

David Autissier  
Faouzi Bensebaa  
Fabienne Boudier

# L'atlas du management

Les meilleures pratiques et tendances  
pour actualiser vos compétences

2009

© Groupe Eyrolles, 2009  
ISBN : 978-2-212-54164-9

**EYROLLES**

Éditions d'Organisation

## Hedge funds : faut-il les réguler ?

Les évolutions du système financier international se caractérisent par des innovations de produits, au premier rang desquels les produits dérivés. De la couverture des risques croissants liés à la mondialisation, leur utilisation s'est ensuite étendue à la spéculation via les hedge funds. Le développement rapide de ces derniers fait craindre une crise systémique majeure. Faut-il les réguler ou bien leur liberté est-elle le fondement même de leur existence ? Les avis sont partagés.

Problématique

### Les produits dérivés : de la couverture à la spéculation

Face à l'incertitude croissante de l'environnement international à partir du milieu des années 1970 (instabilité monétaire, volatilité des cours des produits primaires, etc.) et au besoin des acteurs économiques de se couvrir, les marchés de dérivés vont permettre à ces derniers de négocier non pas des actifs (valeurs mobilières, matières premières, etc.), comme sur les marchés financiers traditionnels mais des risques. Ce faisant, ils vont également favoriser la spéculation en permettant de tirer parti de toute anticipation s'avérant juste.

#### À retenir

##### Les trois catégories de base des produits dérivés

###### Contrat à terme

- Engagement ferme de vendre ou acheter à terme un actif à un prix convenu.
- Dénommé « Future » s'il est négocié sur un marché réglementé, « Forward » s'il l'est sur un marché de gré à gré.

###### Option

- Droit (et non obligation) de vendre (*put*) ou acheter (*call*) à terme un actif moyennant le versement d'une prime.
- À la différence du contrat à terme, une option permet de ne pas supporter les pertes liées à une mauvaise anticipation.

###### Swap

- Échange entre deux parties de flux ou d'actifs financiers pendant une certaine période.
- Intérêt : par exemple, équilibrer des postes dans le cadre d'une restructuration du bilan d'une firme (dette à taux fixe contre dette à taux variable, dette en USD contre dette en euro).

#### Des produits complexes

Les produits dérivés sont des instruments financiers dont la valeur est « dérivée » d'un autre actif financier ou physique, appelé sous-jacent (valeur mobilière, taux d'intérêt, hydrocarbure, matière première, etc.). Ils peuvent être désormais dérivés au deuxième ou au troisième degré, leur rapport avec les actifs réels devenant de plus en plus mince. Les marchés financiers en viennent à ressembler à des pyramides inversées : ce qui est censé être la pointe (les dérivés) étant plus important que la base (les actifs supports). Par ailleurs, le risque est transféré d'acteur en acteur et peut, *in fine*, se retrouver entre les mains d'institutions peu aguerries en matière de couverture de risques.

## Des fonds à stratégie d'investissement alternative

En utilisant les techniques de couverture, les *hedge funds* (fonds d'investissement non cotés à vocation spéculative) proposent une gestion alternative au placement financier classique dans les valeurs mobilières (actions, obligations, OPCVM) et jouent souvent sur l'effet de levier (rapport entre sommes placées et capitaux mobilisés) en engageant des sommes non pas détenues mais empruntées. Si le premier *hedge fund* a été créé en 1949, ils ne se sont véritablement développés qu'à partir du milieu des années 1980. Actuellement, 10 000 *hedge funds* gèrent 2 000 milliards d'USD d'actifs<sup>1</sup>.

## Des fonds hyper-actifs

Avec seulement 3 à 5 % des capitaux gérés dans le monde, les *hedge funds* représentent de 30 à 50 % des échanges en Bourse, leurs caractéristiques propres leur conférant une plus grande rapidité de réaction aux informations.

## Caractéristiques des *hedge funds*

Fonds d'investissements privés, ils sont réservés aux clients riches et informés, du fait d'un investissement minimal élevé (au moins 250 000 USD). Ils sont, le plus souvent, basés dans des paradis fiscaux (Jersey, îles Caïmans, par exemple), même s'ils sont gérés, pour la plupart, à New York ou à Londres, mais aussi à Greenwich (à 45 km de New York) et Sidney, et ne sont pas soumis aux règles de transparence et de gestion de l'épargne « traditionnelle ». Leurs pratiques parfois opaques peuvent déboucher sur des malversations comptables, des délits d'initiés, comme l'a montré l'enquête menée en 2005 par la SEC (*Securities and Exchange Commission*), le gendarme des marchés financiers aux États-Unis, sur Pequot Capital Management, l'un des plus importants *hedge funds*.

## Des stratégies complexes

Les stratégies mises en place par les *hedge funds* se fondent sur des modèles mathématiques sophistiqués et se révèlent risquées.

1. D'après *The Hedge Fund Association*, <http://www.thehfa.org>, consulté en février 2008.

## Exemples de stratégies des *hedge funds*

**Sélection de titres** : stratégie principalement utilisée à l'origine, consistant à prendre des positions longues acheteuses sur des actifs jugés sous-évalués et des positions courtes vendeuses sur des actifs jugés surévalués de la même branche d'activité ou zone géographique (*long-short equity*). Actuellement, cette stratégie évolue vers le « *long-only* », la position longue acheteuse n'étant plus couverte par une position courte vendeuse.

**Macro-opportuniste** (ou *global macro*) : profiter d'opportunités liées à l'évolution macroéconomique mondiale en recherchant des situations « anormales » par rapport aux tendances historiques dont on anticipe un retour à la normale. C'est en voulant profiter d'opportunités d'arbitrage sur les taux d'intérêt et en pariant sur une correction ultérieure que le fonds *Long Term Management Capital* (LTCM) est tombé<sup>1</sup>.

**Situations spéciales** (ou *event-driven*) : tirer profit d'événements de la vie des firmes (fusions et acquisitions par exemple). En janvier 2006, le fonds Pershing Square Capital Management, en détenant l'équivalent de 4,5 % du capital en options de McDonald's, a poussé la chaîne à céder en franchise 1 500 des 8 000 restaurants possédés en nom propre. Cette demande se fondait sur une analyse indiquant que les restaurants en franchise étaient plus rentables que les restaurants propriété de la chaîne et a entraîné une hausse du titre McDonald's<sup>2</sup>.

**Fonds de fonds alternatifs** : placer dans plusieurs *hedge funds* utilisant des stratégies différentes de façon à diversifier les risques et gérer dynamiquement en fonction de l'évolution des conditions de marché.

1. M. Aragon, « Brève histoire d'un désastre financier : LTCM », <http://www.marc-aragon.net>, 2 mai 2007.

2. F. Berlamont et S. Levy, « L'activisme dans tous ses états », *l'Agefi*, 8 juin 2007.

## Des gains comme des pertes potentielles énormes

Par le biais d'importants effets de levier, une mise de fonds de départ limitée sur des produits dérivés peut rapporter beaucoup, mais peut également conduire à des pertes gigantesques.

### La multiplication des « accidents » depuis 1990

La complexification des produits dérivés et, subséquentement, leur maîtrise difficile ont fait de nombreuses victimes parmi les firmes et les banques. La faillite qui a le plus marqué les esprits est celle de la Baring Brothers, en février 1995, suite à des prises de position spéculatives sur la Bourse de Tokyo. Du fait d'un fort effet multiplicateur, les Bourses de Londres et Tokyo connurent un fort recul et surtout la livre sterling s'effondra à un niveau historique par rapport au Deutsche Mark (2,2950). En février 2008, la Société générale était contrainte à lancer une augmentation de capital de 5,5 milliards d'euros, suite à des pertes de 4,9 milliards sur des positions prises par l'un de ses traders, Jérôme Kerviel.

## Des effondrements retentissants de *hedge funds*

En 1998, pour sauver LTCM (*Long Term Capital Management*) de la faillite et éviter une crise, la Fed organisait son sauvetage grâce à un apport de 3,5 milliards d'USD en provenance de grandes banques états-uniennes, en échange de prises de participation dans le capital du fonds. Plus proche de nous, le fonds Amaranth perdait plus de cinq milliards d'USD en 2006, suite à des positions importantes et peu diversifiées prises sur les produits dérivés sur le gaz naturel ; la banque Bear Stearns voyait deux de ses fonds (Caliber et Queen's Walk) faire faillite en 2007 en liaison avec la crise des *subprimes* et était finalement rachetée à vil prix par la banque JPMorgan Chase à la mi-mars 2008.

Les enjeux

## Y a-t-il un risque de crise majeure ?

Si l'on se réfère à la théorie du chaos, dans les systèmes chaotiques ou complexes (comme l'économie), une petite variation positive peut se traduire au final par une énorme variation négative. Y a-t-il un risque de crise majeure, un risque système lié à cette déconnexion des sphères réelle et financière ?

### Laisser libres ...

L'industrie financière s'oppose à la régulation des *hedge funds* – de même que la Fed – et pense que la discipline de marché suffit. D'un point de vue microéconomique, en exploitant les faiblesses des firmes, ces fonds poussent celles-ci à se restructurer. D'un point de vue macroéconomique, plusieurs avantages sont avancés. En exploitant les déficiences de marché, les *hedge funds* auraient un rôle de correction et de stabilisation des marchés, voire même de renforcement de leur efficacité. Par ailleurs, ils ajoutent aux marchés des liquidités (par titrisation des actifs peu liquides). En encourant des risques que personne d'autre ne veut ou ne peut prendre, les *hedge funds* contribuent à la diminution du coût du capital.

### ... ou réguler ?

Cinq risques majeurs représentés par les *hedge funds* peuvent être identifiés<sup>1</sup> : le risque systémique, le risque d'abus de marché – comme les manipulations de cours et les délits d'initiés –, le risque pour la gouvernance des sociétés cotées – en raison de la déconnexion entre « le temps des financiers et celui des industriels » –, le risque opérationnel de mauvaise valorisation des actifs et, enfin, le *misselling* ou la

1. D'après M. Prada, « *Hedge funds* : le point de vue du régulateur », *Revue mensuelle de l'autorité des marchés financiers*, n° 32, janvier 2007, repris dans *Problèmes économiques*, n° 2924.

distribution inadaptée de produits alternatifs à des investisseurs mal informés. Les *hedge funds* sont indirectement sous surveillance par le biais de leurs relations avec les banques qui, elles, sont soumises à des règles prudentielles strictes (Bâle I et II). Mais les *hedge funds* représentant des clients très prisés des banques, qui assurent pour eux un important volume de transactions et perçoivent donc des commissions, celles-ci peuvent faire preuve d'une certaine « souplesse ».

### La peur de la crise systémique

Avec l'amplification de la crise financière, c'est surtout le risque systémique qui est redouté. À partir de l'adoption par la majorité des *hedge funds* de comportements allant dans le même sens (vente par exemple) ou en cas de faillite de l'un ou de plusieurs d'entre eux, la crise pourrait se propager par contagion à d'autres institutions financières, à d'autres marchés corrélés aux marchés des dérivés (marchés des sous-jacents) ou en créant des corrélations entre marchés. À ce dernier égard, les investisseurs en difficulté sur les dérivés pourraient être amenés à liquider d'autres actifs. Aussi, d'aucuns appellent à plus de réglementation. L'Allemagne, par exemple, a exprimé ce souhait lorsqu'elle a assuré la présidence de l'Union européenne au premier semestre 2007. Aux États-Unis, le Congrès, la SEC (*Securities and Exchange Commission*) ont fait de même, comme, au niveau international, l'OICV (Organisation internationale des commissions de valeurs), qui fédère les autorités de régulation des marchés. Cela supposerait que les *hedge funds* fournissent des informations précises sur les positions prises. Sur le modèle de « l'horloge du Jugement dernier » créée par des physiciens après la Seconde Guerre mondiale comme alerte à un « embrasement » nucléaire, deux économistes, Andrew Lo et Amir Khandani, proposent de créer un indice de déflagration financière systémique<sup>1</sup> liée aux *hedge funds*.

#### Lectures utiles

P. Arnoux et J. Secondi, « À quoi servent les *hedge funds* ? », *Problèmes économiques*, n° 2924, 23 mai 2007

Banque de France, *Hedge Funds, Revue de la stabilité financière*, numéro spécial n° 10, avril 2007.

B. Cougnaud, *L'Univers des risques en finance. Un équilibre en devenir*, Presses de Sciences Po, 2007.

International Swaps and Derivatives Association (ISDA), <http://www.isda.org>

Hedge Funds Research (HFR), <http://www.hedgefundresearch.com>

Vernimmen, <http://www.vernimmen.net>

#### Voir aussi...

Les fonds souverains (Partie 1 – Dossier 15)

Titrisation : la crise des *subprimes* (Partie 5 – Dossier 16)

1. *Les Echos*, 21 janvier 2008.