

# Hedge funds : un point de vue de banque centrale

**AXEL A. WEBER**

*Président*

*Deutsche Bundesbank*

*Le système financier international est engagé dans un processus durable de mutation structurelle marqué notamment par la croissance rapide de l'industrie des hedge funds et des marchés de transfert du risque de crédit. Cette évolution devrait normalement renforcer l'efficacité des marchés financiers. Néanmoins, le système financier devenant plus complexe et moins transparent, il est de plus en plus difficile pour les banques centrales d'évaluer correctement les risques potentiels menaçant la stabilité financière.*

*Au plan de la politique monétaire, les hedge funds exercent probablement une certaine influence sur le mécanisme de transmission, ainsi que sur les liens internationaux entre taux d'intérêt et sur les taux de change, bien qu'il ait été difficile, jusqu'à présent, de retracer empiriquement de tels effets. Au plan de la stabilité financière, la principale crainte est que la défaillance d'un ou de plusieurs grands hedge funds ne fragilise de grandes institutions financières complexes et/ou n'entraîne une crise en termes de liquidité de marché.*

*Pour contenir les risques potentiels pour la stabilité financière, la principale ligne de défense passe probablement par une discipline de marché adéquate, ce qui requiert une transparence suffisante des hedge funds. Seuls les mécanismes de marché ont joué à cet égard au cours des dernières années, mais on peut douter que cela ait produit des résultats suffisants. L'exercice d'une discipline de marché par les sociétés de courtage (prime brokers) des hedge funds étant d'une importance majeure, les recommandations émises par le Counterparty Risk Management Policy Group II (Groupe Corrigan) devraient, par principe, être intégralement mises en œuvre. Ces recommandations comportent un volet relatif aux obligations d'information des hedge funds à l'égard des contreparties. Les prime brokers, en particulier, devraient s'attacher à moduler leurs conditions de crédit, et notamment leurs exigences en termes de garanties et de marges, en fonction de la transparence et du profil de risque des différents hedge funds, qui sont leurs contreparties.*

*Les placements effectués de plus en plus par les investisseurs institutionnels tels que les fonds de pension, les fondations et les sociétés d'assurance sont, dans l'ensemble, de nature à entraîner un renforcement de la qualité de la gestion des risques et de la transparence des hedge funds. Néanmoins, des différences considérables persistent à l'évidence en matière de pratiques d'information et les recommandations actuelles des associations de hedge funds sont quelque peu en retrait par rapport aux recommandations internationales préexistantes. Dans ce contexte, il serait souhaitable que la profession définisse de saines pratiques d'information des investisseurs, qui soient plus contraignantes. Il serait également utile d'intégrer ces bonnes pratiques dans un code de bonne conduite volontaire. Enfin, il conviendrait d'étudier la possibilité d'améliorer l'approche indirecte actuellement utilisée pour la surveillance des expositions au risque élevées des institutions financières régulées vis-à-vis des hedge funds, en renforçant par exemple la coopération internationale entre autorités prudentielles.*

*Les banques centrales doivent éviter d'entraver le processus en cours de mutation structurelle du système financier, qui est un facteur de plus grande efficacité. Parallèlement, il n'en est pas moins nécessaire de mettre en place un cadre approprié permettant d'assurer une discipline de marché adéquate et le degré de transparence adéquat. Cette démarche fournirait une protection essentielle contre des risques macroprudentiels, qui se renforceraient nettement, en cas de correction des positions de marché des hedge funds, dans un contexte économique qui deviendrait moins favorable.*

## 1 | LA PLACE DES HEDGE FUNDS DANS LA MUTATION STRUCTURELLE DU SYSTÈME FINANCIER

La croissance rapide du secteur des *hedge funds* est l'un des aspects les plus frappants de la mutation structurelle intervenue au sein du système financier international au cours de ces dernières années. Le terme « *hedge fund* » est une expression « passe-partout », utilisée pour un groupe très hétérogène et difficilement définissable d'intervenants de marché qui adoptent un large éventail de stratégies différentes. Le recours à des instruments à effet de levier (emprunts et produits dérivés par exemple) est généralement l'une de leurs caractéristiques communes<sup>1</sup>. La faiblesse des taux d'intérêt à l'échelle mondiale et la recherche de rendement sur les marchés financiers ont sans aucun doute compté parmi les principaux catalyseurs du développement de ce secteur. Néanmoins, tout laisse à penser que la croissance du secteur des *hedge funds* ne doit pas être considérée comme un phénomène cyclique mais plutôt comme un aspect de la grande mutation structurelle du système financier international. À ce titre, les *hedge funds* semblent être à la fois un indicateur et un moteur des mutations fondamentales de l'environnement de marché.

Dans cet environnement dynamique, les *hedge funds* jouent un rôle important et essentiellement positif. Ils contribuent à l'efficacité des marchés en améliorant leur liquidité et les processus de découverte des prix. Les *hedge funds* contribuent également à leur bon fonctionnement en investissant dans des instruments financiers peu liquides et nouveaux dont ils améliorent la négociabilité. Ils se mettent aussi en évidence dans l'utilisation d'instruments de transfert du risque de crédit. Leur participation à ces marchés est une illustration du rôle majeur qu'ils jouent dans le développement actuel des marchés dérivés.

La multitude de stratégies d'arbitrage resserre les liens entre les différents compartiments de marché – marchés d'actions, de crédit et dérivés par exemple – et accroît leur interdépendance. Dans ce contexte, les activités de négociation transfrontière des *hedge funds* assurent de plus en plus une étroite interconnexion entre les marchés financiers

nationaux, phénomène qui reflète la mondialisation du système financier international.

Par ailleurs, les *hedge funds* apparaissent jouer un rôle très important dans la mutation profonde des processus d'intermédiation du système financier actuellement engagés. Deux aspects méritent tout particulièrement d'être mentionnés ici.

Premièrement, on constate une tendance au transfert partiel du risque des intermédiaires financiers traditionnels, banques par exemple, vers les *hedge funds* et d'autres entités. Au cours des dernières années, on a constaté que les grandes institutions financières complexes accordaient une place croissante à l'intermédiation du transfert de risques. Les instruments financiers innovants ont permis aux institutions financières de gérer activement et de négocier davantage les risques de crédit. Dans ce contexte, les *hedge funds*, en quête de rendements attractifs, agissent de plus en plus en qualité de preneurs de risque (et de garants), en se portant notamment sur les tranches de crédit les plus risquées.

Deuxièmement, les investisseurs estiment que les *hedge funds* procurent des avantages en leur qualité de gestionnaires d'actifs spécialisés, notamment parce qu'ils ne sont en principe soumis à aucune restriction en termes de catégories d'actifs et d'instruments sur lesquels ils peuvent investir. Dans ce contexte, deux avantages significatifs sont généralement attendus de ces placements : une diversification des portefeuilles et l'obtention de meilleurs rendements (cf. extraction de l'alpha). En outre, l'évolution des nouvelles catégories d'actifs et l'élargissement de la gamme des instruments financiers, conjuguée à leur complexité croissante, obligent les investisseurs à renforcer leur gestion du risque et des actifs. Cette situation favorise l'émergence d'intermédiaires spécialisés. En conséquence, le secteur des *hedge funds* est amené à gérer une part relativement faible, mais croissante, du total des actifs financiers du système financier international et apparaît maintenant comme une nouvelle catégorie d'intermédiaire financier.

Ces évolutions ont complexifié le secteur financier. Le suivi et l'analyse de cette mutation structurelle sont devenus particulièrement délicats à mener du fait de la montée en puissance du secteur des

<sup>1</sup> Parmi les autres caractéristiques essentielles des *hedge funds* figure le fait qu'ils ne sont soumis à aucune restriction quant aux types d'instruments et stratégies qu'ils peuvent employer et que les gérants de *hedge funds* perçoivent généralement des commissions liées à la performance. Cf. également BCE (2005) : « Hedge funds and their implications for financial stability », série d'Études sur des sujets spécifiques, n° 34

*hedge funds* et d'une croissance exceptionnelle des produits dérivés négociés de gré à gré et des autres instruments de transfert du risque de crédit qui s'accompagnent d'interactions dynamiques et d'une plus grande opacité.

## 2 | LES HEDGE FUNDS ET LES BANQUES CENTRALES

La principale question pour les banques centrales est de savoir si les *hedge funds* entrent dans leur champ fondamental de responsabilité. Il n'existe quasiment aucun point de contact direct entre les banques centrales et les *hedge funds*. Les *hedge funds* n'agissent ni en qualité de contrepartie des opérations de politique monétaire ni des autres transactions de marché en général<sup>2</sup>. Les *hedge funds* n'étant pas soumis à un contrôle prudentiel à part entière, il n'y a pas d'interaction entre eux et les banques centrales au titre des fonctions de supervision que celles-ci peuvent exercer. Malgré tout, le développement du secteur des *hedge funds* présente un intérêt, à un double titre, pour les banques centrales — eu égard aux implications possibles pour la politique monétaire et pour la stabilité financière — dans la mesure où les activités des *hedge funds* peuvent générer des risques macroprudentiels.

Sous l'angle de la politique monétaire, l'impact potentiel des *hedge funds* sur le mécanisme de transmission de la politique monétaire est un aspect essentiel. D'un point de vue analytique, il est très difficile de distinguer clairement la part qui revient aux *hedge funds* et leurs implications dans la profonde mutation structurelle du secteur financier. On peut cependant supposer qu'en conséquence des activités des *hedge funds*, l'importance relative des différents canaux de transmission de la politique monétaire se rapproche de celle que nous avons constatée il y a plus de dix ans dans le cadre de la croissance des marchés dérivés de gré à gré<sup>3</sup>. À titre d'exemple, le canal des taux d'intérêt devrait se renforcer, les *hedge funds* empruntant habituellement des capitaux à court terme pour financer leurs investissements (à long terme). Par ailleurs, on peut s'attendre à ce que les

stratégies d'investissement internationales souvent adoptées par les *hedge funds* renforcent généralement les interactions entre les marchés de taux au-delà des bases domestiques. Cette évolution est illustrée par le débat sur le rôle des opérations de portage (transfrontières). En retour, cela a probablement également renforcé l'importance du canal des taux de change. Il n'est donc pas surprenant de constater que les taux de change sont de plus en plus sensibles aux différentiels de taux d'intérêt — ou aux anticipations relatives aux différentiels de taux d'intérêt — entre les zones monétaires. Il serait sans aucun doute exagéré d'attribuer ces évolutions uniquement à l'influence des *hedge funds*. Il convient cependant de noter que certaines banques (voire d'autres investisseurs) semblent adopter des stratégies d'investissement similaires à celles des *hedge funds*, ce qui peut renforcer les effets de leurs opérations.

À l'inverse, les activités des *hedge funds* devraient réduire l'influence directe de la banque centrale sur le canal de crédit du processus de transmission de la politique monétaire. La capacité à transférer des emprunts ou des tranches d'emprunt — notamment les plus risqués — à des investisseurs en quête de risque, à l'image des *hedge funds*, permet aux banques de prêter avec plus de souplesse. Globalement, cette répartition plus étendue du risque de crédit au sein du secteur financier devrait assouplir les conditions de crédit et améliorer l'accès des emprunteurs au financement par l'endettement.

## 3 | RISQUES ET IMPACT SUR LA STABILITÉ FINANCIÈRE

Le lien essentiel qui rapproche les *hedge funds* des banques centrales est l'impact des *hedge funds* sur la stabilité financière, partie intégrante du mandat des banques centrales. Compte tenu du rôle joué par les *hedge funds* au sein du système financier international et de leur présence active sur de nombreux marchés, ils sont d'une grande importance pour les autres participants du marché. En particulier, il y a lieu de considérer l'existence éventuelle d'un risque que la faillite de grands *hedge funds* ou la faillite simultanée

<sup>2</sup> En principe, les banques centrales pourraient elles-mêmes investir dans les *hedge funds* dans le cadre de leur propre gestion de portefeuille, s'agissant notamment de leurs réserves de change. Cette solution a été parfois proposée et semble être choisie dans des cas isolés seulement. Néanmoins, je ne pense pas qu'il s'agisse d'une solution opportune pour la Deutsche Bundesbank.

<sup>3</sup> Pour obtenir les premières analyses des modifications du mécanisme de transmission de la politique monétaire dues à la croissance des marchés dérivés, cf. BRI (1994) : "Macroeconomic and monetary policy issues raised by the growth of derivatives markets".

de plusieurs *hedge funds* de taille moyenne, ne mette en péril la stabilité des grandes banques situées au cœur du système financier et/ou ne déclenche des crises de liquidité.

### 3|1 Impact sur les marchés

Les *hedge funds* jouent un rôle essentiel dans le processus de découverte du prix sur de nombreux marchés. Certains jours de négociation en 2005, les *hedge funds* représentaient selon certaines estimations environ la moitié du volume échangé sur la Bourse de New York et la Bourse de Londres. En outre, le secteur des *hedge funds* a acquis d'importantes parts de marché des volumes de transaction d'instruments obligataires et de produits dérivés. Parmi les principales positions prises sur certains compartiments du marché américain figurent la négociation de dérivés de crédit (58 %), la dette émergente (45 %) ou les emprunts à effet de levier (32 %) <sup>4</sup>. Sur les marchés obligataires européens, les *hedge funds* représentaient environ un tiers des volumes de transaction d'obligations spéculatives en 2006. Ils ont également acquis d'importantes parts de marché sur les dérivés de crédit *investment grade* et sur les produits dérivés structurés <sup>5</sup>. Néanmoins, l'impact des *hedge funds* s'étend au-delà du seul volume de leurs propres négociations. En raison de leur souplesse et de leur rapidité de réaction, il est probable qu'ils jouent parfois un rôle d'indicateur supplémentaire pour d'autres intervenants de marché, ce qui pourrait favoriser les comportements grégaires.

Les *hedge funds* peuvent influencer de manière significative sur les fluctuations du marché, éventuellement encourager les réactions exagérées, et avoir ainsi un impact de déstabilisation. Ils ont été en partie accusés d'avoir joué un rôle dans la crise asiatique (1997-1998) et dans la formation de la bulle technologique. Les preuves empiriques de leur influence lors de ces deux événements sont cependant contradictoires. Des études ont montré que les *hedge funds* détenaient une part significative de valeurs technologiques dans leurs portefeuilles,

avant d'en céder la plupart peu de temps avant l'effondrement des cours <sup>6</sup>. Même si le comportement du secteur des *hedge funds* ne fut pas la principale cause de surévaluation et d'effondrement du marché, ces conclusions suggèrent qu'ils ont probablement amplifié cette évolution des cours. À l'inverse, des études empiriques montrent que des doutes persistent quant à savoir si les *hedge funds* ont eu un impact majeur lors de la crise asiatique <sup>7</sup>. Plus récemment, de nombreux *hedge funds* ont été pris au dépourvu par la correction des marchés financiers en mai et juin 2006 et, comme d'autres investisseurs, ont affiché des rendements négatifs. De tels épisodes de marché montrent que si les *hedge funds* ont parfois amplifié les crises, il serait erroné de porter un jugement définitif en s'appuyant seulement sur un nombre limité d'observations.

L'observation des performances de l'ensemble du secteur permet une meilleure appréciation. Une comparaison à long terme des rendements mensuels de l'indice CSFB/Tremont Hedge Fund et des rendements de l'indice MSCI World montre que, sur la base de 155 points de données entre janvier 1994 et novembre 2006, les rendements respectifs ont montré un visage différent en trente et un mois. Dans vingt cas, l'indice des *hedge funds* a affiché un rendement positif alors que l'indice MSCI affichait un rendement négatif <sup>8</sup>. Lors de la forte correction des années 2000 à 2002 notamment, l'indice des *hedge funds* a enregistré à plusieurs reprises une performance absolue positive (bien que réduite). Ces dernières années cependant, la corrélation positive a été manifestement plus importante. Des exemples isolés montrent que <sup>9</sup>, dans le sillage de la reprise généralisée initiée au printemps 2003, les *hedge funds* ont pris davantage de positions à long terme afin de tirer parti de l'évolution (attendue) positive des cours. La nette augmentation de la corrélation entre l'indice des *hedge funds* et la performance globale du marché confirme cette impression. La corrélation des rendements sur douze mois glissants entre l'indice CSFB/Tremont Hedge fund et l'indice MSCI World a fortement augmenté, pour atteindre un niveau très élevé à plus de 0,9 récemment. Une forte corrélation pourrait, en principe, indiquer que les *hedge funds*

4 Cf. Greenwich Associates (2006) : "US fixed income : the buy-side divide".

5 Cf. Greenwich Associates (2006) : "European fixed income : trade allocation strategies in the hedge fund era".

6 Cf. Brunnermeier & Nagel (2004) : "Hedge funds and the technology bubble", tiré du Journal of Finance, n° 59.

7 Cf. Varamini, Segatti & Brown (1999) : "The role of hedge funds and other factors during the 1997 financial crisis in Thailand", Document de travail du Elizabeth Town College.

8 Néanmoins, le ratio global de surperformance et de sous-performance relatives est quasiment équilibré (surperformance : 74 ; sous-performance : 81)

9 Cf. Higashio, Terada & Shimizu (2006) : "Changes in hedge fund behavior and the impact on financial markets", Revue de la Banque du Japon

amplifient la dynamique de marché, du moins à court terme.

Le recours à l'endettement est un facteur clé permettant d'évaluer l'impact potentiel du comportement des *hedge funds* sur les marchés<sup>10</sup>. En cas de pertes, un fort degré d'endettement peut nécessiter un dénouement rapide des expositions au risque si, par exemple, les *hedge funds* ne sont plus en mesure de couvrir leurs appels de marge. En période de retournement de marché, cette situation risque d'amplifier la dynamique des cours, notamment si plusieurs *hedge funds*, qui adoptent des stratégies d'investissement similaires (positions identiques), sont contraints d'apporter des ajustements rapides et similaires à leurs portefeuilles. Ces risques sont amplifiés par les investissements croissants des *hedge funds* dans des compartiments de marché illiquides. Dans ce contexte, on ne peut exclure une dynamique de marché défavorable en cas de fluctuations soudaines du marché donnant lieu à la propagation de tensions de certains compartiments de marché vers d'autres, situation qui provoque une baisse générale de la liquidité de marché. L'expérience de la crise LTCM sert à rappeler le besoin de vigilance dans une telle situation.

### 3|2 Relations avec les grandes institutions financières complexes et d'autres intermédiaires financiers

Du point de vue de la stabilité financière, c'est avant tout la relation directe entre *hedge funds* et *prime brokers* qui est une source potentielle de perturbations systémiques. Même dans le cas d'emprunts garantis, la faillite d'un *hedge fund* peut entraîner des créances irrécouvrables en cas de diminution de la valeur de marché de la garantie en raison d'importantes fluctuations des cours. Par ailleurs, en qualité de contrepartie des *hedge funds*, notamment sur les marchés dérivés de gré à gré, les banques exerçant des activités de *prime brokerage* s'exposent à d'importants risques de contrepartie<sup>11</sup>.

Les *prime brokers* sont pour la plupart de grandes institutions financières complexes qui jouent un rôle essentiel au sein du système financier international, en tant que contreparties sur les marchés interbancaires et des dérivés négociés de gré à gré, en réaffectant les risques et en fournissant de la liquidité. Le marché mondial du *prime brokerage* est aujourd'hui essentiellement dominé par les institutions financières américaines, bien que de grandes institutions financières européennes semblent rapidement développer leurs relations avec les *hedge funds*<sup>12</sup>. En règle générale, ces institutions financières affichent une rentabilité exceptionnelle et utilisent des techniques très sophistiquées de gestion du risque. Malgré tout, on ne peut totalement exclure que les crises qui touchent ces intervenants provoquent leur retrait de certains compartiments de marché et se propagent rapidement au sein du système financier international.

Les relations étroites des *prime brokers* avec les *hedge funds* sont illustrées par l'importance de ce secteur d'activité dans les bénéfices réalisés par les grandes banques internationales, bénéfices qui ont fortement progressé au cours de ces dernières années. La croissance soutenue des commissions perçues par certaines institutions financières internationales est probablement due, pour une partie non négligeable, au développement de leur activité avec les *hedge funds*. D'après certaines estimations, environ 15 à 20 % du total des produits bancaires tirés de l'activité d'investissement proviennent actuellement des opérations avec les *hedge funds*<sup>13</sup>.

En Allemagne, les prêts bancaires aux *hedge funds* — tout comme la négociation directe avec les *hedge funds* — se limitent à un nombre relativement réduit d'institutions internationales. Selon des informations de marché, les transactions sont en outre exclusivement effectuées contre garanties<sup>14</sup>. Les encours de dette des activités de négociation et de prêt doivent être estimés comme étant limités, leur part dans le total du bilan étant dans la fourchette basse des pourcentages à un chiffre. Les risques que les *hedge funds* font peser sur le système bancaire

10 Contrairement aux fonds de placement, les *hedge funds* ont la possibilité de prendre des positions courtes. Pour ce faire, ils empruntent des capitaux (endettement au bilan) et prennent des positions avec un apport en capital comparativement faible, en utilisant par exemple des produits dérivés et des positions courtes (endettement à l'aide d'instruments financiers).

11 Hormis les risques cités, il existe de nombreux autres risques, à l'image du risque opérationnel ou du risque juridique et de réputation, qui ne seront pas traités ici.

12 BCE (2005) : 'Large EU banks' exposures to hedge funds'.

13 Cf. Dresdner Kleinwort (2007) : 'Credit Suisse, Deutsche Bank, UBS – How important are hedge funds for the investment banking industry?'.

14 En revanche, on ne connaît pas bien la performance des actifs de couverture dans des situations de crise. D'après une étude réalisée par l'ESCB en 2005, les exercices de simulation de crise effectués par les banques ont rarement porté sur la performance des actifs de couverture et se limitaient essentiellement aux risques individuels. Cf. BCE (2005) : 'Large EU banks' exposures to hedge funds'.

allemand, notamment en raison de ses relations directes avec les *hedge funds*, semblent par conséquent relativement limités<sup>15</sup>.

En revanche, les risques encourus par les institutions financières ne se limitent pas à leur exposition directe aux *hedge funds* et à leur dépendance envers cette source de revenus. Le poids potentiel des *hedge funds* sur le marché fait également peser des risques indirects sur les positions prises par les participants du marché. Les banques sont souvent exposées à des risques de marché similaires à ceux des *hedge funds*, surtout si, dans le cadre de leur négociation pour compte propre, elles adoptent des stratégies comparables à celles des *hedge funds*. Ainsi, elles peuvent se trouver engagées sur des positions difficiles à liquider (« *crowded trade* ») et risquent alors de subir des pertes significatives en cas de fluctuations soudaines sur des segments de marché dominés par les *hedge funds*. Ce cas de figure peut tout particulièrement affecter les compartiments de marché où le retrait de quelques acteurs majeurs suffirait à provoquer un assèchement de la liquidité de marché. Les intervenants de marché doivent par conséquent faire le nécessaire pour éviter « l'illusion de la liquidité » et prêter une attention toute particulière aux risques de liquidité de marché dans leur gestion du risque.

## 4 | AMÉLIORER LA TRANSPARENCE DES HEDGE FUNDS

### 4|1 Renforcer la discipline de marché

Au sein d'une économie, le renforcement de la discipline de marché est une approche naturelle qui permet de maîtriser le risque potentiel d'instabilité financière susceptible de résulter de la défaillance ou du comportement collectif, des *hedge funds*. Cette approche est d'autant plus pertinente que les régimes

de rémunération des *hedge funds* encouragent parfois des prises de risque excessif. À titre d'exemple, l'une des principales caractéristiques des *hedge funds* est la rémunération, fortement liée à la performance, accordée à leurs gérants<sup>16</sup>. Les gérants de *hedge funds* ont souvent des éléments d'incitation, dans leur rémunération, pour améliorer les rendements en prenant des risques plus élevés, afin de compenser les périodes de performance moins élevée par exemple<sup>17</sup>. Il semble que ces structures aient joué un certain rôle dans le cas d'Amaranth par exemple.

Les imperfections du marché, comme les problèmes d'incitation, de position dominante et d'asymétries d'information, peuvent cependant rendre difficile l'exercice d'une discipline de marché, notamment chez les gérants de *hedge funds*. Une discipline de marché efficace passe par un degré adéquat de transparence. La transparence permet aux intervenants de marché de prendre des décisions plus efficaces car elle améliore la qualité de l'information et atténue les incertitudes.

S'agissant des *hedge funds*, la recherche d'une meilleure transparence soulève des difficultés spécifiques. En premier lieu il y a à tenir compte du degré élevé de complexité sur lesquels ils s'engagent. Ce problème est aggravé par la rapidité avec laquelle les *hedge funds* peuvent modifier leurs positions à risque. En second lieu, les *hedge funds* justifient leur transparence limitée par leur intérêt, compréhensible, à ne pas révéler leurs stratégies de négociation pour compte propre — qui constitue l'essence de leur *business model* — à d'autres intervenants de marché qui pourraient les répliquer. Les efforts qui seraient à consentir pour améliorer la transparence doivent donc ne pas mettre en cause les effets positifs produits par les *hedge funds*.

Compte tenu des possibles imperfections du marché, on peut néanmoins douter que d'un point de vue macroprudentiel, le processus exclusivement induit par le marché, qui caractérise ces dernières années, ait donné des résultats suffisants en matière de transparence des *hedge funds*.

15 Les relations entre les banques et les compagnies d'assurance et les *hedge funds* peuvent comporter des risques. Néanmoins, les investissements dans les *hedge funds* en Allemagne doivent être envisagés positivement sous l'angle de la diversification des portefeuilles.

16 Dans le cas des *hedge funds*, une commission de gestion fixe de 1 à 2 % des encours et une commission de performance de 20 % sont couramment appliquées à l'échelle mondiale.

17 Les « *high watermarks* » sont devenus au sein du secteur des *hedge funds* l'un des instruments qui neutralisent partiellement ce système de rémunération asymétrique. Dans le cadre de ce dispositif, les commissions liées à la performance sont payables uniquement lorsque la performance cumulée est supérieure aux pertes passées. Citons comme autre dispositif l'investissement financier personnel du gérant dans le fonds qu'il gère.

## 4|2 Prime brokers

La discipline de marché respectée par les contreparties — les *prime brokers* avant tout — est d'une importance décisive s'agissant de l'approche indirecte actuellement adoptée pour contenir les risques systémiques potentiellement créés par les *hedge funds*. Les *prime brokers* offrent plusieurs services aux *hedge funds*. Parmi les principales fonctions figurent notamment le financement (garanti) des expositions des *hedge funds* et l'exécution d'opérations sur produits dérivés négociés de gré à gré, partiellement grâce à l'interposition des *prime brokers* entre les opérations des *hedge funds* et les tiers<sup>18</sup>.

Par conséquent, sauvegarder une gestion adéquate du risque chez les *prime brokers* reste un objectif fondamental. C'est la raison pour laquelle il convient de soutenir les recommandations de juillet 2005 du Counterparty Risk Management Policy Group II (Groupe Corrigan), mis en place à l'initiative du secteur privé. Ces recommandations sont axées sur les domaines de la gestion et du contrôle du risque et contiennent des propositions sur la publication d'informations aux contreparties. Il convient de mentionner ici que les conditions attachés au crédit, notamment les exigences de garantie et de marge applicables aux expositions au risque (risques de crédit et de contrepartie dans le cas des produits dérivés de gré à gré), doivent être adaptées aux profils de transparence et de risque de la contrepartie.

Les préoccupations à cet égard résultent essentiellement de deux facteurs. En premier lieu, certains craignent que la pression causée par la concurrence féroce que se livrent les *prime brokers* pour décrocher des mandats de *prime brokerage* lucratifs ait pu se traduire par une dégradation des normes de crédit<sup>19</sup>. En second lieu, il n'est pas absolument certain que les *prime brokers* tiennent dûment compte des scénarios de tension potentielle dans la fixation de leurs exigences de marge<sup>20</sup>. Les leçons de la crise de LTCM en 1998 nous apprennent qu'en cas de tension sur les marchés, une forte hausse des appels de marge à court terme peut aggraver la tension potentielle se rapportant aux engagements sur les *hedge funds*, mais aussi, et pour une partie non négligeable, aux positions prises pour compte propre. En outre, pour les *prime brokers*, les

concentrations de risque peuvent également provenir d'expositions corrélées à différents *hedge funds*, et pour une partie non négligeable de la négociation pour compte propre. Ce constat souligne que les *prime brokers* doivent disposer d'informations correctes sur les principaux risques pris par leurs contreparties qui sont des *hedge funds*.

Dans cette mesure, il est indubitablement de l'intérêt des intervenants de marché de renforcer la fonction de gestion du risque. En outre, les autorités de tutelle doivent contrôler la mise en place des recommandations du Groupe Corrigan au sein des institutions financières relevant de leur compétence. Pourtant, il n'est pas possible de dissiper tous les doutes sur la prise en compte correcte des risques cités. À cet égard, il serait souhaitable que le Groupe Corrigan publie un rapport sur l'état d'avancement dans un futur proche. Par ailleurs, les ministres des Finances et gouverneurs des banques centrales des pays du G 7 ont inscrit les *hedge funds* à leur ordre du jour et ont demandé au Forum de Stabilité financière de mettre à jour son rapport de l'an 2000 sur les institutions à fort effet de levier.

## 4|3 Investisseurs

Les investisseurs exercent une influence sur la discipline des *hedge funds*. Fondamentalement, ils devraient être en position de comparer les informations pertinentes sur le profil rendement-risque de leurs placements dans les *hedge funds* avec celles d'acteurs concurrents et d'autres actifs de placement de façon à pouvoir prendre les décisions appropriées. À cet égard, on peut supposer que la participation croissante des investisseurs institutionnels exerce une influence positive sur la qualité de la gestion du risque au sein du secteur des *hedge funds*. Selon certaines estimations, les fonds de pension, les fondations et les compagnies d'assurance avaient réalisé plus de 40 % de la totalité des investissements dans les *hedge funds* en 2006 (contre environ 11 % en 2002), et ce chiffre devrait continuer à progresser au cours des prochaines années<sup>21</sup>. Les précautions que prennent de façon approfondie ces investisseurs institutionnels (« *due diligence* ») sont susceptibles d'améliorer la qualité de la gestion du risque des

18 Cette activité est baptisée *courtage de gré à gré de produits dérivés*.

19 C'est la raison pour laquelle plusieurs autorités de tutelle ont lancé l'an dernier une enquête sous la direction de la Federal Reserve Bank of New York.

20 Le calcul de la marge repose notamment sur l'exposition potentielle future des contrats de produits dérivés négociés de gré à gré.

21 Cf. Bank of New York (2006) : "Institutional demand for hedge funds 2 – A global perspective".

*hedge funds*<sup>22</sup>. Resterait néanmoins à encourager la généralisation de ces pratiques de surveillance attentive des risques puisque, d'après une récente étude (portant toutefois sur un échantillon réduit), un nombre significatif de *hedge funds* ne semblent toujours pas avoir un bon suivi de la gestion de leur risque conforme aux standards de la profession<sup>23</sup>. La valorisation des actifs illiquides soulève également des questions essentielles<sup>24</sup>.

La participation des investisseurs institutionnels devrait aussi inciter les *hedge funds* à améliorer leur publication d'informations<sup>25</sup>. Actuellement, les pratiques en matière d'information au sein du secteur des *hedge funds* semblent disparates en termes de qualité et, dans certains cas, dépendent du positionnement de marché du *hedge fund* ou de l'investisseur. Afin de garantir une discipline de marché efficace, il est essentiel que des informations adéquates soient publiées sur le risque<sup>26</sup>. Or, les recommandations des associations du secteur des *hedge funds* sur la publication d'informations aux investisseurs, qui sont intégrées aux « Bonnes pratiques » du secteur<sup>27</sup>, peuvent difficilement être qualifiées de « meilleures pratiques ».

C'est pourquoi le secteur des *hedge funds* doit s'efforcer de définir des bonnes pratiques plus rigoureuses en matière d'information et les ériger au rang de normes du secteur. Ces normes d'information couvriraient tous les aspects essentiels sous une forme agrégée, de sorte que les investisseurs puissent évaluer la situation financière et le profil de risque du *hedge fund* concerné (grâce notamment à des informations adéquates sur le risque, à l'image de l'exposition aux risques de marché — sur la base de chiffres de *value at risk* et de simulations de crise adéquates — de crédit et de liquidité et aux concentrations de risque). Les premières recommandations internationales sur l'amélioration de l'information, émises par le Groupe Fisher II<sup>28</sup>, peuvent d'ailleurs servir de référence. De tels efforts gagneraient en crédibilité si les bonnes

pratiques étaient intégrées à un code de déontologie réalisé spontanément à l'initiative du secteur des *hedge funds*.

#### 4|4 Autorités publiques

Il semble également important de traiter la question de la transparence du secteur des *hedge funds* vis-à-vis des autorités publiques pour savoir dans quelle mesure on pourrait l'améliorer. L'une des questions à traiter ici est celle de la complexité accrue du système financier et du transfert croissant du risque vers des zones non réglementées car elle constitue un défi majeur pour les autorités dans leur appréciation des risques systémiques potentiels.

Dans ce contexte, également, les institutions financières réglementées demeurent le principal point de départ. Un contrôle approfondi de la relation entre les institutions financières réglementées, notamment les *prime brokers*, et leurs contreparties qui sont des *hedge funds* devrait fournir aux autorités de tutelle des informations sur les expositions significatives au risque, qui représentent une source importante de risques systémiques potentiels. Néanmoins, une supervision de ce type ne peut offrir davantage qu'un aperçu sommaire du secteur des *hedge funds*, surtout si des *hedge funds* envisagés isolément entretiennent des relations financières avec plusieurs institutions financières de différents pays. Vu sous cet angle, il serait intéressant de savoir si la coopération entre les autorités de tutelle à l'échelle mondiale pourrait se traduire par une amélioration globale de la transparence des grandes expositions des institutions financières réglementées aux *hedge funds*. La collaboration actuelle entre plusieurs banques centrales, qui porte sur l'échange d'informations sur les expositions des emprunteurs communs aux établissements de crédit, devrait être considérée comme un exemple en la matière<sup>29</sup>. À l'inverse, les

22 Cf. Deloitte (2007) : "Precautions that pay off".

23 Cf. Deloitte, loc cit. Pour certains gérants de *hedge funds*, il semble que « la sophistication de leur gestion du risque ne soit pas suffisamment en adéquation avec la complexité de leurs stratégies et de leurs investissements ».

24 Cf. FSA (2006) : "Hedge funds : a discussion of risk and regulatory engagement" – Feedback on DP05/4.

25 D'après une étude réalisée aux États-Unis, 29 % des fondateurs ont indiqué que le manque de transparence était un obstacle aux investissements dans les *hedge funds*, cf. Greenwich Associates (2005) : "Hedge fund market trends".

26 Il est par exemple indiqué dans l'étude Deloitte susmentionnée qu'environ 60 % seulement des *hedge funds* interrogés sont disposés à partager par écrit leur politique de gestion du risque avec leurs investisseurs, et que les principes « manquent souvent de profondeur et de détail ».

27 Cf. Bonnes pratiques de la Managed Fund Association et de l'Alternative Investment Management Association.

28 Cf. le rapport du Multidisciplinary Working Group on Enhanced Disclosure (Fisher II Group), 26 avril 2001.

29 Cf. Protocole d'accord sur l'échange d'informations entre les fichiers bancaires nationaux dans le but de diffuser ces informations aux institutions daté du 20 février 2003 ; la loi de référence en Allemagne est la section 14 du Banking Act, qui prévoit la collecte de données sur l'exposition au crédit. Elle prévoit une exigence générale de publication des expositions supérieures à 1,5 million d'euros (dont les expositions syndiquées).

propositions plus larges en faveur d'un registre des positions des *hedge funds* se heurtent à des oppositions politiques et posent des problèmes pratiques.

## 5 | PERSPECTIVES

De nombreux observateurs s'attendent à ce que l'industrie des *hedge funds* continue de croître à un rythme rapide au cours des prochaines années<sup>30</sup>. Cependant, il convient de noter que la phase actuelle d'expansion intervient dans un contexte macroéconomique et financier favorable. Dans un environnement plus défavorable, l'industrie des *hedge funds* pourrait faire face à une pression accrue d'ajustement et de consolidation.

Compte tenu de la raréfaction des opportunités génératrices de revenus et de la concurrence accrue de la part des autres intervenants de marché, les *hedge funds* essaient de se procurer un avantage concurrentiel en affinant leurs stratégies — en investissant dans des instruments moins liquides, en ayant davantage recours à l'endettement ou en exploitant de nouveaux marchés géographiques — et en trouvant de nouvelles manières de lever des capitaux. S'agissant du débat sur la transparence, deux évolutions présentent une importance toute particulière. Au cours des derniers mois, les *hedge funds* et leurs gérants se sont de plus en plus tournés directement vers les marchés des actions et les marchés d'obligations pour se procurer du capital. Jusqu'ici cependant, ce choix s'est limité à un nombre réduit de grands *hedge funds*. Le recours aux marchés de capitaux modifie les structures du financement des *hedge funds* et leur permet de continuer à développer leurs stratégies d'investissement. Au vu des obligations minimum d'informations relatives aux introductions en bourse,

ces nouveaux développements pourraient, à moyen terme, inciter l'ensemble du secteur des *hedge funds* à offrir une plus grande transparence.

Deuxièmement, les investisseurs particuliers sont susceptibles d'investir davantage, de manière essentiellement indirecte, dans les *hedge funds*. De nombreux pays offrent à cette catégorie de clients des opportunités d'investissement dans les fonds de *hedge funds*<sup>31</sup>. Ces clients détiennent également une part indirecte croissante dans les *hedge funds* via les fonds de pension et autres investisseurs institutionnels. C'est la raison pour laquelle, dans de nombreux pays, la question de la protection des investisseurs est susceptible d'entrer dans le débat sur la transparence.

Dans les discussions actuellement menées sur le secteur des *hedge funds*, les autorités publiques doivent être guidées par l'objectif de ne pas entraver le processus de transformation dynamique du système financier et l'innovation qui lui est associée, afin que la concurrence joue pleinement son rôle positif. En revanche, un cadre adapté doit être mis en place afin de garantir une discipline de marché adéquate au sein du secteur des *hedge funds* grâce au degré nécessaire de transparence. L'un des objectifs clés des banques centrales est actuellement de mener et soutenir des actions visant à éviter une phase possible d'ajustement et de consolidation au sein du secteur des *hedge funds*, qui se conclurait par un épisode d'instabilité financière. Finalement, les banques centrales continueront de suivre et analyser de manière approfondie l'impact des *hedge funds* sur l'évolution future des systèmes financiers et leurs implications sur les canaux de transmission de la politique monétaire. C'est seulement de cette façon qu'il sera possible de garantir à long terme l'efficacité des marchés financiers et d'une politique monétaire qui vise la stabilité.

30 La Bank of New York estime que le volume des actifs gérés par le secteur des *hedge funds* pourrait atteindre environ 2 000 milliards de dollars en 2009, voir Bank of New York (2006) : "Institutional demand for hedge funds 2 – A global perspective".

31 En Allemagne, de nombreux certificats d'investissement, dont la performance dépend du rendement des indices des *hedge funds*, sont également émis.