

# INTRODUCTION

---

*Hedge funds*. Deux mots qui font rêver ou qui font peur. Suscitant l'admiration ou la crainte, ils ne laissent personne indifférent. Depuis le début des années 1990, il y a un intérêt croissant pour les *hedge funds*, aussi bien de la part des investisseurs professionnels que du public. Souvent appelés investissements alternatifs parce que leurs mandats ne sont pas réduits à des investissements classiques, les *hedge funds* ont crû exponentiellement aussi bien en nombre qu'en taille depuis 25 ans ; malgré la crise des *subprime* au terme de laquelle 30 % des fonds alternatifs n'ont pas survécu. Le terme *hedge funds* a été associé à tout type de véhicule qui, dans un cadre extrêmement souple, permet de mettre en œuvre, soit sous forme dérogatoire dans une juridiction réglementée, soit sous un cadre *off-shore* généralement pas ou peu réglementé, des techniques de gestion agressives, non limitées à la simple acquisition de titres, résultant souvent de paris directionnels forts et utilisant l'effet de levier ou des instruments dérivés OTC (*Over-the-counter*) de manière intensive.

Un *hedge fund* se définira donc comme un véhicule dont les contraintes de gestion relèvent d'un pur contrat entre le gestionnaire et l'investisseur, dont la liquidité est suffisamment réduite pour permettre la mise en œuvre de stratégies à long terme – sans la préoccupation pour le gestionnaire de rachats intempestifs de la part de ces investisseurs (période de sûreté et dates de liquidité) – et dont la flexibilité est maximale, le gestionnaire s'autorisant quasiment toutes les prises de positions envisageables pour un objectif de gestion donné. Il se caractérisera par une rémunération élevée, fortement indexée sur la performance du fonds.

Depuis la crise des *subprime*, ils sont aujourd'hui l'objet de nombreuses discussions car les capitaux engagés sont particulièrement importants. Juste avant la crise, les *hedge funds* étaient à l'origine de 50 % des transactions sur le marché actions américain. Souvent critiqués pour leur nature spéculative, leur opacité ou leur manque de régulation, ils ont été rendus responsables de l'amplification, voire du déclenchement de la crise par certains responsables politiques. Cette pression mena à des déclarations multiples en vue de réglementer la finance mondiale et en particulier les *hedge funds*.

En réalité, les questions de régulation et de réglementation des *hedge funds* ne sont pas nouvelles et ne sont pas une conséquence de la crise des *subprime*. Depuis 1998 et la quasi-faillite du *hedge fund* LTCM (Long-Term Capital Management), cette interrogation est une des problématiques majeures de l'industrie de la gestion alternative, qui revient après chaque faillite retentissante de *hedge funds* ou chaque crise financière. Selon le régulateur, les *hedge funds* sont générateurs de risques systémiques, ce qui expliquerait la nécessité de les réglementer. Le risque systémique correspond au risque qui apparaît lorsqu'un *hedge fund* défaillant se retrouve dans l'incapacité d'honorer ses obligations vis-à-vis d'institutions financières, mettant à leur tour ces dernières dans l'incapacité d'honorer les leurs. Ces défaillances en chaîne peuvent alors provoquer une crise financière, et se propager à l'économie réelle. Ce risque systémique peut trouver son origine dans quelques risques inhérents aux *hedge funds* : le risque de contrepartie, l'effet de levier, les problèmes de liquidité, et les effets des fonds de fonds.

Comment expliquer l'impact réel ou potentiel des *hedge funds* sur les marchés financiers ? Leur importance est-elle surestimée ?

Avant la crise de 2008, on comptait 10 000 fonds spéculatifs qui géraient 2 500 Md\$ et assuraient quotidiennement de 40 % à 50 % des transactions sur les marchés actions et de dérivés. Ils représentaient entre 2 et 4 % de la capitalisation boursière mondiale.

Pendant la crise, 30 % des *hedge funds* ont fermé. Aujourd'hui, toujours autour de 10 000, ils représentent 3 000 Mds\$ : c'est approximativement le montant total des actifs alloués à des « *hedge funds* ». C'est presque moitié moins que les seuls actifs sous gestion du plus gros acteur du marché : BlackRock. Ce montant est approximatif car les *hedge funds off-shore* ne sont pas tenus de rendre publics les montants gérés. Comme indiqué dans le tableau 1, ils génèrent une grande partie de la liquidité quotidienne de plusieurs marchés.

Que représente alors le reste de l'industrie ? Le graphique 1 indique que l'industrie de la gestion alternative reste une industrie de niche, représentant 2 % de la capitalisation boursière mondiale.

Comment les *hedge funds* font-ils pour, parfois, être responsables de presque 60 % de la liquidité sur un marché qui ne représente que 2 % des acteurs ? La réponse réside dans leur utilisation de l'*active trading* et de l'effet de levier. Contrairement aux fonds d'investissement classiques, ils sont capables de « rebalancer » leurs portefeuilles plusieurs fois dans la journée. De plus, leur utilisation massive de l'effet de levier leur permet d'investir bien plus que leurs capitaux.

# TABLE DES MATIÈRES

---

<b>Introduction</b> .....	11
---------------------------	----

---

## Partie 1

<b>Analyse descriptive</b> .....	19
----------------------------------	----

---

I. Introduction: contexte et perspective historique.....	21
1. Gestion classique <i>versus</i> gestion alternative .....	21
2. L'industrie en quelques chiffres .....	22
3. Qu'est-ce qu'un <i>hedge fund</i> ? .....	23
4. Historique.....	24
II. Les caractéristiques des <i>hedge funds</i> .....	26
1. La structure-type et le <i>prime brokerage</i> .....	26
2. Les investisseurs et les modes opératoires des investissements en <i>hedge funds</i> .....	27
3. Les contraintes d'investissement.....	30
4. La rémunération du gestionnaire.....	31
a. Une structure de commission double .....	31
b. Les effets pervers .....	33
c. Les effets statistiques du système de commissions .....	35
5. Données disponibles et biais.....	36
III. Les stratégies d'investissement.....	40
1. La notion d'arbitrage .....	40
2. Les opérations de base.....	41
a. L'achat sur marge.....	41
b. Le prêt de titres (« <i>repo</i> »).....	43

c. La vente à découvert.....	43
d. L'effet de levier.....	46
3. Les instruments de base.....	49
a. Les obligations.....	49
b. Les actions.....	50
c. Les produits dérivés.....	50
d. Les produits atypiques et les actifs intangibles.....	52
4. Classification des stratégies.....	55
a. <i>Relative Value</i> .....	56
b. <i>Event Driven</i> .....	58
c. Opportunistes.....	60
d. Le décalage entre les stratégies officielles et réalisées.....	62

## Partie 2

<b>Analyse quantitative</b> .....	65
<hr/>	
I. La performance des <i>hedge funds</i> .....	67
1. La mesure traditionnelle de la performance.....	67
2. Approches multifactorielles: alpha ou bêta exotique?.....	68
3. Le profil optionnel des performances.....	69
4. Surperformance systématique?.....	71
5. La persistance de la performance et le taux de mortalité des <i>hedge funds</i> .....	72
6. Effets taille et âge sur la performance.....	72
7. L'impact des contraintes réglementaires sur la performance.	72
8. Comment choisir un <i>hedge fund</i> à partir de son <i>track record</i> ?	73
II. Les risques des <i>hedge funds</i> .....	74
1. La cartographie des risques des <i>hedge funds</i> .....	74
a. Qu'est-ce que le risque?.....	74
b. Les risques des <i>hedge funds</i> ?.....	74
2. La non-normalité des rendements de <i>hedge funds</i> .....	75

a.	Normalité des rendements et finance.....	75
b.	Évidence empirique: la non-normalité des rendements....	76
c.	Comment tester la non-normalité?.....	76
d.	Les origines de la non-normalité des rendements des <i>hedge funds</i> .....	77
3.	Les mesures de risques traditionnelles et leurs limites.....	77
a.	La volatilité.....	77
b.	Le bêta.....	78
c.	La <i>tracking error</i> .....	78
4.	Les mesures de risques alternatives.....	79
a.	La <i>downside</i> semi-variance (ou <i>downside deviation</i> ).....	79
b.	La <i>value-at-risk</i> (VaR).....	80
c.	Le <i>max drawdown</i> .....	80
5.	Les mesures de performances ajustées pour le risque.....	82
a.	Le ratio Sharpe.....	82
b.	Le ratio Sortino.....	84
c.	Le ratio Sharpe modifié.....	84
6.	Analyse empirique.....	85
III.	Les propriétés de diversification des <i>hedge funds</i> .....	86
1.	La corrélation.....	87
a.	Définition de la corrélation linéaire et propriétés.....	87
b.	Faits empiriques de la corrélation des marchés actions ....	87
2.	La diversification.....	88
a.	La diversification: distinction des risques spécifiques et systématiques.....	88
b.	La diversification nationale <i>versus</i> internationale.....	90
c.	La diversification non gaussienne.....	90
3.	Pourquoi le coefficient de corrélation n'est pas une bonne mesure de dépendance.....	91
4.	Un nouvel outil: les fonctions copules.....	92
5.	Application empirique: une analyse non linéaire de la dépendance des <i>hedge funds</i> .....	97

## Partie 3

<b>Les nouvelles problématiques</b> .....	99
<hr/>	
I. Les introductions en Bourse de <i>hedge funds</i> .....	101
1. Quels intérêts pour les <i>hedge funds</i> ? .....	102
2. Structure de l'introduction en Bourse.....	102
3. Différences entre actionnaires et investisseurs .....	103
4. Valorisation d'une action de <i>hedge funds</i> .....	104
II. Les clones de <i>hedge funds</i> .....	105
1. Une classe d'actif à part? .....	105
2. Le principe de réplication.....	105
3. Enjeux et conséquences.....	106
III. La réglementation des <i>hedge funds</i> .....	107
1. Problématique .....	107
2. Les <i>hedge funds</i> et le risque systémique.....	109
3. Les formes de la réglementation .....	110
a. Réglementation directe.....	110
b. Réglementation indirecte.....	111
4. Les conséquences de la réglementation : la fin des <i>hedge funds</i> ? .....	112
IV. L'activisme actionnarial .....	113
V. L'utilité sociale des <i>hedge funds</i> ?.....	114
 <b>Conclusion</b> .....	 119
<hr/>	
<b>Liste des abréviations</b> .....	121
<hr/>	
<b>Liste des graphiques et tableaux</b> .....	123
<hr/>	