

Hedge Funds : Quel Rôle Macroéconomique ?

Frédéric Leroy (<http://www.fly06.fr/>)

15 Mars 2014

Régulièrement traités sur les médias spécialisés (Bloomberg TV, BFM Radio ou La Tribune) depuis l'affaire LTCM, les hedge funds ont fait une (ré-)apparition tonitruante dans les grands médias généralistes à l'occasion de la crise financière. Autrefois adulés pour leurs performances « hors normes », la « haute technicité » de leurs processus de gestions et le standing professionnel et académique de leurs équipes, les échos qui nous parviennent actuellement sont moins glorieux.

Alors que le phénomène a (semble-t-il) atteint une taille conséquente (il y aurait 15000 hedge funds à travers le monde pour un encours total sous gestion de 2000 milliards de dollars), une question non politiquement correcte commence à poindre dans les esprits des observateurs les moins engourdis : *si les hedge funds ne sont pas ce qu'on a nous dit qu'ils étaient sensés être mais alors que sont-ils donc vraiment ?* Engoissante question. Bref, l'occasion de nous interroger sur le (véritable) rôle macro-économique des hedge funds.

Un premier constat : les banques d'investissements sont au cœur de l'explosion des hedge funds.

Les banques d'investissements sont les partenaires privilégiés des hedge funds. Au delà des services classiques de tenue de compte et de conservation de titres (prime brokerage), elles offrent de multiples services formels ou informels :

- Sous-traitance des activités de middle office et notamment prise en charge du reporting « risques-performance » clients
- Refinancement des hedge funds dans leurs opérations avec effet de levier grâce à l'octroi de prêts avec garanties
- Prêts de titres aux hedge funds pour leurs opérations de vente de titres à découvert
- Prescripteurs et/ou apporteurs d'affaires par l'intermédiaire de leurs réseaux
- Création de hedge funds par l'entremise de leurs ex-traders « compte propre »
- Investissement direct dans les fonds soit en tant qu'actionnaires soit en tant que détenteurs de parts lors de l'amorçage (seed money)

Au total, les banques offrent un panel de services qui permet à un gérant de hedge fund de démarrer son activité en se concentrant sur son métier de base à savoir la création de stratégies (R&D) et leurs mises en production (trading). Ces activités de services permettent aux banques de générer du business à partir de l'infrastructure déjà rentabilisée. Ce qui est à la fois très profitable et peu risqué.

Mais les banques ont un intérêt bien plus important dans le développement des hedge funds.

Ces derniers constituent les contreparties « risk taker » (à mettre en face des contreparties « risk adverse » classiques) indispensables au développement de leurs activités de market-making sur produits à fortes marges (dérivés de crédit, produits structurés, titrisation).

Parmi les clients traditionnels des banques figurent des acteurs essentiellement « risk adverse » à savoir les compagnies d'assurance (partie actif du bilan), les gestions pour compte de tiers

(gestion sous mandat et/ou collective), les fonds de pension, etc. Ces acteurs sont principalement investis en produits cash (actions, obligations et monétaire) et sont structurellement acheteurs de couvertures (ex : dérivés de crédit), de garanties (ex : produits à capital garantis) ou encore de produits à faibles risques (ex : tranches senior des CDOs).

Le rôle d'acteurs « risk taker » a longtemps été tenu par les banques elles-mêmes par le biais de leurs activités de trading pour compte propre. Du fait de la montée en puissance des contraintes réglementaires depuis les premiers accords de Bâle sur les fonds propres requis pour couvrir le risque de crédit (1988), les banques ont mis en place des stratégies d'optimisation des fonds propres qui consistent à transférer certaines activités « risk taker » sur des tiers (les hedge funds) tout en développant parallèlement des activités de market-making aux revenus récurrents (spread achat-vente) et aux risques modérés (les books de market-making sont constitués de positions long-short globalement couvertes).

Puisque les hedge funds se substituent pour partie aux banques comme acteurs « risk taker », quel peut bien être la motivation des gérants de hedge funds pour développer une activité aussi risquée ? Il y a deux facteurs propres aux gérants qui contribuent au développement des hedge funds :

- La volonté d'indépendance et de réalisation de « fortes personnalités » souhaitant « voler de leurs propres ailes »
- La perspective de revenus supérieurs à ce que peuvent leur offrir les banques d'investissement du fait de frais de gestion facturés aux investisseurs importants (partie variable sur la sur-performance)

Mais de façon plus fondamentale, ce business n'aurait jamais pu décoller sans que la majeure partie des risques encourus soient reportés sur des tiers (investisseurs) peu ou, plus exactement, mal informés. De fait, une caractéristique essentielle des hedge funds est l'absence de réglementation, en particulier en matière d'information des investisseurs (transparence). Ce particularisme s'est avéré extrêmement intéressant pour leur développement mais aussi par ricochet pour le développement des activités de market-making des banques.

Tout le génie de l'industrie financière a été d'utiliser ce vide réglementaire en construisant une image « faibles risques - rendements absolus élevés » des hedge funds, pour le moins attractive, que l'on peut résumer en deux points.

D'une part, les hedge funds ne déclarent pas les positions présent. Seule la nature des stratégies utilisées est généralement divulguée et les prime brokers se chargent de produire des reporting risques semi-consolidés à base de VaR. Compte tenu de la nature des stratégies utilisées (instruments « exotiques », rotations plus ou moins importantes des portefeuilles, stratégies « market-neutral »), les reporting VaR (même les plus sophistiqués) ont de grandes chances de donner une image tronquée et bien souvent minorée des risques réellement encourus.

D'autre part, les hedge funds sont présentés au près des investisseurs comme une classe d'actifs à part entière au même titre que les actions ou les obligations. Cela permet la construction et la publication d'indices spécifiques aux hedge funds (globalement ou par type de stratégies) qui présentent des caractéristiques de risk-return soit meilleures (substitution) ou soit complémentaires (diversification) aux actifs traditionnels. On sait pourtant que ces indices développés par l'industrie financière sont sujets à caution du fait de ce qu'il est coutume d'appeler pudiquement des "biais", dont le plus conséquent est le biais du survivant (survival bias).

Hedge Funds <==> « Risques Faibles + Rendements Elevés » (Marketing)

Cette stratégie marketing a parfaitement fonctionné jusqu'à maintenant et a permis aux hedge funds de se développer de façon spectaculaire au près des investisseurs institutionnels. Le fait que les parts de hedge funds soient intégrées de façon non consolidée dans les bilans des investisseurs

institutionnels est l'élément fondamental qui permet à ces derniers de contourner leurs propres réglementations.

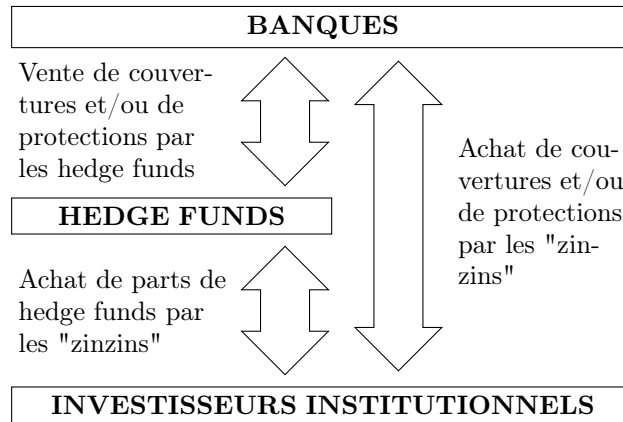


FIGURE 1 – Rôle Macroéconomique des Hedge Funds

Sur un plan macro-économique, on constate donc que les banques ont créé grâce aux hedge funds un système dans lequel les investisseurs institutionnels sont à la fois acheteurs de protections/couvertures pour couvrir leurs actifs physiques et vendeurs (sans toujours en être conscient) de protections/couvertures par le biais des parts de hedge-funds (non consolidées) qu'ils détiennent.

Quel est donc le bilan macro-économique global en terme de risques et de revenus/coûts pour ces trois acteurs :

- Banques : Elles ont sorti des risques primaires de crédit et de marchés de leurs positions (bilan/hors bilan) tout en développant des activités de market-making de produits "innovants" dont les revenus sont constitués des commissions (titrisation) et des spreads achat-vente (market-making)
- Investisseurs Institutionnels : Ils ne supportent pas directement les risques primaires de crédit et de marchés puisqu'ils interviennent pour l'essentiel pour compte de tiers. Par contre, ils supportent les risques secondaires (commercial, réputation, juridique) d'autant plus importants qu'ils interviennent sur des marchés concurrentiels. Leurs coûts correspondent aux revenus des banques (puisque'ils sont des deux côtés des fourchettes achat-vente des market-makers, explicitement du côté « hedges » et implicitement du côté « risques ») augmentés des frais de gestions des hedge funds
- Gestionnaires de Hedge Funds : Ils supportent les risques primaires sur les parts de fonds qu'ils détiennent. Ils supportent des risques secondaires (commercial, réputation, juridique) d'autant moins importants que leurs fonds sont de tailles modestes et peu exposés médiatiquement et juridiquement. Leurs gains correspondent aux frais de gestions (fixes et variables) payés par les investisseurs institutionnels moins les coûts de structures dont les frais prélevés par les prime brokers

Les banques d'investissement ont donc su profiter du vide réglementaire sur les hedge funds pour transférer des risques sur les investisseurs institutionnels et ainsi échapper à leurs contraintes réglementaires tout en développant des activités de market-making de produits « innovants » extrêmement lucratives. Le fantastique développement des activités sur produits OTC standardisés (swap de taux, credit default swap, etc.), des produits structurés de crédit (titrisation) et d'autres produits plus ou moins exotiques n'aurait pas été possible sans les hedge funds et (on peut maintenant le dire) sans le conformisme ou la naïveté (au choix) des investisseurs finaux.

Cet astucieux montage a un nom : regulatory arbitrage.

La crise des subprimes a montré que les rendements apparents élevés des hedge funds avaient bien pour contrepartie des risques dont la réalisation pouvaient avoir des effets spectaculaires et désastreux pour les porteurs de parts. On a d'ailleurs montré dans un autre article (Hedge Funds : Quels sont les Risques?) que le porteur de parts de hedge funds était implicitement short d'options portant sur la réalisation de ses risques. Le porteur de parts empêche donc la prime des options jusqu'au jour où les risques en question ne se matérialisent...

NB : Cet article a été publié pour la première fois sur le site bestofrisk.com le 2 Janvier 2005 puis le 1er Octobre 2008 sur ekoris.org. Seules l'introduction et la conclusion ont été modifié par rapport à la version initiale.