanmoins, le système financier devenant plus complexe et moins transparent, il est de plus en plus difficile pour les banques centrales d'évaluer correctement les risques potentiels menaçant la stabilité financière. Au plan de la politique monétaire, les *hedge funds* exercent probablement une certaine influence sur le mécanisme de transmission, ainsi que sur les liens internationaux entre taux d'intérêt et sur les taux de change, bien qu'il ait été difficile, jusqu'à présent, de retracer empiriquement de tels effets. Au plan de la stabilité financière, la principale crainte est que la défaillance d'un ou de plusieurs grands *hedge funds* ne fragilise de grandes institutions financières complexes et/ou n'entraîne une crise en termes de liquidité de marché. Pour contenir les risques potentiels pour la stabilité financière, la principale ligne de défense passe probablement par une discipline de marché adéquate, ce qui requiert une transparence suffisante des *hedge funds*. Seuls les mécanismes de marché ont joué à cet égard au cours des dernières années, mais on peut douter que cela ait produit des résultats suffisants. L'exercice d'une discipline de marché par les sociétés de courtage (*prime brokers*) des *hedge funds* étant d'une importance majeure, les recommandations émises par le *Counterparty Risk Management Policy Group II* (Groupe Corrigan) devraient, par principe, être intégralement mises en œuvre. Ces recommandations comportent un volet relatif aux obligations d'information des *hedge funds* à l'égard des contreparties. Les *prime brokers*, en particulier, devraient s'attacher à moduler leurs conditions de crédit, et notamment leurs exigences en termes de garanties et de marges, en fonction de la transparence et du profil de risque des différents *hedge funds*, qui sont leurs contreparties. Les placements effectués de plus en plus par les investisseurs institutionnels tels que les fonds de pension, les fondations et les sociétés d'assurance sont, dans l'ensemble, de nature à entraîner un renforcement de la qualité de la gestion des risques et de la transparence des *hedge funds*. Néanmoins, des différences considérables persistent à l'évidence en matière de pratiques d'information et les recommandations actuelles des associations de *hedge funds* sont quelque peu en retrait par rapport aux recommandations internationales préexistantes. Dans ce contexte, il serait souhaitable que la profession définisse de saines pratiques d'information des investisseurs, qui soient plus contraignantes. Il serait également utile d'intégrer ces bonnes pratiques dans un code de bonne conduite volontaire. Enfin, il



conviendrait d'étudier la possibilité d'améliorer l'approche indirecte actuellement utilisée pour la surveillance des expositions au risque élevées des institutions financières régulées vis-à-vis des *hedge funds*, en renforçant par exemple la coopération internationale entre autorités prudentielles. Les banques centrales doivent éviter d'entraver le processus en cours de mutation structurelle du système financier, qui est un facteur de plus grande efficience. Parallèlement, il n'en est pas moins nécessaire de mettre en place un cadre approprié permettant d'assurer une discipline de marché adéquate et le degré de transparence idoine. Cette démarche fournirait une protection essentielle contre des risques macroprudentiels, qui se renforceraient nettement, en cas de correction des positions de marché des *hedge funds*, dans un contexte économique qui deviendrait moins favorable.