



HAL
open science

L'essor des Hedge Funds. Quels changements pour les ménages ?

Alexis Dufresnoy

► **To cite this version:**

Alexis Dufresnoy. L'essor des Hedge Funds. Quels changements pour les ménages?. Gestion et management. 2021. dumas-03563879

HAL Id: dumas-03563879

<https://dumas.ccsd.cnrs.fr/dumas-03563879>

Submitted on 10 Feb 2022

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.



Distributed under a Creative Commons Attribution - NonCommercial - NoDerivatives 4.0 International License



L'essor des *Hedge Funds*

Quels changements pour les ménages ?

Présenté par : DUFRESNOY Alexis
Entreprise d'accueil : Euroteknika

Date de stage : du 19/04/21 au 09/07/21

Tuteur entreprise : SEKINO Yuki
Tuteur universitaire : SANFILIPPO Gilles

Grenoble IAE
Master 1
Master Finance
2020 - 2021



Avertissement :

Grenoble IAE, au sein de l'Université Grenoble Alpes, n'entend donner aucune approbation ni improbation aux opinions émises dans les mémoires des candidats aux masters en alternance : ces opinions doivent être considérées comme propres à leur auteur.

Tenant compte de la confidentialité des informations ayant trait à telle ou telle entreprise, une éventuelle diffusion relève de la seule responsabilité de l'auteur et ne peut être faite sans son accord.

RÉSUMÉ

L'industrie des *hedge funds* a connu un essor considérable ces dernières années et l'actualité récente montre des changements dans les agissements des particuliers à l'égard de la sphère financière. En découle alors la problématique suivante : « *L'essor des hedge funds (fonds spéculatifs) a-t-il un impact sur les comportements des ménages ?* ».

Pour y répondre nous avons réalisé une étude empirique visant à observer l'opinion publique à propos de la sphère financière et des fonds spéculatifs. Il en est ressorti que les ménages considèrent la spéculation comme responsable de la crise des *subprimes* et qu'ils ont une image négative des *hedge funds* en raison de leur recours à la vente à découvert qu'ils estiment peu morale. Émergent alors des sentiments de « trahison » et de « vengeance » envers la sphère financière, poussant certains d'entre eux à entrer en conflit avec cette dernière comme l'a montré l'affaire GameStop, ou bien à s'orienter vers un nouveau type de système financier comme le laisse présumer le fort développement récent des crypto-monnaies. (17 000 mots environ)

SUMMARY

The hedge fund industry has considerably grown in the last few years and recent events show changes in the way individuals act towards the financial sphere. This leads to the following question: "Does the rise of hedge funds have an impact on the behavior of households? ".

To answer this question, we conducted an empirical study to observe public opinion about the financial sphere and hedge funds. The study showed that households consider speculation to be responsible for the subprime crisis and that they have a negative image of hedge funds because of their recourse to short selling, which they consider unethical. This has led to feelings of "betrayal" and "revenge" towards the financial sector, leading some of them to enter conflict with the latter, as shown by the GameStop affair, or to move towards a new type of financial system, as suggested by the recent strong development of crypto currencies. (17,000 words approx.)

MOTS CLÉS :

finance, fonds spéculatifs, ménages, comportements, subprimes, GameStop, Crypto-monnaies

finance, hedge funds, households, behaviors, subprimes, GameStop, Crypto currencies

SOMMAIRE

REMERCIEMENTS	7
SOMMAIRE	6
AVANT-PROPOS	7
INTRODUCTION	8
PARTIE 1 - DEFINITION, FONCTIONNEMENT ET ROLES DES HEDGE FUNDS	9
I. Définition.....	10
A. Performance relative et performance absolue.....	10
B. Localisation des hedge funds.....	13
II. Typologie des outils et méthodes employés par les hedge funds	13
A. La vente à découvert.....	13
B. L'effet de levier :	14
C. Les produits dérivés	16
III. Les différentes stratégies d'investissement des hedge funds.....	19
A. Les stratégies dites « non-directionnelles ».....	19
B. Les stratégies dites « directionnelles »	21
IV. Conclusion partielle.....	23
PARTIE 2 - LA MONTEE EN PUISSANCE DES HEDGE FUNDS	24
I. Historique et développement des <i>hedge funds</i>	25
A. La naissance des hedge funds : de 1949 à 1969	25
B. Une période de remise en question : de 1970 à 1999	25
C. Une ascension fulgurante : de 2000 à 2007.....	26
D. Naissance d'une controverse : de 2008 à nos jours.....	27
II. Un lien entre les <i>hedge funds</i> et le risque systémique	29
A. Le risque systémique.....	29
B. Les hedge funds sont-ils source de risque systémique ?	32
III. La réglementation pour canaliser les hedge funds	36
IV. Conclusion partielle.....	38
PARTIE 3 - LE COMPORTEMENT DES MENAGES EN REACTION A CET ESSOR.	39
I. Opinion publique.....	40
A. Revue de presse	40
B. Étude empirique sur l'opinion publique à l'égard de la sphère financière	41
II. Développement des courtiers en ligne et de la finance décentralisée	44
A. Le développement des brokers, courtiers en ligne	44
B. L'émergence des crypto-monnaies	44
III. Les particuliers modifient leurs comportements en conséquence de l'essor des hedge funds ..	45
A. Une révision des méthodes de placement et d'investissement	46
B. Des actions directes contre les hedge funds.....	46
CONCLUSION.....	48
BIBLIOGRAPHIE	50
SITOGRAFIE	51
TABLE DES FIGURES	54
TABLES DES ANNEXES.....	55
ANNEXE 1 : ÉTUDE EMPIRIQUE DE L'OPINION PUBLIQUE A L'EGARD DE LA SPHERE FINANCIERE ...	55
TABLES DES MATIERES.....	60

AVANT-PROPOS

Ce mémoire est réalisé dans le cadre de mon Master 1 – Finance à l'IAE de Grenoble. Il vise à étudier l'impact que peut potentiellement avoir l'essor des *hedge funds* sur les comportements des ménages.

Ce papier a pour ambition de mettre en lumière des acteurs largement précédés par leur réputation et essentiellement connus pour leurs aspects négatifs largement repris par la presse, en explicitant objectivement leur fonctionnement et les rôles qu'ils occupent au sein de notre système financier.

Chaque concept technique sera expliqué au mieux tout en respectant les contraintes de taille que nous imposent le format du document et le cadre théorique, afin que quiconque puisse comprendre le contenu et ce qu'il en ressort, sans pour autant disposer de connaissances particulières au préalable.

INTRODUCTION

L'industrie des fonds spéculatifs également connus sous le nom de *hedge funds*, s'est considérablement développée depuis sa création en 1949. En effet, en 2019 on ne dénombrait pas moins de 9500 fonds en activité pour un montant total d'actifs gérés de plus de 3200 milliards de dollars. Ce dernier a donc augmenté de plus de 2300% depuis la fin des années 90 jusqu'à nos jours, d'après le rapport d'*Hedge Fund Research*.

L'essor des fonds spéculatifs est alors très controversé comme en témoignent le nombre conséquent d'articles de presse à leur égard, les décrivant comme étant au cœur de crises financières et de divers scandales. Le plus connu d'entre eux étant celui de Bernard Madoff, où l'ancien président du Nasdaq a mis au point une fraude dont le préjudice s'élève à plus de 50 milliards de dollars.

De plus, il est important de noter qu'il n'existe pas de définition légale des *hedge funds*, néanmoins nous pourrions retenir dans un premier temps la définition rapportée par le professeur P. Madiès [2021], les décrivant comme des organismes de gestion collective reposant sur le même principe que les traditionnels OPCVM (Organismes de Placement Collectif en Valeurs Mobilières), qui ont pour but de collecter des fonds auprès de nombreux investisseurs tels que les ménages et les entreprises par exemple, afin d'acquérir des actifs financiers. A la différence près, que les fonds spéculatifs investissent dans des stratégies alternatives.

La récente affaire très médiatisée de GameStop ayant eu lieu en ce début d'année, a marqué l'opinion puisqu'il s'agit du premier conflit direct entre les particuliers et les *hedge funds*, provoquant des pertes considérables dans leurs rangs. C'est donc cet évènement qui m'a incité à m'intéresser davantage à ces derniers afin de mieux comprendre les raisons qui ont poussé des non-professionnels de la finance à mener une telle opération.

Ces éléments nous poussent donc à nous interroger sur l'existence d'un potentiel lien de causalité entre le développement de cette industrie et l'apparition de nouveaux agissements tel que celui-ci. Naît alors la problématique de ce mémoire : « *L'essor des hedge funds (fonds spéculatifs) a-t-il un impact sur les comportements des ménages ?* ».

Pour y répondre, nous définirons dans un premier temps les *hedge funds* en présentant leur fonctionnement, les diverses méthodes et pratiques auxquelles ils ont recours, ainsi que leurs rôles (Partie 1). Dans un second temps, nous décrirons leur essor ainsi que les différentes conséquences qui en découlent (Partie 2), afin de finalement mettre en évidence les changements des comportements et agissements des ménages à leur égard (Partie 3).

PARTIE 1

-

DEFINITION, FONCTIONNEMENT ET ROLES DES HEDGE FUNDS

Dans cette première partie, il est question de définir les *hedges funds* et de préciser en quoi ce type de fonds se distingue particulièrement des autres. Il s'agit également d'expliciter les différentes opérations pratiquées par ces derniers, nécessaires à la mise en œuvre de leurs nombreuses stratégies. Par conséquent, il apparaîtra également nécessaire de préciser le rôle qu'ils occupent au sein du système financier international.

I. DEFINITION

Nous notons qu'il n'existe pas de définition stricto sensu des hedge funds, néanmoins nous disposons de la définition énoncée par Cappocini [2004], à savoir « *une association privée d'investissement utilisant un éventail d'instruments financiers comme la vente à découvert d'actions, les produits dérivés, le levier ou l'arbitrage, et ceci sur différents marchés. Généralement, les gérants de ces fonds y investissent une partie de leur richesse et sont rémunérés suivant la performance. Ces fonds exigent souvent des investissements minimums élevés et leur accès est limité. Il s'adresse particulièrement à une clientèle fortunée, qu'elle soit privée ou institutionnelle* ».

Dans un premier temps, gardons alors à l'esprit que ces derniers appartiennent à la catégorie des investisseurs institutionnels non conventionnels, autrement dit « alternatifs », par opposition aux investisseurs institutionnels traditionnels. Cette opposition est due à leur manière particulière de gérer les fonds. Nous allons donc définir les *hedge funds* par comparaison en mettant en évidence leurs différences avec les investisseurs institutionnels traditionnels, concernant la performance, les types d'opérations pratiquées, les stratégies d'investissement et les marchés ciblés.

A. Performance relative et performance absolue

Il n'est pas rare de lire dans la presse que les hedge funds obtiennent des performances généralement « déconnectées de la tendance générale des marchés » actions ou obligations. Comment cela est-il possible ?

Les fonds traditionnels, eux, ont un modèle de gestion dit « *benchmarké* ». Cela signifie qu'ils investissent dans une catégorie d'actifs classique et définie, afin de comparer leurs performances avec un indice de référence. Ils ont donc la possibilité d'investir et de se spécialiser dans les

obligations, dans les actions ou encore dans les actifs monétaires, auxquels l'indice de référence sera propre à chacune de ces catégories.¹

Les fonds obligataires investissent dans des obligations émises par des entreprises privées au travers desquelles ils ont la possibilité d'adapter le niveau de rendement par rapport au risque. En effet, investir dans des obligations moins bien notées et donc plus risquées dites « *junk bonds* », offre une plus grande espérance de rentabilité. Par ailleurs, il avait été mis en évidence par Lehmann et Modest [1987] que les performances de ces fonds étaient très dépendantes des indices leur servant de *benchmark*.²

De la même manière, dans le cas d'un fonds actions, ce dernier peut par exemple décider d'investir dans des valeurs d'une région en particulier, par exemple l'Allemagne, auquel cas l'indice de référence sera le Dax30 (composé des 30 plus grosses capitalisations allemandes), ou encore décider de se spécialiser dans un secteur en particulier. Si le secteur en question est celui des technologies, alors l'indice de référence sera le Nasdaq.

En ce qui concerne les fonds monétaires, ces derniers investissent dans des obligations émises par les États, présentant un risque quasi-nul. Par conséquent, le rendement espéré sera très proche du taux sans risque. Ils sont par ailleurs utilisés par les entreprises pour placer leur trésorerie à très court terme ou encore dans le cadre de l'épargne salariale car ils bénéficient d'une très faible volatilité, garantissant ainsi une épargne stable. Ici, c'est généralement un indice de devise qui sert de référence, comme l'EURIBOR pour la zone euro (Euro Interbank Offered Rate), par exemple.

Ainsi, on constate qu'avec le modèle de gestion traditionnelle, ces fonds sont très dépendants des tendances que peuvent prendre leurs marchés de références.

A contrario, les *hedge funds* n'ont pas ce modèle de gestion dit « *benchmarké* ». Par conséquent, il est possible pour eux de garder des performances constantes et ce indépendamment de l'évolution des actifs traditionnels développés précédemment. Il s'agit d'un modèle de gestion dit « alternatif ». En d'autres termes, une forte progression du marché boursier de 15% ne devrait aucunement impacter les performances du gérant. Il devient alors d'autant plus intéressant de constater que cette même variation à la baisse n'aurait guère plus d'impact : les *hedge funds* seraient donc la solution pour protéger le capital des investisseurs face à un effondrement des cours.

¹ ABC Bourse. Disponible sur : <abcbourse.com> (consulté le 13 mai 2021)

² ABOURA, Sofiane. L'analyse de la performance des fonds obligataires français. *La revue des sciences de gestions*. 2005/6 n°216, pp. 111 - 121

En effet, *Hedge Fund Research* a indiqué que les *hedge funds*, mesurés par l'indice *HFRI Fund of Fund Composite*, étaient restés bien plus stables en valeur que les actions, qui avaient selon l'indice MSCI World, chuté de plus de 50%.³

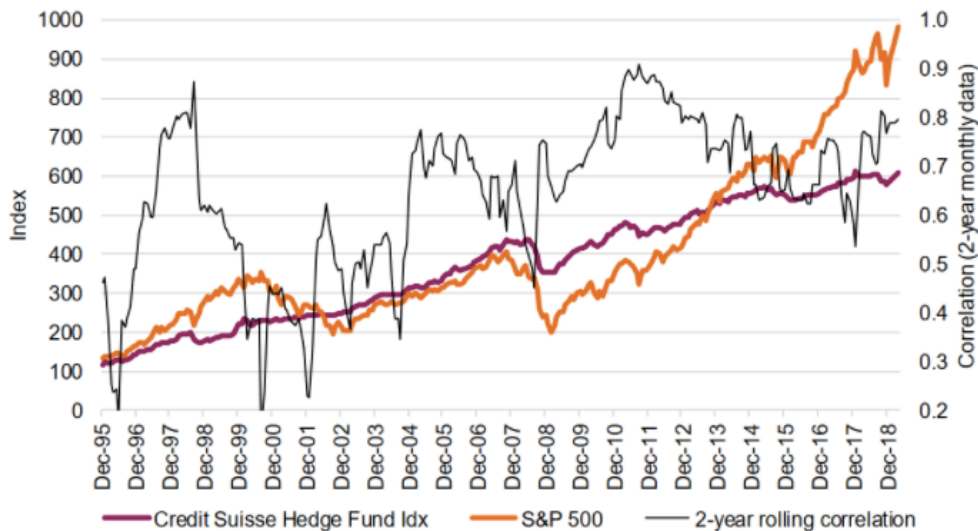


Figure 1 : Performance of Hedge Fund Index vs. S&P 500

Le graphique ci-dessus illustre la performance des *hedge funds* comparée à celle du S&P 500 (indice composé des 500 plus grandes capitalisations boursières américaines) sur la période de décembre 1995 à décembre 1998. Sur la courbe du S&P 500, on distingue très clairement les krachs boursiers de 2000 lié à l'éclatement de la « bulle internet » et de 2008 lié à la crise des *subprimes*, dont l'Index est respectivement passé de 350 à 200 puis de 400 à 200. Vient ensuite une accélération de la tendance haussière où l'index est passé de 200 en 2008 à 1000 en 2018. En revanche, on observe que la croissance du *Credit Suisse Hedge Fund Idx* est resté constante et linéaire tout au long de la période étudiée. En effet, le krach de 2000 n'est pas perceptible sur le graphique, la baisse liée à 2008 est d'une moindre mesure puisque l'Index n'est passé que de 450 à 350 et nous n'observons pas d'accélération de la croissance dû à la reprise en 2009.

Ainsi on parlera de performance « absolue » pour cette méthode de gestion alternative, par opposition à une performance « relative » des méthodes de gestion traditionnelles du fait de leur importante corrélation aux marchés financiers.

³ VIEBIG, Jan. Les hedge funds peuvent être moins risqués que les fonds actions. *LETEMPS*. 4 septembre 2016.

B. Localisation des hedge funds

Selon Preqin (2019), on dénombrait en 2018, plus de 6000 gérants de *hedge funds* à travers le monde, dont plus de 3906 rien qu'aux États-Unis. Il y en aurait ainsi plus de 1051 en Europe, 862 en Asie et 231 répartis dans le reste du monde. On remarque alors que l'implantation de ces derniers est principalement concentrée autour de la première place boursière mondiale, celle du *New York Stock Exchange*.

Cependant, il est nécessaire de préciser qu'ils sont en quête de conditions juridiques favorables, c'est pourquoi les fonds se trouvent essentiellement dans des places dites *offshore* telles que les îles Caïmans ou les îles Vierges par exemple, tandis que les gérants eux, restent bel et bien au sein des places boursières traditionnelles comme celles de New York ou de Tokyo. Ils y trouvent donc une réglementation allégée, autant sur le plan fiscal leur permettant d'optimiser leurs bénéfices, que sur l'encadrement des méthodes pratiquées sur les marchés financiers. Par conséquent, ils peuvent mettre en place et exercer leur modèle de gestion alternative. Nous pourrions ainsi citer le fonds *Long Term Capital Management*, implanté aux îles Caïmans et créé 1994 par John Meriwether, qui fût un acteur de référence de cette industrie.

II. TYPOLOGIE DES OUTILS ET METHODES EMPLOYES PAR LES HEDGE FUNDS

Il est alors nécessaire de mettre en évidence les différentes méthodes et outils dont disposent les *hedge funds*, caractéristiques de la gestion alternative.

A. La vente à découvert

C'est une technique employée lorsque l'on anticipe que la valeur future d'un titre sera plus faible que sa valeur actuelle. Il s'agit donc de vendre un titre que l'on ne possède pas en espérant le racheter moins cher plus tard dans le but de réaliser une plus-value. L'opération se décompose de la manière suivante :

En date 0, le gérant emprunte les titres à son courtier et s'engage à les lui restituer à une date ultérieure, moyennant des frais de commission.

Le gérant va donc vendre les titres acquis à un autre acteur du marché à un prix comptant et perçoit alors ce montant.

Par la suite en date 1, le gérant devra racheter les mêmes titres qu'il a emprunté au courtier afin d'honorer sa part du contrat en les lui restituant à la date convenue. Par conséquent, si le prix du titre a baissé entre la date 0 et la date 1, le gérant réalisera une plus-value du montant suivant :

$$\text{Bénéfice} = \text{Prix de vente (0)} - \text{Prix de rachat (1)} - \text{Commission}$$

En revanche, si le prix du titre a augmenté entre la date 0 et la date 1, le gérant réalisera une moins-value du montant suivant :

$$\text{Perte} = \text{Prix de rachat (1)} + \text{Commission} - \text{Prix de vente (0)}$$

De manière générale, nous achetons un titre en faisant l'anticipation que sa valeur future sera supérieure à sa valeur présente. Si cette anticipation s'avère correcte, le montant de notre gain pourrait être infini puisqu'il n'existe pas de valeur limitante à la hausse. Dans la situation où notre anticipation s'avèrerait fautive, le montant maximal de notre perte serait fini, puisque la valeur d'un titre ne peut être inférieure à 0. Ici, 0 est la valeur limitante, on ne peut donc perdre plus que notre investissement.

A contrario, lorsque nous vendons un titre à découvert nous faisons l'anticipation inverse. Dans cette situation, c'est notre gain potentiel qui est fini puisque la valeur limite du titre est 0. Par conséquent, le montant de notre perte potentielle pourrait être infinie puisque comme évoqué ci-dessus, il n'existe pas de valeur limitante à la hausse. Il est alors possible de perdre plus que notre investissement.

Ainsi, nous comprenons qu'il s'agit donc d'une pratique plutôt risquée si une couverture n'est pas mise en place, puisque de manière générale, notre gain potentiel est limité lorsque notre perte potentielle est infinie.

B. L'effet de levier :

La rentabilité des capitaux propres après impôt peut être exprimée de la manière suivante :

$$K_c = K_a + (K_a - K_d) \times \frac{D}{CP}^4$$

K_c : taux de rentabilité des capitaux propres après impôt

K_a : taux de rentabilité économique après impôt (mesure la rentabilité de son activité)

K_d : coût de la dette après impôt (taux auquel les fonds sont empruntés)

D : montant des dettes financières

CP : montant des capitaux propres

} Taux d'endettement

⁴ CHARREAUX, Gérard. Chapitre 2. Le diagnostic de la rentabilité. *Finance d'entreprise*. 2014, pp. 37 à 50

L'effet de levier est donc formalisé par :

$$(K_a - K_d) \times \frac{D}{CP}$$

Ainsi, lorsque $K_a > K_d$, autrement dit que le taux de rentabilité économique est supérieur au coût de la dette après impôt, l'effet de levier aura un impact positif sur la rentabilité des capitaux propres après impôt. Par conséquent, plus le taux d'endettement sera important, plus le taux de rentabilité des capitaux propres augmentera.

A contrario, lorsque $K_a < K_d$, autrement dit que le taux de rentabilité économique est inférieur au coût de la dette après impôt, l'effet de levier aura un impact négatif sur la rentabilité des capitaux propres après impôt. Par conséquent, plus le taux d'endettement sera important, plus le taux de rentabilité des capitaux propres diminuera. Il sera alors ici question d'un effet de « massue » puisque celui-ci se verra dégradée par l'endettement.

Il est donc possible d'étendre ce raisonnement aux *hedge funds*. En effet, l'usage du levier est sans doute ce qui les caractérise le plus. Cela signifie qu'ils vont emprunter des fonds en supplément du capital qu'ils ont pu récolter grâce à leurs différents investisseurs. Par extension, le levier peut alors être associé au taux d'endettement évoqué précédemment, et ainsi être défini par le ratio suivant :

$$\text{Lever} = \frac{\text{Quantité totale d'actifs}}{\text{Fonds collectés de base}}$$

En d'autres termes, si le gérant décide de se positionner sur les marchés à hauteur de 5 millions d'euros alors qu'il ne dispose que d'1 million d'euros de capital de base obtenu via ses clients, alors on dira qu'il a un levier de 5, soit 5 : 1.

De la même manière, les *hedge funds* vont pouvoir améliorer leurs rentabilités et ainsi leurs performances via cet outil, à condition tout de même que leurs positions prises sur les marchés ne s'avèrent pas perdantes et que le coût de l'endettement reste inférieur aux rendements obtenus. Auquel cas, les pertes seront d'autant plus multipliées à hauteur que le levier employé sera conséquent.

Pour bénéficier de cet effet de levier, ils peuvent pratiquer la vente à découvert, emprunter des fonds supplémentaires en ayant directement recours à une banque, ou bien au travers de produits dérivés.

L'effet de levier a la réputation d'être une pratique agressive et risquée. Or, le niveau moyen de levier employé était compris entre 2,25 et 2,5 pour l'année 2005 comme l'a estimé McCarthy. En vérité cette mauvaise image est due au fonds *Long Term Capital Management*, qui fonctionnait avec un levier moyen de 25 et qui a même été supérieur à 50 juste avant qu'il ne s'effondre en 1998.⁵

C. Les produits dérivés

L'usage des produits dérivés est également une des principales caractéristiques des *hedge funds* car ils leur permettent de faire usage de l'effet de levier. Il convient donc de les présenter et d'expliquer très brièvement leurs mécanismes.⁶ Originellement, ces produits avaient comme vocation de gérer les risques financiers auxquels pouvaient être exposé un investisseur. On évoque ainsi les risques de taux, de change, de prix et de crédit. Les sous-jacents⁷ sont donc très variés puisqu'il peut s'agir d'actifs financiers, de variables monétaires, ou encore d'indices. Ils sont ainsi répertoriés selon trois catégories distinctes : les contrats à terme, les contrats d'échanges et les options.

Les contrats à terme :

Il est question d'opération à terme lorsque le prix de l'actif est fixé présentement mais que la transaction (aussi bien achat que vente) aura lieu à une date postérieure préétablie. Ce contrat est donc défini par opposition à une transaction au comptant, là où la livraison a lieu immédiatement dans la limite des contraintes techniques.

Il existe deux types d'opérations à terme, à savoir d'une part les *forwards*, contrats de gré à gré où les contreparties établissent eux-mêmes le prix de la transaction et l'échéance, et d'autre part, les *futures*, contrats standardisés dont le prix et l'échéance de la transaction sont établis par le marché.

Les contrats d'échange :

Autrement appelés *swaps*, il s'agit d'un échange temporaire entre les deux contreparties portant sur un sous-jacent. Ce type de contrat permet de fixer présentement les conditions des échanges qui auront lieu régulièrement pendant une période donnée. On distingue alors les *swaps* de change, les *swaps* de taux et les *swaps* de crédit.

⁵ OCDE, *Les conséquences des structures de placement alternatives pour le gouvernement d'entreprise*. Synthèse d'étude sur les sociétés de capital-investissement et les fonds d'arbitrages activistes. 2007. P.25

⁶ Pour plus de détails : JEGOUREL, Yves. Les produits dérivés et leurs marchés. *Les produits financiers dérivés*. 2010. pp. 7 à 38

⁷ Sous-jacent : Support sur lequel porte le contrat.

Brièvement, les *swaps* de devise permettent d'échanger des dettes libellées dans différentes devises. Il s'agit plutôt là d'un instrument de couverture de long terme.

Les *swaps* de taux, permettent d'échanger des emprunts à taux fixes contre des emprunts à taux variables si l'on anticipe une baisse du taux, ou à contrario, d'échanger des emprunts à taux variables contre des emprunts à taux fixe si l'on anticipe une augmentation du taux.

Les *swaps* de crédit permettent selon Kiff et Morrow [2000] de « *transférer le risque et le rendement d'un actif à une contrepartie sans pour autant céder la propriété de l'actif sous-jacent.* » On distingue alors les *swaps* sur défaut de paiement qui permet à l'acheteur de se couvrir contre le non-recouvrement d'une de ses créances, et les *swaps* sur rendement qui eux permettent de transférer le rendement et le risque à une contrepartie.

Les options :

Comme son nom l'indique, une option peut être exercée de manière optionnelle. Selon la définition qui nous a été rapportée par le professeur P. PROTIN [2020], une option est un contrat qui donne à l'acheteur le droit mais non l'obligation soit d'acheter (option d'achat dite « *call* »), soit de vendre (option de vente dite « *put* ») une certaine quantité du sous-jacent à un prix d'exercice fixé dit « *strike* », à une date ou à une période déterminée. L'acheteur de l'option doit donc verser une prime dite « *premium* » au vendeur de l'option.

Un *call* permet d'acheter le sous-jacent à la valeur fixée par le prix d'exercice, autrement dit, si la valeur du sous-jacent devient supérieure au prix d'exercice (qu'il devient plus cher), alors le détenteur exercera son option et achètera le sous-jacent au prix fixé. Il se retrouve donc couvert contre une évolution à la hausse défavorable du sous-jacent puisqu'il le paiera moins cher que sa valeur réelle.

A contrario, un *put* permet de vendre le sous-jacent à la valeur fixée par le prix d'exercice, autrement dit, si la valeur du sous-jacent devient inférieure au prix d'exercice (qu'il devient moins cher), alors le détenteur exercera son option et vendra le sous-jacent au prix fixé. Il se retrouve donc couvert contre le risque d'une évolution à la baisse défavorable du sous-jacent puisqu'il le vendra plus cher que sa valeur réelle.

Il en découle alors que les investisseurs ont la possibilité d'acheter des options, comme c'était le cas ci-dessus, ou bien de les vendre. Lorsque l'on se positionne comme vendeur de l'option, nous ne réalisons un profit uniquement si l'acheteur n'exerce pas cette dernière. Ainsi, le profit maximum réalisé ne pourra excéder le montant de la prime, somme qui nous sera versée par l'acheteur pour acquérir l'option. De ce fait, nous comprenons que la position de vendeur est

beaucoup plus risquée puisque le gain potentiel sera limité alors que la perte potentielle peut être infinie. La vente d'option est à proscrire si l'on cherche à se protéger d'un risque.

Ainsi, les produits financiers dérivés offrent aux investisseurs un large panel d'instruments de couverture contre les risques en tout genre. De nos jours, nous constatons ce sont les *swaps* qui sont les plus utilisés sans doute grâce aux différentes variantes existantes et à la flexibilité de celles-ci, faisant d'eux un outil très efficace. En effet, une étude sur l'utilisation des produits dérivés par les grandes entreprises canadiennes pendant la période de crise des *subprimes*, a été réalisée par Paligorova et Rhonda Staskow [2018]⁸. Bien que l'échantillon ne cible qu'un seul pays, nous pouvons nous permettre d'en étendre les conclusions au reste du monde, dans une moindre mesure. Ainsi, c'est bel et bien l'usage de *swaps* qui est le plus répandu puisque seulement 17% et 16% de ces entreprises avaient respectivement recours à des contrats de change à terme de gré à gré et à des contrats de change à terme normalisés et options sur devises, tandis que 28% et 12% d'entre elles avaient respectivement recours à des *swaps* de taux d'intérêt et à des *swaps* de change.

En plus d'être un outil de couverture, les produits dérivés peuvent être utilisés pour répondre à des fins purement spéculatives.

Spéculer consiste à anticiper une variation du cours (ou du prix) d'un actif. C'est pourquoi les produits dérivés se présentent comme un outil intéressant pour les *hedge funds*, puisqu'ils offrent un large panel de sous-jacents, qu'il s'agisse d'actions, d'obligations, ou encore d'actifs monétaires par exemple. De plus, ils permettent de fournir l'effet de levier que recherchent ces fonds en raison du faible montant requis, correspondant à la valeur de la prime à verser. A cela s'ajoute leur liquidité forte, facilitant ainsi les échanges de gros volumes, en témoigne l'étude de l'ESMA (*European Securities and Markets Authority*), selon laquelle le marché européen des produits dérivés aurait connu une croissance de 9% et atteint 660 000 milliards d'euros notionnel⁹ en 2017.¹⁰

⁸ PALIGOROVA, Teodora et STASKOW, Rhonda. L'utilisation des produits dérivés par les entreprises canadiennes. *Revue de la banque du Canada*. 2014 pp. 59-63

⁹ Notionnel : Montant théorique des engagements pris par les différentes parties de contrats dérivés.

¹⁰ BENOIT, Guillaume. Le marché européen des dérivés dépasse 660 000 milliards d'euros. *Les Échos*. 19 octobre 2018

Nous constatons alors que les *hedge funds* disposent de moyens leur permettant à la fois de se couvrir contre les différents risques auxquels ils pourraient être exposés mais également de dégager des profits lorsqu'ils sont utilisés à des fins spéculatives. De plus, l'usage de pratiques non-conventionnelles telles que la vente à découvert ou encore le recours à l'effet de levier, leur permet de maximiser leurs rentabilités et de performer indépendamment de l'évolution des actifs ciblés.

III. LES DIFFERENTES STRATEGIES D'INVESTISSEMENT DES HEDGE FUNDS

Après avoir mis en évidence les différents outils et méthodes dont disposent les *hedge funds*, il est désormais question d'explicitier leurs mises en œuvre. Pour ce faire, chaque fonds se spécialise dans la stratégie de son choix, il existe donc potentiellement autant de stratégies qu'il y a de fonds en activité. Celles-ci sont regroupées selon trois catégories distinctes, nous tâcherons donc de clarifier les principales et plus utilisées.

A. Les stratégies dites « non-directionnelles »

Ce type de stratégies consiste à profiter des opportunités d'arbitrage, autrement dit de l'inefficience des marchés pour réaliser des profits. Afin de réaliser ces gains sans être exposés aux variations du marché, les *hedge funds* prennent simultanément une position acheteuse et une position vendeuse sur des actifs présentant des risques similaires. Elles sont dites « *non-directionnelles* » car elles permettent de dégager une rentabilité positive indépendamment de la tendance des marchés. L'assimilation à une stratégie appartenant à cette catégorie dépendra du type d'actif dont il est sujet.

Market Neutral Equity :

En théorie cette stratégie permet de conserver une rentabilité positive en toute circonstance, puisque le but recherché est de profiter d'anomalies du marché, tout en éliminant son exposition à celui-ci. Il faut donc combiner des positions acheteuses et vendeuses afin d'éliminer le risque spécifique de chaque titre qui compose le portefeuille. En pratique, cette stratégie est très intéressante en période baissière car les pertes des positions acheteuses sont compensées par les gains des positions vendeuses. Cependant en période de hausse, la rentabilité sera généralement moins importante, ce qui peut par exemple justifier que les *hedge funds* aient recours à l'effet de levier pour doper cette dernière.

Convertible Arbitrage :

Tout d'abord, une obligation convertible donne le droit (et non l'obligation) à l'investisseur de convertir cette dernière en actions de l'entreprise émettrice. Lors de l'émission, un taux est déterminé et indique le nombre d'actions qu'obtiendra l'investisseur s'il convertit son obligation. En d'autres termes, il s'agit obligation classique agrémentée d'un option d'achat pour un nombre prédéfini d'actions de l'émetteur.

L'arbitrage¹¹ sur obligations convertibles vise à exploiter les anomalies des relations entre les obligations convertibles et les actions qu'elles concernent. En pratique cela se traduit par acheter une obligation convertible sous-évaluée par le marché et à par vendre à découvert l'action de l'entreprise concernée. Le gérant doit donc sélectionner une obligation convertible dont le prix augmentera de la même manière que le cours de l'action en tendance haussière et dont le prix diminue généralement moins vite que le cours de l'action concernée en tendance baissière.

Fixed Income Arbitrage :

Cette stratégie consiste à réaliser des arbitrages grâce aux titres qui offrent des revenus fixes, comme les obligations par exemple. Il est alors question d'en exploiter les écarts de prix pour réaliser un gain certain. Pour cela, le gérant prendra des positions opposées (une à l'achat et une à la vente) sur deux titres à taux présentant une sensibilité similaire au marché afin de se protéger de celui-ci. Il réalisera alors des profits en limitant son risque d'intérêt.

Event Driven :

L'objectif de cette stratégie est de réaliser des anticipations sur les grands tournants, autrement appelées « évènements » des capitalisations boursières. Par exemple, si une société annonce une restructuration de son capital ou bien le rachat d'une filiale, le gérant va se positionner en achetant (ou vendant) des titres de celle-ci, sans pour autant que le résultat de cet évènement ne soit encore connu. Par conséquent, si la nouvelle contribue à faire évoluer le cours du titre dans le même sens que l'anticipation faite, alors le gérant réalise un profit. Il est donc question d'anticiper les réactions du marché en profitant de cette incertitude.

Ainsi, les stratégies non-directionnelles reposent sur l'inefficience des marchés puisqu'il est question de profiter des anomalies de ceux-ci. Cependant de nos jours, les cours des actifs intègrent de mieux en mieux l'information disponible, rendant les marchés plus efficaces et réduisant ainsi les

¹¹ Arbitrage : selon l'AMF, c'est une opération qui consiste à acheter un bien à un prix avantageux et à le revendre simultanément à un prix supérieur. Permet de réaliser un gain certain sans courir de risque.

opportunités d'arbitrage sur lesquelles reposent ce type de stratégies. Ce phénomène est par ailleurs dû à l'émergence des nouvelles technologies de communication qui favorisent la vitesse de circulation de l'information, réduisant ainsi les anomalies de cotation. En pratique, il devient de plus en plus compliqué de faire usage des stratégies non-directionnelles.

B. Les stratégies dites « directionnelles »

Par opposition aux stratégies non-directionnelles, les stratégies directionnelles consistent à réaliser de la rentabilité dépendamment de la tendance des marchés. Les gérants doivent donc tenter d'interpréter et d'anticiper leurs évolutions en ayant par ailleurs recours à des méthodes d'analyse macroéconomiques et techniques.

Global Macro :

Ce sont des stratégies qui consistent à prendre en considération tous les acteurs du marché. Pour cela il convient donc d'étudier des agrégats tels que les taux d'intérêts, l'inflation ou encore le taux de chômage par exemple, afin d'anticiper une potentielle tendance haussière ou baissière. Pour cela le gérant peut avoir recours à l'analyse technique (ou *chartiste*) qui consiste à réaliser des prévisions en se basant sur l'historique passé des graphiques. Il peut également avoir recours à l'analyse fondamentale, consistant à interpréter les facteurs externes macroéconomiques et microéconomiques afin d'identifier la manière dont ceux-ci impacteront le prix de l'actif observé. Il s'agira ensuite de prendre des positions qui d'après leurs estimations, devraient leur permettre de réaliser une rentabilité positive.

Long / short Equity :

Il s'agit sans doute là de la stratégie la plus réputée et la moins méconnue du grand public. En effet, elle fût mise en place par le premier *hedge fund* en activité fondé par Alfred Winslow Jones en 1949 et son usage s'est par la suite très largement répandu au sein de ce type de fonds. En pratique, cela se traduit par un positionnement à l'achat sur des titres dont on anticipe une hausse du prix et à simultanément vendre à découvert des titres dont on anticipe une future baisse. Il est important de noter que contrairement aux stratégies *Market Neutral Equity*, le gérant ne cherche pas à systématiquement se couvrir des différents risques, bien qu'il désire maximiser son ration rentabilité-risque.

Emerging Market :

Ces stratégies visent à cibler des actifs se trouvant sur les marchés des pays émergents tel que l'Afrique, l'Amérique Latine ou encore l'Europe de l'Est par exemple. Ces derniers offrent des

rentabilités potentiellement supérieures en raison de leurs volatilités accrues. En effet, ils évoluent dans un contexte de croissance qui s'exprime au travers de la démocratisation des nouvelles technologies d'information et tendent à s'ouvrir de plus en plus en raison de la globalisation financière¹². Toutefois, le nombre de fonds optant pour ce type de stratégies reste marginal car les marchés de ces pays-là ne sont pas autant ouverts et développés que ceux des États-Unis par exemple. Les gérants ne peuvent donc pas toujours avoir recours à leurs pratiques habituelles en raison du faible nombre d'agents en présence. En effet, il n'est pas rare que la mise en place d'une vente à découvert soit compromise par l'absence d'agent prêteur des titres en question.

Ainsi, les stratégies « *directionnelles* » auront tendance à être plus répandues que les stratégies « *non-directionnelles* » développées précédemment car elles ne cherchent pas à exploiter les anomalies des marchés, qui se font de plus en plus rares. Il s'agit alors de stratégies moins complexes à mettre en place.

Nous terminerons ainsi cette partie sur les différentes stratégies employées par les *hedge funds* en analysant le rapport global de 2017 proposé par Prequin¹³. Celui-ci nous indique que les *Equity Strategies* (contenant notamment les stratégies *Long/Short Equity*) ont dégagé un rendement net de 15,01% pour l'année 2017. Les *Event Driven Strategies* (incluant notamment les stratégies *Event Driven*) ont quant à elles permis de dégager des rendements nets de 11,71% en 2017. En revanche, les *Relative Value Strategies* (composées des stratégies *Equity Market Neutral*, *Fixed Income Arbitrage* ou encore *Convertible Arbitrage*) n'ont permis de dégager que 4,31% de rendements nets cette même année. Ainsi nos déductions précédentes semblent se vérifier, à savoir que la majorité des fonds ont recours à des stratégies dites « *non-directionnelles* » sans doute car celles-ci ont permis aux gérants d'obtenir des performances supérieures. Comme nous l'avons évoqué ci-dessus, la globalisation financière semble avoir un lien direct avec le choix de la stratégie à appliquer, car à mesure que ce phénomène s'intensifiera, les opérations d'arbitrage se feront d'autant plus rares et tendront à disparaître en raison de l'absence d'opportunité liée à d'éventuelles anomalies présentes au sein des marchés.

¹² Le concept de globalisation financière se traduit par une interconnexion croissante des différents marchés de capitaux, à tel point qu'une terme il n'existera plus qu'un seul marché mondial.

¹³ Prequin. 2017 Prequin Global Hedge Fund Report. Disponible sur : <<https://docs.preqin.com/samples/2017>>

IV. CONCLUSION PARTIELLE

En l'absence de définition légale des *hedge funds*, nous avons tenté de les définir au travers de leurs caractéristiques et de leurs pratiques. Il en ressort alors que cette méthode de gestion dite « alternative » se distingue en tout point de la méthode de gestion dite « traditionnelle », notamment grâce à cette quête de performance absolue et à la capacité de générer des performances positives indépendamment des conjonctures et des tendances des marchés. Néanmoins pour y parvenir, ils doivent avoir recours à des outils plus agressifs et plus risqués comme l'effet de levier par exemple, impliquant de s'endetter en supplément des fonds récoltés dont ils disposent. Tout cela est alors mis en place au travers de nombreuses stratégies, dont celles évoquées, parmi lesquelles on retrouve les stratégies d'arbitrage qui permettent d'améliorer l'efficience des marchés.¹⁴

¹⁴ Efficience des marchés : Un marché est dit « efficient » lorsque les cours intègrent toutes les informations immédiatement disponibles. Dans ce cas, il n'est plus possible de réaliser d'arbitrage puisqu'il n'existe plus d'anomalie dans les cotations.

PARTIE 2

-

LA MONTEE EN PUISSANCE DES HEDGE FUNDS

Dans cette seconde partie, il est question de mettre en évidence l'essor considérable des *hedge funds* et d'en expliquer les différents impacts que celui-ci a pu avoir sur les autres catégories d'agents économiques. Il conviendra alors dans un premier temps, d'énoncer leur historique et les différentes phases de leur développement afin de mieux comprendre pourquoi ils suscitent tant d'intérêt de nos jours. Nous verrons par la suite la manière dont leurs dérives et pratiques peuvent être sources d'inquiétude quant à la stabilité des marchés et d'une potentielle alimentation du risque systémique. En dernier lieu, il pourrait alors s'avérer intéressant d'explicitier les différentes normes et réglementations entrées en vigueur afin de mieux les canaliser.

I. HISTORIQUE ET DEVELOPPEMENT DES *HEDGE FUNDS*

A. *La naissance des hedge funds : de 1949 à 1969*

Alfred Winslow Jones, est à l'origine de la création du premier *hedge fund* en 1949. Véritable précurseur, il a alors mis en place une stratégie lui permettant de profiter des erreurs de cotation du marché tout en se protégeant du risque de celui-ci, en achetant des titres considérés comme sous-évalués, et vendant simultanément à découvert des titres qu'il jugeait surévalués. Nous reconnaissons donc bel et bien la stratégie de *Long/Short Equity* évoquée précédemment. Il avait également recours à l'effet de levier afin de maximiser ses performances, celui-ci était composé à hauteur de 40% de ses fonds personnels et il prélevait des frais de commissions de l'ordre de 20% auprès de ses investisseurs. On retrouve donc ici principales caractéristiques des fonds spéculatifs connus à ce jour. Il est alors parvenu à réaliser des performances extraordinaires pour l'époque et a ainsi attiré l'attention de la très connue journaliste Carol Loomis¹⁵ qui a rédigé ce célèbre article de *Fortune* en 1966. Elle y dévoile donc des rendements moyens annuels de l'ordre de 17%. A compté de ce jour, de nombreux autres *hedge funds* ont fait leur apparition, attirés par cette performance hors du commun, au point que le rapport publié en 1969 par la *Securities and Exchange Commission* comptait 140 *hedge funds* pour près de 2 milliards de dollars gérés.¹⁶

B. *Une période de remise en question : de 1970 à 1999*

Les premiers *hedge funds* ont alors réussi à générer des performances conséquentes jusqu'en 1969, en raison du contexte haussier dans lequel se trouvait le marché à cette époque. Afin de doper d'autant plus ces rendements, ils ont eu massivement recours à l'effet de levier en s'endettant plus

¹⁵ LOOMIS, Carol. *Fortune*. The Jones Nobody Keeps Up With. Avril 1966

¹⁶ SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, *35th annual report for the Fiscal Year Ended 30th June*. Government Printing Office. 1969

que de raison et ils ont également pour la plupart, réduit la quantité de ventes à découvert qui leur permettaient de se protéger du risque de marché¹⁷. Par conséquent, ils se sont vus sévèrement réprimandés lorsque le marché s'est retourné une première fois entre 1969 et 1970, puis une nouvelle fois en 1973 à cause du choc pétrolier. En effet, de nombreuses faillites se sont succédées, ne portant plus qu'à 25 millions de dollars le montant de l'encours géré par les *hedge funds* en 1977. Rappelons tout de même que celui-ci était de l'ordre de 2 milliards de dollars en 1969.

De nouvelles stratégies différentes de celle initialement instaurée par Jones ont donc vu le jour. Celles-ci sont dites *Global Macro* et consistent à analyser et à anticiper l'évolution d'agrégats tels que les taux d'intérêts, l'inflation, ou encore le produit intérieur brut par exemple. Elles furent notamment démocratisées par le célèbre gérant Georges Soros¹⁸ et son fonds *Quantum Fund*. Par la suite, presque l'ensemble des principales stratégies que nous connaissons à l'heure actuelle auraient fait leur apparition au milieu des années 80.

Les années 90 sont marquées par le contexte de bulle spéculative lié à de l'essor d'internet, nous avons donc affaire à de faible taux d'intérêts et le marché des actions reste haussier. Ce dernier fût propice à la création de nouveaux *hedge funds* puisque leur nombre est passé de 530 en 1990 à 3102 en 1999, de même que les encours gérés sont respectivement passés de 69 milliards de dollars à 629 milliards de dollars. Ils ont donc presque été multipliés par 10.

C. Une ascension fulgurante : de 2000 à 2007

Lorsque la bulle internet a éclaté en 2000, les marchés ont connu une forte tendance baissière jusqu'en 2003, comme nous l'indique l'indice S&P 500 qui a subi une chute de près de 50% sur cette même période passant ainsi d'une cotation de 1534 à une cotation de 759.¹⁹ Les méthodes de gestion traditionnelles ayant des performances corrélées à l'évolution des marchés, ne parvenaient pas à dégager des résultats suffisants, raison pour laquelle de nombreux *hedge funds* ont été créés car leur modèle de gestion leur octroie des rendements nets positifs, et ce indépendamment de l'évolution des cours. *Hedge Funds Research* avait alors recensé 3335 *hedge funds* en 2000 contre 5065 en 2003, soit une évolution de 51,8% témoignant du phénomène évoqué à l'instant.

Au lendemain de cette crise, la gestion alternative avait le vent en poupe et les gérants ont pu profiter allègrement du redressement des marchés, comme nous le montre le S&P 500 qui en 2007

¹⁷ Risque de marché : pertes dues à des fluctuations défavorables des prix des actifs composant le portefeuille.

¹⁸ Georges Soros est principalement connu comme « l'homme qui a fait sauter la Banque d'Angleterre », car il a parié contre la Livre Sterling en 1992 et a ainsi réussi à dégager plus d'1.1 milliard de dollars grâce à cette opération.

¹⁹ Cours de l'indice S&P 500 de 2000 à 2003 : <https://www.tradingview.com/x/NV6iu4og/>

cotait sensiblement au même niveau que la veille de l'éclatement de la bulle internet²⁰. Toujours selon *Hedge Funds Research*, le nombre de fonds *hedge funds* en activité était de 7634 en 2007, soit une augmentation de l'ordre de 50% sur cette période. Les encours quant à eux, ont connu une progression fulgurante puisqu'ils sont passés de 655 milliards de dollars d'actifs gérés en 2000 à 2069 milliards de dollars d'actifs gérés en 2007. Ils ont ainsi été multipliés par 3.

D. Naissance d'une controverse : de 2008 à nos jours

En 2008, a lieu la fameuse crise des subprimes. Brièvement et selon Dominique Plihon [2013]²¹, cette crise aurait pour origine l'excès de politiques néolibérales et de déréglementation liée aux mouvements des capitaux. Ces démarches sont fondées sur la capacité qu'aurait le marché à s'autoréguler stipulant ainsi que le législateur ne doit donc pas intervenir. Par conséquent, toute réglementation financière serait jugée inefficace et empêcherait le marché de trouver son point d'équilibre convenablement. Une opacité s'est donc créée concernant les pratiques et les différentes dérives qui pouvaient avoir lieu. Les *hedge funds* se sont alors retrouvés au cœur du débat visant à déterminer le rôle qu'ils auraient joué dans le déclenchement de cette crise, en raison des méthodes jugées agressives qu'ils emploient et du faible encadrement réglementaire qui pèse sur eux.²²

De nombreux investisseurs se sont alors écartés de ce type de fonds, à tel point que pour la première fois depuis sa naissance le nombre de *Hedge funds* a diminué passant alors de 7634 en 2007 à 6845 en 2008 selon *Hedge Funds Research*. Le constat fût le même pour le montant des actifs gérés puisque pour la même période, ils sont respectivement passés de 2069 milliards de dollars à 1501 milliards de dollars.

Contrairement à la précédente crise, les *hedge funds* n'ont pas cherché à renouveler les stratégies qu'ils emploient, en revanche ils ont dû faire face à de nouvelles réglementations, visant à améliorer l'encadrement de leurs différentes pratiques afin d'en limiter le risque mais également à protéger au mieux les investisseurs.

²⁰ Cours de l'indice S&P 500 de 2003 à 2007 : <https://www.tradingview.com/x/e4QwAAb8/>

²¹ PLIHON, Dominique. La crise des subprimes : une crise historique du capitalisme. *Idées économiques et sociales*. n° 174, pp. 6 à 11.

²² La crise des subprimes et le rôle qu'auraient pu jouer y les *hedge funds* seront développés plus en détail dans les sous-parties suivantes.

Bien que les performances dégagées soient globalement restées inférieures à celles de départ, leur croissance n'a donc cessé de croître depuis 2008 pour atteindre le nombre record de 16644 *hedge funds* en activité en 2016 selon Preqin. Leur rapport global de 2018 indiquait également un montant des encours supérieur à 3200 milliards de dollars, soit une augmentation de 2335% depuis 1997.²³

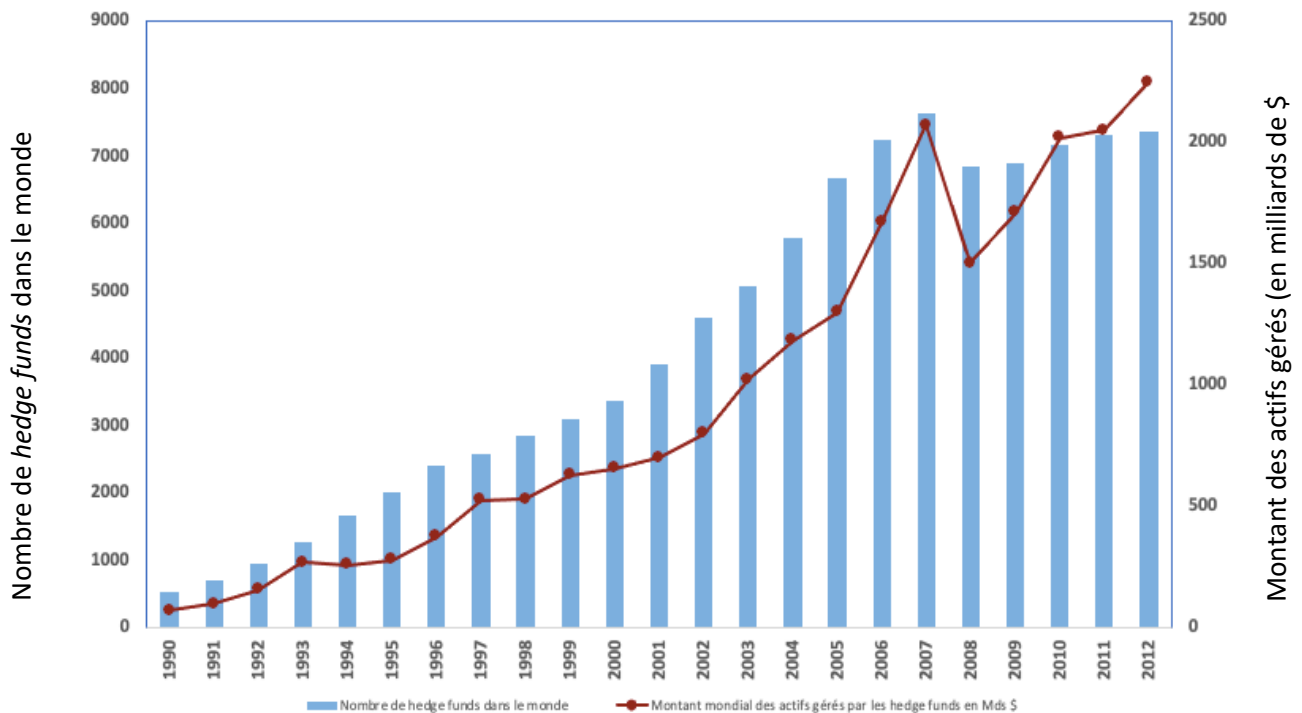


Figure 3 : Nombre de *hedge funds* (hors *funds of funds*) en activité et montant des actifs gérés. *Hedge Funds Research*

Le graphique ci-dessus nous permet de conclure cette section sur l'historique et le développement des *hedge funds* en nous apportant une vision globale. Depuis leur création ces derniers ont toujours suscité un fort intérêt grâce à leurs performances décorrélées de l'évolution des marchés, dues aux stratégies innovantes qu'ils proposent en rupture avec le modèle de gestion traditionnelle. Par conséquent, on observe une accélération de la croissance de leur nombre et du montant des actifs qu'ils gèrent à la suite de chaque période de crise, car ils parviennent à proposer des rendements nets positifs même lorsque le marché est baissier. Les investisseurs semblent donc très attirés, bien que l'année 2008 laisse transparaître l'émergence de doutes à leur égard.

Nous expliquerons alors dans la section suivante, qu'elles peuvent être les différentes sources d'inquiétude et la manière dont cet essor peut présenter un risque.

²³ Il n'est pas précisé dans le rapport de Preqin si leur travail sur les *hedge funds* exclue ou non les *funds of funds*, tandis que les données transmises par *Hedge Funds Research* précisaient bien que ces derniers en étaient exclus.

II. UN LIEN ENTRE LES *HEDGE FUNDS* ET LE RISQUE SYSTEMIQUE

Comme nous venons de l'expliquer, l'industrie des *hedge funds* a connu une croissance exponentielle depuis ses débuts. Par conséquent, il devient légitime de se demander s'ils sont désormais en mesure de nuire à l'équilibre du système financier. Pour cela, nous expliciterons donc dans un premier temps la notion de risque systémique et ses facteurs aggravants, puis nous chercherons à démontrer la présence de ses facteurs au sein du secteur de la gestion alternative afin de déterminer si les *hedge funds* présentent un risque systémique ou non.

A. *Le risque systémique*

Pour mieux comprendre le risque systémique, il convient d'expliquer en premier lieu ce qu'est le système financier. Il s'agit donc de « *la combinaison des instruments financiers, des marchés et des intermédiaires financiers opérant dans une économie* », selon la définition stricte de Demirgüç-Kunt et Levine [1999].²⁴ La fonction première de ce système est de permettre une bonne allocation des ressources en mettant en relation des agents à capacité de financement disposant d'un excédent de fonds (leur épargne étant supérieure à leur investissement) avec des agents en besoin de financement éprouvant un manque de fonds (leur épargne étant inférieure à leur investissement). Dès lors, les ménages ne consommant pas l'intégralité de leurs revenus peuvent décider de mettre leurs fonds à disposition d'autres acteurs en échange d'une rémunération. Parallèlement, nous retrouvons les entreprises qui elles ont besoin de financement lié à leur croissance puisqu'elles doivent investir dans de nouveaux projets pour assurer leur compétitivité. De même pour les États, qui eux viennent faire financer les déficits publics provoqués par des dépenses supérieures aux recettes.

On distingue alors deux formes de financement, à savoir le financement indirect et le financement direct.

Le financement indirect est caractérisé par l'intermédiation des banques et des institutions financières spécialisées entre les agents à capacité et à besoin de financement et prend ainsi la forme de crédit. Ces institutions contribuent notamment à limiter l'asymétrie d'information pour le prêteur envers l'emprunteur puisque celles-ci recueillent de nombreuses données quant à l'objet du financement demandé.

A contrario, le financement direct est caractérisé par l'absence de cet intermédiaire financier. Dans ce cas, les agents à besoin de financement émettent directement des titres sur les marchés dédiés, qui seront ensuite achetés par les agents à capacité de financement.

²⁴ LEROY Aurélien, LUCOTTE Yannick. Architecture des systèmes financiers et performances macroéconomiques. *Revue d'économie financière*. 2016 n°123, pp. 297 à 316

Viennent à présent les différents marchés où ont lieu les émissions de titres et où ceux-ci seront échangés.

Le marché monétaire est le lieu où s'échangent des actifs dit de « court-termes » dont les échéances ne peuvent excéder 1 an. Celui-ci contient alors le marché des Titres de Créances Négociables (billets de trésorerie, bons du Trésor...) et le marché Interbancaire dont seules les banques en détiennent l'accès.

Le marché financier permet d'échanger des actifs dits de « moyen-termes » et « long-termes » tels que des actions et des obligations. Les entreprises émettent alors ces titres sur le marché primaire, on parle du marché « du neuf » et ces derniers pourront par la suite être échangés sur le marché secondaire, également appelé marché « de l'occasion ».

On y retrouve également le marché des dérivés (produits dérivés) et le marché des changes (devises).

Et enfin les acteurs sont classés selon différentes catégories définies par l'OCDE, la principale étant celles des investisseurs institutionnels conventionnels²⁵, composée des fonds de pension, des compagnies d'assurances et des organismes de placement collectif. Viennent ensuite les investisseurs institutionnels non conventionnels, de par leurs méthodes de gestion de fonds, où l'on retrouve nos fameux *hedge funds*, les entreprises d'investissement, les établissements de crédit ou encore les États. Les entreprises et les ménages font quant à eux partie des investisseurs individuels.

A présent, l'OCDE nous définit le risque systémique comme les menaces qui pourraient peser sur l'équilibre du système financier tout entier, en raison des pratiques et des risques pris par les différents acteurs évoqués ci-dessus.²⁶ On qualifie alors ce risque comme « systémique » puisqu'il est directement affilié à la structure du système financier dont les différents compartiments sont connectés les uns aux autres. Par conséquent, lorsqu'un organe fait faillite, cet évènement de crise peut se propager aux autres et ainsi fragiliser l'ensemble de la structure. Il s'agit d'une réaction en chaîne.

Les principaux facteurs aggravants ont notamment été rapportés par Cousin en 2015²⁷. Le premier étant le lien entre la solvabilité et le risque de refinancement. En effet, les agences de notation ont pour rôle d'évaluer le risque de défaut de remboursement d'un emprunteur. Par conséquent plus ce risque est élevé, plus la note attribuée est dévaluée. Donc si une banque connaît

²⁵ BOUBEL Amélie, PANSARD Fabrice. *Les investisseurs institutionnels*. 2004. pp. 6 à 29.

²⁶ EDEY Malcom, HVIDING Ketil. Une évaluation de la réforme financière dans les pays de l'OCDE. *Revue économique de l'OCDE*. n°25. 1995. p. 6.

²⁷ COUSIN, Areski. Commentaire sur l'article « La mesure du risque systémique après la crise financière ». *Revue Economique*. n°66. 2015. pp. 501 à 504

des difficultés, elle sera jugée comme risquée et ses conditions de financement se dégraderont. Ainsi, elle pourrait ne plus parvenir à se refinancer, entraînant des défauts de paiement auprès de ses créanciers qui risqueraient à leur tour de faire face à une crise de liquidité.

Le second est la concentration des acteurs au sein d'un marché. Ainsi, plus le montant des encours (ou des actifs gérés) sera grand pour un petit nombre d'acteurs, plus le taux de concentration sera élevé. En d'autres termes, la faillite d'un seul de ces acteurs pourrait à elle seule avoir des impacts conséquents sur l'ensemble du marché. Il est fait référence à ce phénomène-là lorsqu'on emploie le terme « *too big to fail* », littéralement « trop grand pour faire faillite », pour désigner une banque telle que BNP Paribas par exemple.

Le recours à des opérations déstabilisatrices peuvent également alimenter le risque systémique. On entend notamment par là le trading algorithmique. C'est une méthode de trading qui permet de prendre ou bien de fermer des positions automatiquement selon des critères prédéterminés à l'avance. Ainsi un ordre peut se déclencher lorsque la cotation d'un actif (ou d'un indice) atteint une valeur précise. Admettons une évolution à la baisse d'un cours. Les agents qui auront anticipé une hausse de ce dernier (en prenant une position acheteuse) vont pouvoir ainsi limiter leurs pertes, puisque l'algorithme fermera automatiquement leurs positions lorsque le cours aura franchi la valeur critique indiquée. En parallèle, les agents qui anticipent une baisse vont se voir prendre une position vendeuse automatiquement lorsque le cours aura franchi la valeur seuil. On assiste donc à un déclenchement d'ordre de positions en cascade, amplifiant considérablement le mouvement dans lequel se situe le marché. C'est ce phénomène qui a été responsable du « flash-crash » du 6 mai 2010 où le Dow Jones a perdu près de 10% en l'espace de 4 minutes.²⁸

Un dernier facteur qui pourrait alimenter le risque systémique serait la panique. C'est un phénomène qui intervient lors d'une perte de confiance, qui pousse les agents à agir de façon irraisonnée et qui est auto réalisateur. Par exemple, si de nombreux clients perdent confiance en leur banque et qu'ils se précipitent aux guichets pour retirer leurs avoirs car ils pensent qu'elle est insolvable, ce sentiment de doute se rependra et à terme, les autres agents feront de même, rendant ainsi cette banque bel et bien insolvable. Ce phénomène peut également se manifester par des fermetures de positions intempestives. Nous en avons eu l'exemple très récemment avec le Bitcoin qui a perdu près de 50% de sa valeur en l'espace d'une semaine ce mois de mai 2021, en raison d'une succession d'informations défavorables en provenance d'Elon Musk et des régulateurs chinois notamment.²⁹

²⁸ AIT-KACIMI, Nessim. « Flash-crash » du 6 mai 2010 : le jour où le temps s'est arrêté à Wall Street. *Les Echos*. 28 janvier 2016.

²⁹ REUTEURS Staff. Le bitcoins a perdu près de 50% depuis son record d'Avril. *Reuteurs*. 23 mai 2021.

Pour en terminer sur la définition du risque systémique, nous déduisons que c'est un phénomène pouvant provoquer la paralysie de l'intégralité du système financier, ayant pour origine une situation de crise sur un marché ou un acteur en particulier qui se serait répandue à l'ensemble des compartiments en raison de leur interconnexion. Il faut prendre en considération son impact sur la sphère réelle pouvant ainsi provoquer une diminution de l'investissement, de la consommation menant ainsi à un ralentissement de la croissance économique.

B. Les hedge funds sont-ils source de risque systémique ?

Un véritable débat s'est ouvert ces dernières années visant à déterminer si les *hedge funds* sont facteur de risque systémique, comme peuvent en témoigner les très nombreux articles de la littérature. Nous allons donc tenter d'y répondre à l'aide des éléments développés ci-dessus.

Comme nous l'avons évoqué dans la section traitant du développement des *hedge funds*, l'encours des actifs financiers qu'ils gèrent serait de l'ordre de 2300 milliards de dollars selon *Hedge Funds Research*. Ainsi ils ne représentent qu'environ 2% de l'encours des actifs financiers gérés par les investisseurs institutionnels conventionnels³⁰, qui serait de l'ordre de 100k milliards de dollars selon P. Madiès. En revanche, ce secteur s'avère très concentré puisque les 10 premiers *hedge funds* gèrent à eux seuls environ 440 milliards de dollars³¹ soit près de 20% des actifs gérés par l'ensemble de l'industrie. De plus, ils sont parfois très présents sur des marchés en particulier et peuvent ainsi être à l'origine de fortes instabilités les concernant. C'est par exemple le cas sur le marché des actions américain où ils constituent 30% du volume des transactions, ainsi que sur le marché des titres convertibles où là ils représentent 70% des positions acheteuses, selon P. Madiès.

Par conséquent, nous ne pouvons affirmer que leur taille puisse alimenter le risque systémique. Mais pour autant, leur forte concentration ainsi que leur très forte présence sur des marchés en particulier, peuvent bel et bien en constituer un facteur aggravant.

Comme développé précédemment, les *hedge funds* ont massivement recours à l'effet de levier, à tel point que c'en est devenu leur principale caractéristique. En effet, d'après P. Madiès 80% d'entre eux y ont recours. Cependant ce chiffre reste à relativiser puisque McCarthy a estimé que le levier moyen employé est compris entre 2,25 et 2,5, bien loin de ceux employés par le passé et par ailleurs 2 fois moins élevé que le levier moyen utilisé dans le secteur bancaire américain qui était de 5,2 en

³⁰ Rappel des investisseurs institutionnels : fonds de pension, des compagnies d'assurances et des organismes de placement collectif

³¹ LEGUILLOUX, Claude. Voilà les 10 plus gros fonds spéculatifs au monde ! *Boursier.com*. 24 mai 2016

2012³². En revanche, ils se servent principalement du trading algorithmique pour envoyer leurs ordres de positions aux marchés. Par ailleurs, le trading haute fréquence est une catégorie de trading algorithmique qui permet d'envoyer automatiquement des ordres à une vitesse très élevée puisque celle-ci relève de la microseconde. Ce type d'outil permet donc aux *hedge funds* de profiter des opportunités d'arbitrage qui existent sur le marché et ainsi de réaliser un gain certain. Alors, plus la vitesse d'exécution sera rapide, mieux ils pourront profiter de ces opportunités avant leurs concurrents et ainsi maximiser leurs profits. Néanmoins cette technologie provoque une instabilité permanente dans les carnets d'ordres et par extension l'instabilité des marchés, d'autant plus qu'il est estimé que 2/3 des opérations de trading sont concernées, selon P. Madiès.

Par conséquent nous pouvons déduire que les pratiques des *hedge funds* via notamment le recours au trading algorithmique, peuvent être un facteur aggravant de la transmission du risque systémique.

De prime abord, l'industrie des *hedge funds* dans son ensemble ne semble pas constituer à elle seule une source de risque systémique en raison de sa taille. Cependant, le fait qu'ils soient parfois très présents sur des marchés en particulier, couplé à une forte concentration étant donné la part relative des 10 plus gros acteurs, ainsi que le recours à des pratiques déstabilisantes, peuvent effectivement rendre nécessaire une surveillance accrue de certains fonds. Nous pourrions ainsi citer *Bridgewater Associates* qui gèrent plus de 100 milliards de dollars à lui seul.

Afin d'approfondir notre raisonnement, nous allons désormais mettre en évidence le rôle qu'ont pu jouer ces derniers dans la crise des *subprimes* de 2007-2008, qui elle est une crise systémique. Dès lors, nous pourrions déterminer s'il existe un lien entre les *hedge funds* et le risque systémique.

Rappelons brièvement les origines de la crise des *subprimes*. À la suite de l'éclatement de la bulle internet au début des années 2000, les taux d'intérêts pratiqués par la Fed (Banque Centrale des États-Unis) ont drastiquement baissé afin de faciliter l'investissement dans le but de relancer l'économie. Le taux d'intérêt directeur est alors passé de 6,5% en 2000 à 1,75% en 2001 comme nous le rappelle L. Daniel.³³ Par conséquent, le montant de crédits accordés par les banques américaines a été multiplié par 2, passant ainsi de 3500 milliards de dollars en 2000 à 7000 milliards de dollars en 2008. Ainsi, Les *subprimes* étaient des crédits destinés aux ménages finançant l'achat d'un logement et ayant peu de moyens, donc plus susceptibles de ne pas rembourser leurs emprunts. C'est pourquoi les crédits étaient gagés d'une hypothèque sur le logement acheté. En partant du principe

³² OCDE, Levier financier du secteur bancaire. *National Accounts at a Glance 2014*. 2014

³³ DANIEL, Laurent. Les taux d'intérêt : origines et vecteurs de la crise. *Marché et organisation*. n° 19. 2013. pp. 165 à 188.

que les prix de l'immobilier ne pouvaient qu'augmenter à cette époque-là, la banque aurait donc en cas de défaut de paiement, la possibilité de vendre le bien et ainsi d'éponger largement la perte liée au non-remboursement. Il est important de noter que ces crédits à taux variables étaient indexés sur le taux directeur de la Fed.

La Fed a ensuite augmenté ses taux directeurs jusqu'à atteindre 5% en 2006 et parallèlement les prix de l'immobilier ont cessé d'augmenter. Les emprunts indexés sur ces taux ont donc coûté plus cher et la valeur des logements ne suffisait donc plus à combler les pertes liés aux défaut de paiement. Par conséquent, en 2007 15% de ces crédits non pas pu être remboursés ce qui évaluait les pertes à hauteur de 160 milliards de dollars.³⁴ Les établissements de crédit ont donc été les premiers touchés par cette crise déclenchée par le marché de l'immobilier.

Comment une simple crise du marché immobilier américain a donc pu se propager entre les différents acteurs du système financier et ainsi se transformer en une véritable crise économique mondiale ? La titrisation en serait la cause principale. C'est une pratique qui « *consiste à transformer des crédits distribués par une banque en titres de créances (obligations) qu'un investisseur peut acheter et vendre à tout moment* », comme nous l'indique le ministère de l'Économie, des Finances et de la Relance. Les banques ou encore les *hedge funds* peuvent donc décider d'acheter des titres, en échange de quoi ils recevront des intérêts en guise de rémunération pour le risque qu'ils prennent en les détenant. C'est notamment le développement des CDO (*collateralized debt obligations*)³⁵ qui ont été les acteurs majeurs de la propagation de cette crise. Sans rentrer dans les détails, un CDO permet d'atténuer le risque concernant le non-remboursement d'une créance puisqu'une fois sous forme de titre (grâce au principe de titrisation), il se retrouve dispersé chez différents acteurs. Chaque CDO est donc composé de tranches de dettes plus ou moins risquées, évaluées par des agences de notations. Ainsi les tranches les plus risquées sont celles qui sont composées de dettes ayant le plus de chance de ne pas être remboursées. Comme nous l'avons évoqué, la titrisation permet d'obtenir un risque de défaillance plus faible que l'ensemble des crédits pris individuellement. Il est important de comprendre que cela ne s'applique uniquement si les crédits qui composent les tranches sont indépendants, or là ils étaient tous liés par le marché de l'immobilier. C'est donc là, la principale raison de propagation de cette crise de l'immobilier à l'ensemble du système financier.

Les *hedge funds* ont massivement acheté les CDO les plus risqués puisque que ce sont eux qui octroient une plus forte rémunération. A. Blundell-Wignall a même estimé que ces derniers

³⁴ Ministère de l'Économie des finances et de la relance. *Comment la crise-a-t-elle commencé*. Disponible sur : < <https://www.economie.gouv.fr> > (30 mai 2021)

³⁵ Pour plus de détails sur les CDO : GATINOIS, Claire. Le Monde. Les CDO, ces titres obscurs au cœur de la crise financière. 28 avril 2010

détenaient 46,5% de ces CDO mais surtout 80% des tranches les plus risquées³⁶, c'est donc tout naturellement qu'ils ont été accusés d'avoir propagé cette crise. Certains ont alors indiqué que la crise avait véritablement démarré au moment où des fonds comme celui d'UBS Dillon Reed ont fait faillite en juillet 2007. Rappelons que les *hedge funds* s'endettent auprès des banques afin d'obtenir un effet de levier, les situations de ces deux entités sont alors directement reliées.

Lorsque les défauts de paiement ont augmenté et que les marchés se sont retournés, les banques ont cherché à limiter leur exposition au risque en accordant de moins en moins de crédits, au point qu'elles ne se prêtaient quasiment plus entre elles, rendant ainsi le marché interbancaire quasi-inexistant. Ce phénomène s'est intensifié lorsque la célèbre banque Lehman Brothers a fait faillite. En difficulté, les banques n'avaient pas d'autre choix que d'assainir leurs bilans afin de retrouver de la liquidité. Pour cela elles ont donc décidé de réduire l'effet de levier qu'elles fournissaient aux *hedge funds*. En raison de cette réduction, ces derniers ont dû fermer leurs positions et ont ainsi littéralement été contraints à d'importantes ventes forcées. Le rôle des *hedge funds* dans cette crise s'est alors intensifié, d'autant plus que les banques leur ont également demandé de solder une partie de leurs positions prises sur le marché des actions, qui continuait de baisser. Par conséquent, ces opérations que les *hedge funds* ont été obligés de réaliser ont d'autant plus contribué à la baisse des cours essentiellement à cause de la forte proportion de CDO qu'ils détenaient.

Cependant, ces éléments-là ne suffisent pas pour affirmer que les *hedge funds* soient à l'origine de cette crise systémique. En effet, lorsque nous y regardons de plus près, seulement une dizaine de grands fonds ont été impactés durant la première phase de la crise si bien que seulement 29,2% leurs pertes en 2007 étaient liées aux *subprimes*, tandis que celles des banques s'élevaient à 41,3% d'après le FMI [2008]. La seconde phase de la crise, marquée par la faillite de Lehman Brothers, a quant à elle été plus rude puisque deux tiers des *hedge funds* auraient subi de fortes pertes s'élevant en moyenne à 20%³⁷, mais encore une fois, inférieures à celles qu'ont subi les banques. Par conséquent, les accusations lancées sur l'industrie des *hedge funds* en raison de leur taux de détention de CDO doivent être révisées, puisque ces derniers ont eu un impact moindre que ce qui avait été annoncé.

En effet, bien que les valeurs de CDO qui leur étaient associées étaient très importantes, il est dans la nature des *hedge funds* de se couvrir contre les variations des marchés sur lesquels ils opèrent, notamment grâce aux stratégies qu'ils emploient que nous avons développées

³⁶ CARTAPANIS André, TEILETCHE Jérôme. Les hedge funds et la crise financière internationale. 2008. pp. 1 à 10.

³⁷ MONARCHA, Guillaume, TEILETCHE, Jérôme. Les hedge funds et la stabilité des marchés financiers. *Les hedge funds*. 2013. pp. 96 à 116.

précédemment. Leurs expositions nettes étaient donc bien plus faibles. Ainsi, ils auraient réussi à maintenir une croissance moyenne de 10% sur l'année de 2007, selon le FMI [2008]. On notera par ailleurs de manière anecdotique, les performances du fonds Paulson Credit s'élevant à 590% en 2007, suivie de celle de 84% en 2008 du fonds Medallion³⁸, témoignant ainsi de leur capacité à générer des profits indépendamment de la conjoncture.

Par conséquent, nous ne pouvons affirmer que les *hedge funds* sont à l'origine de cette crise systémique puisque celle-ci a pris naissance dans un contexte d'euphorie où les banques ont accordé des prêts de manière déraisonnée aux ménages, où la titrisation des crédits était de plus en plus en risquée, mêlés à une hausse des taux d'intérêt de la banque centrale américaine.

En revanche, ces derniers ont bel et bien contribué à la propagation de cette crise à cause de leur forte détention de CDO qui a pu être source d'un manque de liquidité. Leur impact reste tout de même à relativiser puisque leurs expositions nettes aux *subprimes* étaient de 77,6 milliards de dollars alors qu'elles étaient de 126,5 milliards de dollars pour les banques en 2007 d'après le FMI [2008], d'autant plus que leurs méthodes de gestion leur ont permis de limiter leurs pertes.

C'est donc le verdict qui a été établi par De Larosière au travers du rapport qu'il a rendu pour la Commission Européenne : « *Concerning hedge funds, the Group considers they did not play a major role in the emergence of the crisis. Their role has largely been limited to a transmission function.* »³⁹

III. LA REGLEMENTATION POUR CANALISER LES HEDGE FUNDS

Au travers de leur essor, les *hedge funds* ont plus d'une fois été vivement critiqués pour avoir été la source d'instabilités majeures. La plus connue eut été provoquée par le célèbre Georges Soros, accusé d'avoir provoqué une baisse de l'ordre de 10% de la Livre Sterling en 1992 en spéculant contre celle-ci, favorisant ainsi sa sortie du Système Monétaire Européen. Il aurait par ailleurs empoché plus d'un milliard de dollars grâce à cette opération.⁴⁰

De même, lors de la crise asiatique en 1997 provoquée par le changement de parité des monnaies des pays émergents, les *hedge funds* se sont une nouvelle fois retrouvés au cœur de la tourmente. Ces derniers étaient très présents sur ces marchés, et ont ainsi été accusés par le premier ministre malaisien de l'époque d'en être les principaux responsables.

³⁸ GATINOIS, Claire. Les profits insolents d'une poignée de *Hedge funds*. Le Monde. 5 février 2009.

³⁹ DE LAROSIERE, Jacques. *The high-level group on financial supervision in the EU*. 25 février 2009. p.24.

⁴⁰ VASLIN, Jacques-Marie. 1992 : Georges Soros fait sauter la Banque d'Angleterre. Le Monde. 17 septembre 2012.

Nous pourrions également citer comme dernier exemple la faillite du fonds *Long Term Capital Management* en 2000, qui a connu des pertes s'élevant à près de 5 milliards de dollars en 1998 d'après Mataf⁴¹. Ajouté au fait qu'il utilisait un levier de l'ordre de 50 : 1, ce fonds présentait un potentiel risque systémique, raison pour laquelle il fût renfloué à hauteur de 3,6 milliards de dollars selon les directives de la Banque Centrale américaine (Fed).

Ces différents évènements (incluant également la crise des *subprimes*) sont donc en partie à l'origine des nombreuses discussions faisant l'objet de durcir la réglementation pesant sur les *hedge funds*. L'enjeu pour le régulateur était donc de réduire l'opacité législative dans laquelle évolue cette industrie afin de limiter les risques, tout en lui permettant de conserver ses différentes pratiques et sans non plus nuire à leur apport positif sur l'efficacité des marchés. On comprend ainsi la difficulté de cette démarche puisque les *hedge funds* seraient d'autant plus tentés de s'implanter dans des régions *offshore* afin de conserver leurs performances.

Sur le continent européen, c'est l'AIFM (*Alternative Investment Fund Manager Directive*) qui a la charge d'appliquer un cadre réglementaire aux *hedge funds*. Cette dernière a pour objectif d'améliorer la transparence entre les gestionnaires de fonds, les autorités de contrôle et les investisseurs dans le but de protéger ces derniers et d'améliorer leur confiance, d'après l'AMF.⁴² Par conséquent, les fonds de plus de 100 millions d'euros (ou de 500 millions n'utilisant pas d'effet de levier et ayant une période de blocage des montants versés inférieure à 5 ans) y sont intégralement soumis.

En premier lieu, elle impose aux gérants les règles à suivre vis-à-vis de leurs investisseurs ainsi que des dispositifs devant être mis en place pour gérer les risques et la liquidité des portefeuilles. Elle impose notamment une réserve de fonds propres qui ne peut être inférieure à 0,02% des actifs gérés ou bien à 125 000 euros. Elle exige également la publication annuelle de rapport comportant ainsi des informations sur les types d'actifs négociés, la stratégie d'investissement employée ou encore le montant du levier utilisé par exemple.⁴³ Il est désormais possible de limiter l'effet de levier maximal utilisé par les *hedge funds*, ainsi que leurs activités sur les différents marchés lorsque c'est nécessaire afin de lutter contre un éventuel risque systémique.

Aux États-Unis, le *Dodd Frank Act.* a été établi en réponse à la crise financière de 2008, visant à mieux protéger les investisseurs en alourdissant les contraintes sur les acteurs à l'origine de cette

⁴¹ Mataf. *Faillite du fonds LTCM, l'effondrement d'un hedge fund.* Disponible sur : www.mataf.net (consulté le 2 juin 2021)

⁴² AMF. *S'informer sur le régime issu de la directive AIFM.* Disponible sur : <www.amf-france.org> (Consulté le 2 juin 2021)

⁴³ La liste non exhaustive des textes de références est accessible via le lien suivant : www.amf-france.org/Les_exigences_dcoulant_de_la_directive_AIFM_pour_les_gestionnaires_de_FIA

crise tels que les banques, les prêteurs hypothécaires et les agences de notation. Celui-ci comprend par ailleurs la *Volcker Rule* qui tend à éliminer les opérations spéculatives des banques réalisées avec les dépôts de leurs clients et leur interdisant également d'investir dans des *hedge funds* qui sont davantage risqués. Ces derniers se retrouvent donc également contraints par cette loi.

De plus, les *hedge funds* dont le montant des actifs gérés est supérieur à 100 millions de dollars, ont l'obligation de s'enregistrer auprès de la SEC (*Securities and Exchange Commission*) qui se veut être un organisme de surveillance et de réglementation indépendant protégeant les investisseurs. Ils font alors l'objet d'une déclaration annuelle au travers de laquelle ils doivent préciser des éléments à propos de leur taille, des services qu'ils proposent et de leurs investisseurs, passant notamment par les stratégies qu'ils emploient, le montant de leurs leviers et les différents marchés sur lesquels ils opèrent. Les fonds dont le montant des actifs gérés est supérieur à 1,5 milliards de dollars, doivent effectuer ces déclarations sur une base trimestrielle en apportant davantage de précisions sur les éléments demandés, comme nous l'explique Monarcha et Teiletche.⁴⁴

IV. CONCLUSION PARTIELLE

Nous avons donc mis en évidence la croissance exponentielle de l'industrie des *hedge funds* depuis leur création jusqu'à nos jours ainsi que les différents questionnements qu'ils impliquent, notamment en matière de risque systémique. Bien que l'encours actuel des actifs gérés par ces derniers ne soit que de l'ordre de 2000 milliards de dollars, leur taux de concentration ainsi que leurs présences accrues sur certains marchés spécifiques alimentent les débats. Nous en avons déduit au travers des éléments évoqués, que les *hedge funds* n'ont pas été les responsables directs de la crise des *subprimes* qui a touché la sphère réelle en 2008, puisqu'ils n'en sont pas à l'origine et que leur rôle s'est limité à de la transmission.

Nous concluons alors que l'essor des *hedge funds* n'a pas impacté directement les ménages sur le plan économique, faisant ainsi avancer la résolution de notre problématique.

⁴⁴ MONARCHA, Guillaume, TEILETCHE, Jérôme. Les hedge funds et la stabilité des marchés financiers. *Les hedge funds*. 2013. pp. 96 à 116.

PARTIE 3

-

LE COMPORTEMENT DES MENAGES EN REACTION A CET ESSOR.

Dans cette dernière partie, il est question de mettre en évidence l'évolution du comportement des ménages en réaction à l'essor des *hedge funds*. Pour cela, il conviendra dans un premier temps, de connaître l'opinion publique à l'égard de la sphère financière de manière globale, puis plus particulièrement celle concernant les *hedge funds*. Nous évoquerons par la suite les nouveaux outils qui se sont développés et qui permettent d'apporter de nouvelles solutions en termes de placement et d'investissement. Enfin, nous terminerons par clarifier les différentes modifications des comportements de ces derniers, notamment au travers des nouveaux outils dont ils disposent.

I. OPINION PUBLIQUE

A. Revue de presse

L'industrie des *hedge funds* a fait couler beaucoup d'encre dans la presse en se retrouvant régulièrement au cœur d'histoires de fraudes ou de manipulations des cours financiers.

La plus connue d'entre-elles est inévitablement l'affaire Madoff, s'agissant de la plus grande fraude de l'histoire, dont le préjudice s'élève à plus de 50 milliards de dollars. Bernard Madoff était une personne très reconnue dans le secteur de la finance, puisqu'il a été président du Nasdaq de 1990 à 1991. Il a alors créé son propre fonds, le *Bernard Madoff Investment Securities*, lui permettant de récupérer des capitaux qu'il devait gérer. Il affichait alors une performance démesurée supérieure à 10% pour des risques soi-disant quasi-nuls, séduisant ainsi de nombreux clients tels que de riches particuliers, des institutions financières ou encore d'autres *hedge funds*. Par conséquent, tous les clients de ces mêmes acteurs ont également été impactés. En réalité, il avait mis en place une pyramide de Ponzi. Cela signifie qu'il se servait de l'argent récolté auprès des nouveaux clients afin de rémunérer les plus anciens. C'est alors que pendant la crise de 2008, de nombreux investisseurs ont voulu récupérer leurs capitaux, à tels points que ceux récoltés auprès des nouveaux entrants ne suffisaient plus à couvrir ses dettes. Cet événement marque donc la fin du système qu'il avait mis en place. Il a fini par confier la situation à son fils qui l'a dénoncé et a ainsi été arrêté le 11 décembre 2008 par le FBI. Madoff a ainsi plaidé coupable durant son procès et a reconnu sa responsabilité dans l'affaire. Il sera alors condamné à une peine de 150 ans de prison. Bien que l'essentiel de ses biens ait été saisi, ceux-ci ne permettront jamais de restituer les sommes perdues par les victimes.

Cette affaire est tout de même passé inaperçu pendant près de 20 ans, remettant alors en question les compétences de la *Securities & Exchange Commission* (SEC) auprès de laquelle le fonds était enregistré au même titre que les autres.⁴⁵

⁴⁵ Le Monde. Les zones d'ombre de l'affaire Madoff. *Le Monde*. 29 juin 2009.

On retrouve également des accusations de manipulation des marchés contre les *hedge funds*. Ce phénomène se traduit par l'émission de fausses rumeurs visant ainsi à orienter l'évolution des cours dans le même sens que les positions qu'ils ont prises. Ces derniers auraient donc eu recours à cette pratique durant la crise des *subprimes* en répandant de fausses informations négatives afin de vendre des titres à découvert, comme l'a dévoilé Jim Cramer⁴⁶.

Nous pourrions par exemple citer le cas du rachat de la société informatique ADS, où un message anonyme envoyé à des traders leur indiquant que les actions seraient vendues moins chères que prévues, s'est très vite répandu sur les différents canaux d'information. Interprété comme une mauvaise nouvelle, d'innombrables actions ADS ont été vendues, faisant ainsi chuter le cours de 77 dollars à 63 dollars en l'espace d'une demi-journée. Les entités vendant alors ce titre à découvert ont donc pu réaliser d'importants bénéfices, avant que la société n'ait démenti cette information dans un communiqué et que l'action retrouve son cours normal. Après enquête, il s'est avéré que l'information avait été lancée par Paul Berliner qui travaillait pour une maison de courtage et qui en avait profité pour vendre 10 000 actions ADS dans les 10 minutes qui ont suivi l'envoi de son message.⁴⁷

Nous constatons alors qu'avec cette revue de presse, les nouvelles relatées à propos des *hedge funds* et de la finance de marché en général, sont dans la plupart des cas des nouvelles négatives. Ces dernières pourraient alors influencer les lecteurs et ainsi les prédisposer à avoir un avis péjoratif concernant cette industrie.

B. Étude empirique sur l'opinion publique à l'égard de la sphère financière

Afin de compléter nos recherches, nous avons décidé de mener une étude empirique sur l'opinion publique des particuliers au travers d'un échantillon de 103 personnes.⁴⁸ Ce dernier pourrait alors nous servir de base lorsque nous analyserons les comportements des ménages en réaction à cet essor.

Tout d'abord, l'échantillon était composé à 40,8% de personnes âgées de 18 à 35 ans, et de 59,2% de personnes d'au moins 36 ans. Cette répartition convient parfaitement puisque nous avons atteint des personnes suffisamment âgées pour avoir pu constater les impacts de la crise de 2008 sur leurs quotidiens, et il sera également possible de comprendre au travers des répondants les plus

⁴⁶ HAMILTON, Dane. Jim Cramer draws fire over manipulation comments. *Reuteurs*. 20 mars 2007.

⁴⁷ EUDES, Yves. Internet, mensonges et krachs boursiers. *Le Monde*. 04 novembre 2008.

⁴⁸ L'ensemble du questionnaire ainsi que les résultats se trouvent en Annexe 1.

jeunes, la manière dont le développement des nouvelles technologies a pu impacter leur appréhension de la sphère financière.

Les réponses à la question « Quel(s) terme(s) associeriez-vous à la Finance ? » nous indiquent que pour 62,2% d'entre eux, celle-ci est synonyme d'un potentiel de gains élevé. Néanmoins, pour 58,3% il s'agit d'un domaine risqué. Les ménages semblent ainsi avoir compris que la rémunération liée à un titre est fonction du risque encouru pour sa détention. Nous constatons également que tout de même près de 30% d'entre eux ont à l'esprit les crises financières et que seulement 5,8% y associent la notion de fiabilité.

Ces dernières statistiques nous laissent penser que le niveau de confiance associé aux marchés financiers est plutôt faible. Elles nous permettent également de mieux comprendre les résultats de la question suivante, concernant les solutions de placement auxquelles ils ont déjà eu recours.

En effet, 90% d'entre eux ont déjà eu recours à l'épargne bancaire (Livret A, LEP, LDDS, PEL...). Il s'agit là d'une méthode d'épargne extrêmement peu risquée proposant des rendements plutôt faibles de l'ordre de 0,6% selon l'INSEE et sans montant minimal requis. Elle est donc très facile d'accès pour l'ensemble des particuliers, surtout pour les plus jeunes, expliquant ainsi pourquoi elle est tant sollicitée par les répondants. En seconde position vient l'assurance-vie (fonds euros et unités de compte) avec près de 60% d'adeptes, qui est une solution très appréciée par les épargnants puisqu'elle propose des rendements supérieurs et sans risque lorsque le capital est garanti. Elles offrent également la possibilité à l'épargnant d'ajuster ses rendements en fonction de son exposition aux risques et sont également très prisées pour les avantages qu'elles offrent en termes de succession. A ce stade de l'analyse nous estimons que les ménages sont pour la plupart averses aux risques et semblent fuir l'incertitude puisqu'ils ont principalement recours à des solutions d'épargne de court terme ou alors de moyen/long termes sur lesquelles ils peuvent rester relativement maîtres de leurs capitaux. En effet, les épargnes boursières (PEA et compte titres) ne sont employées que par 36,3% des répondants, sans doute parce qu'elles sont généralement plus risquées et les diverses clauses associées rendent les fonds moins liquides.

Après avoir observé le profil général des investisseurs, nous avons formulé des questions plus spécifiques afin de connaître leur opinion à l'égard des *hedge funds*. Tout d'abord, seulement 52% de la population interrogée a répondu savoir de quoi il était question. Cela pourrait donc être la raison pour laquelle 63% d'entre eux ont déclaré ne pas avoir d'opinion ou bien avoir une opinion neutre. On constate alors une légère prédominance de l'opinion négative contre la positive avec respectivement 22,3% et 14,6% de répondants.

Nous avons anticipé que la notion de fonds spéculatifs (ou *hedge funds*) pourrait être méconnue par une partie de l'échantillon en raison de sa technicité, c'est pourquoi nous leur avons demandé leur avis sur les principales pratiques et caractéristiques de ces derniers.

Ainsi à la question « Est-ce que la vente à découvert vous semble être une pratique éthique ou morale ? », 51,5% ont répondu « non » et seulement 23,3% ont dit « oui ». Ceux qui en ont une mauvaise image ont principalement justifié leurs réponses en expliquant qu'il ne leur paraissait pas moral de parier sur la baisse d'un actif sans se soucier des autres impacts qui en découlent au-delà du gain financier. Ils font par ailleurs référence à l'impact social en évoquant des entreprises devant licencier du personnel pour faire face à des difficultés. Ceux qui n'ont pas trouvé cette pratique immorale ont alors indiqué qu'il n'y a pas de raison pour que l'on puisse anticiper une hausse d'un titre sans pour autant pouvoir en anticiper une baisse, puisqu'il s'agissait-là du propre de la spéculation.

Par ailleurs, 72,6% de la population interrogée pensent que la spéculation aurait pu être responsable de la crise de 2008 et 36,3% en sont mêmes convaincus. Il est alors intéressant de constater que pour l'opinion publique, la spéculation, soit le propre des *hedge funds*, est à l'origine de cette crise, alors que le verdict de la Commission Européenne affirmait le contraire précisant que ces derniers ont eu un rôle se limitant à la transmission du risque. De plus, 43% ont indiqué que leur pouvoir d'achat avait été impacté par celle-ci, de même que 29,9% concernant leur épargne ainsi que 19,5% à propos de leur investissement. C'est ici que l'on distingue les répondants plus jeunes, puisqu'ils ont précisé qu'ils n'avaient pas la capacité d'en mesurer les conséquences. Certains ont par ailleurs évoqué d'autres impacts, telle la notion de perte de confiance envers le système financier traditionnel. Les enfants de cette époque-là, ont en revanche pu en prendre conscience au travers du ressenti de leurs parents.

A ce stade-là, il en ressort une opinion globale négative à l'égard de la sphère financière. Nous avons tenté de déterminer la provenance de celle-ci en évoquant l'affaire Madoff. Effectivement, près de 70% de la population interrogée en ont entendu parler, et 65% d'entre eux ont indiqué que celle-ci avait contribué à dégrader l'image qu'ils ont de la Finance. Ce constat pourrait illustrer le phénomène évoqué précédemment, à savoir que la presse présente essentiellement les scandales et les controverses, créant ainsi un biais de perception chez le grand public.

Nous retirons alors de cette étude, que l'opinion publique semble majoritairement négative à l'égard de la Finance en générale, en raison de son instabilité et des conséquences que celle-ci a pu avoir sur la sphère réelle. Cette opinion semble majoritairement provenir de la crise de 2008, qui jusqu'à 2014, avait par ailleurs provoqué en France une augmentation du taux de chômage de 40%,

une hausse de 700 milliards d'euros de la dette publique accompagnées d'une forte augmentation des impôts d'après l'INSEE⁴⁹. Les *hedge funds* semblent donc avoir mauvaise réputation car ils incarnent le concept de spéculation, responsable de cette crise d'après la majorité des sondés.

II. DEVELOPPEMENT DES COURTIER EN LIGNE ET DE LA FINANCE DECENTRALISEE

L'évolution technologique, a notamment permis aux particuliers d'obtenir un accès direct aux marchés boursiers mais également de bénéficier de nouvelles sources d'investissement. Nous développerons donc les deux principaux outils nouveaux outils dont ils disposent, permettant d'apporter des éléments de réponses à notre problématique.

A. Le développement des brokers, courtiers en ligne

Les courtiers en ligne, autrement appelés *brokers*, se sont fortement développés grâce à l'essor d'internet et des nouvelles technologies d'information. Il s'agit de l'intermédiaire entre les contreparties d'une opération, à savoir le client et le producteur. Appliqué à la finance, c'est l'entité chargée de collecter les ordres de l'investisseur et de les exécuter sur les différents marchés boursiers. Ils permettent alors de faciliter l'accès aux particuliers vers le monde boursier. En effet, il est désormais possible d'acheter des actions ou encore des devises par exemple, directement depuis son application, sans passer par sa banque et à moindre frais. Nous avons donc vu apparaître une vague de traders particuliers, également appelés « *retail traders* » et agissant pour leur propre compte. A titre d'exemple, les plateformes Robinhood et Etoro comptent respectivement plus de 13 millions et 20 millions d'utilisateurs à travers le monde. Par ailleurs, ces investisseurs occasionnels représenteraient 20 à 25% de l'activité boursière, alors qu'ils n'en représentaient que 10% en 2019.⁵⁰

B. L'émergence des crypto-monnaies

D'après l'Institut Nationale de la Consommation, une crypto-monnaie est « *une monnaie virtuelle qui repose sur un protocole informatique des transactions cryptées et décentralisées, appelé blockchain ou chaînes de blocs.* »⁵¹ En d'autres termes, il s'agit d'une monnaie qui n'est pas régulée par une institution financière monétaire telle qu'une banque centrale. C'est à priori sa principale distinction avec une autre monnaie du système traditionnel. En effet, celle-ci repose sur la *blockchain*, qui n'est autre qu'un registre de compte décentralisé constitué par un réseau

⁴⁹ GOUJFFES, Pierre-François. Les huit conséquences désastreuses de la crise de 2008 sur la France. *La Tribune*. 15 septembre 2014.

⁵⁰ GAMBARDELLA, Antonio. Révolution technologique sur les marchés financiers. *Bilan*. 26 mai 2021

⁵¹ Ministère de l'Économie des Finances et de la Relance. *Crypto-monnaies, crypto-actifs... Comment s'y retrouver ?* Disponibles sur : < www.economie.gouv.fr >

d'ordinateurs, où chaque écriture est éternellement conservée. Par conséquent, le registre n'est pas contrôlé par une seule autorité centrale, mais par l'ensemble des personnes offrant leurs puissances de calcul qui le composent. Ainsi, pour que le réseau soit détruit il faudrait que chaque ordinateur dont il est constitué le soit également. La *blockchain* offre donc un service plus sécurisé et non manipulable puisqu'il est géré collectivement, et non pas par une autorité centrale.

Chaque unité, appelée « *token* » (ou jeton) est générée à partir d'un algorithme fonctionnant grâce à la puissance de calcul qu'offrent des personnes, que l'on appelle « *miners* » (ou mineurs). Ces derniers perçoivent alors une rémunération directement en *token* pour service rendu.

On retrouve alors le Bitcoin ou l'Ethereum pour ne citer que les plus connues, dont les cours étaient respectivement de 1 token pour 48 000 euros et un 1 token pour 3 500 euros en mai 2021. N'importe qui peut alors s'en procurer, grâce à des plateformes comme Coinbase par exemple, qui a notamment fait son entrée en Bourse le 14 avril 2021 avec une valorisation de 86 milliards de dollar.

La finance décentralisée est désormais en pleine croissance et tend à devenir l'équivalent de notre système financier traditionnel mais sans la présence d'une autorité centrale ou d'intermédiaires telles que les banques. En effet, il existe désormais des plateformes spécialisées dans les prêts en cryptomonnaies, d'autres permettant d'épargner et certains projets proches permettront même de proposer des assurances.

Les crypto-monnaies continuent de se développer et tendent potentiellement à occuper une place à part entière dans notre quotidien, comme le laisse imaginer les annonces récentes d'Elon Musk concernant la possibilité future d'acheter une Tesla avec ces dernières⁵² ou encore de Paypal qui les prend désormais en charge en assurant leurs conversions.⁵³

III. LES PARTICULIERS MODIFIENT LEURS COMPORTEMENTS EN CONSEQUENCE DE L'ESSOR DES HEDGE FUNDS

Après avoir analysé l'opinion publique et présenté les nouveaux outils dont disposent les particuliers, nous sommes désormais en mesure de comprendre et d'expliquer leurs agissements.

⁵² Staff Reteurs. Musk – Maintenant possible d'acheter une Tesla avec des Bitcoin. *Reteurs*. 24 mars 2021

⁵³ TOUZANI, Samir. Paypal lance son service de paiement en Bitcoin. *Les Échos*. 30 mars 2021.

A. Une révision des méthodes de placement et d'investissement

Nous avons fortement entendu parler de l'essor de l'industrie des crypto-monnaies ces derniers mois, au travers des médias notamment. De plus, il semblerait que les résultats obtenus via notre étude, nous montrent une perte de confiance croissante des particuliers envers le système financier traditionnel. Ce phénomène est d'autant plus remarquable au sein des plus jeunes tranches d'âges interrogées, bien qu'il ne leur soit pas réservé et semble provenir des conséquences provoquées par la crise de 2008. Comme nous l'avons évoqué ci-dessus, l'opinion publique estime que ce sont les particuliers qui ont dû payer pour les dérives de la sphère financière à l'origine de cette crise, notamment au travers de la hausse d'austérité liée aux divers programmes de relance et aux politiques monétaires qu'appliquent les Banques Centrales. Ils ont alors le sentiment d'avoir été « trahis » et cherchent à s'orienter vers un nouveau système financier. La finance décentralisée présentée précédemment, semble alors de plus en plus les attirer, principalement pour son absence d'autorité centrale. Cette industrie a d'ailleurs dépassé les 1000 milliards de dollars de valorisation cette année, représentant ainsi plus de 18% de la valorisation des réserves d'or mondiale.⁵⁴

Cependant, il s'agit d'un secteur très volatile et donc très risqué, comme en témoigne le Bitcoin par exemple, dont la valeur s'est appréciée de 45% en l'espace de deux semaines au début de cette année 2021.⁵⁵ Au-delà de l'attrait originel qu'offre cette industrie par ses caractéristiques, de nombreux particuliers s'y intéressent pour spéculer, dans l'espoir de réaliser des gains conséquents à court terme. Néanmoins, l'intérêt de grandes entreprises pour ce secteur évoqué précédemment, peut laisser penser que les crypto-monnaies pourraient occuper une plus grande place dans notre quotidien lorsque l'on adopte une vision de plus long terme.

B. Des actions directes contre les hedge funds

Très médiatisée, l'affaire GameStop est une illustration sans précédent des actions que sont désormais capables de mener les particuliers à l'égard des *hedge funds*.

Tout d'abord, GameStop est une entreprise de distribution de jeux vidéo, ayant été rachetée en 2008 par Micromania. Proposant de la vente en physique, son *business model* commençait à devenir obsolète à l'heure du numérique où les clients effectuent essentiellement leurs achats en ligne, en particulier pour ce type de produits. Par conséquent, le cours de l'action ne pouvait que baisser. C'est la raison pour laquelle les *hedge funds* ont vendu à découvert ce titre, anticipant ainsi une baisse du cours dans le but de réaliser une plus-value. Cependant, les membres d'un groupe constitué sur le

⁵⁴ BIANCHI Frédéric. Les cryptomonnaies, un marché créé de toute pièce qui vaut déjà 20% de tout l'or du monde. *BFM Business*. 13 avril 2021.

⁵⁵ VILROBE Juliette. Bitcoin : est-ce vraiment le moment d'investir ? *Les Échos*. 17 février 2021.

réseau social Reddit, se sont concertés afin d'acheter massivement des actions de GameStop dans le but de sauver cette entreprise et de faire perdre de l'argent par la même occasions aux *hedge funds*. Il est important de noter que ce groupe dénommé *WallStreetBets*, est composé de plus de 10 millions d'individus à ce jour.⁵⁶ Ce sont essentiellement des traders amateurs qui accèdent aux marchés directement via leurs courtiers en ligne. Étant donné leur nombre, une action coordonnée serait donc tout à fait en mesure déstabiliser un marché, et c'est effectivement ce qui a eu lieu. En achetant simultanément cette action, le cours du titre est passé de 15 dollars à près de 350 dollars entre le début et la fin du mois de janvier 2021. Comme nous l'avons expliqué précédemment, les *hedge funds* vendant à découvert un titre, ont l'obligation de racheter ce dernier plus tard, afin de compléter l'opération. Or, le cours ayant connu une augmentation stratosphérique de 2233% entre temps, a provoqué des pertes colossales chez ces derniers. On peut par exemple citer le fonds *Melvin Capital* qui aura subi une perte de plus de 3,75 milliards de dollars.⁵⁷

Très controversée et déstabilisante, cette action a suscité l'intérêt de la *Securities and Exchange Commission* qui a annoncé surveiller cette communauté de particuliers, rappelant ainsi qu'il est illégal de répandre des fausses informations dans le but d'influencer les cours des titres.

Nous comprenons au travers de cette affaire, que la sphère réelle est désormais en mesure d'impacter la sphère financière. Les motivations de la communauté ne sont pas tout à fait claires à ce jour, on ne sait pas s'ils ont agi dans le but d'exploiter une opportunité de réaliser un profit, ou bien si cette action a été menée dans un esprit de « vengeance » lié aux conséquences de la crise de 2008, puisque nous rappelons que l'étude réalisée a révélé que la majorité des sondés considère la spéculation comme responsable de cette dernière, étant par ailleurs le propre des *hedge funds*.

⁵⁶ WallStreetBets, disponible sur : < www.reddit.com >

⁵⁷ REYNAUD Florian. Affaire GameStop : tout comprendre à la campagne spéculative qui secoue les marchés et Internet. *Le monde*. 28 janvier 2021.

CONCLUSION

Ce mémoire visait à déterminer si l'essor considérable des *hedge funds* a pu, d'une quelconque manière, impacter les comportements des ménages.

Pour cela, il a d'abord été nécessaire d'explicitier leur fonctionnement ainsi que les diverses pratiques qu'ils utilisent. Il en est alors ressorti que les *hedge funds* ont un mode de gestion dit « alternatif », principalement caractérisé par la capacité de dégager des performances positives indépendamment de l'évolution des marchés sous-jacents. Nous avons alors déterminé que ce résultat n'est atteignable que par le recours à des moyens plus agressifs et risqués que ceux utilisés dans la gestion dite « traditionnelle ». Il s'agit notamment de la vente à découvert, de l'effet de levier ou encore de l'usage massif de produits dérivés.

Nous avons par la suite décrypté les raisons de la forte expansion de cette industrie, ainsi que les différents scandales et accusations auxquels ils ont dû faire face. La crise des *subprimes* a eu des conséquences sans précédent sur les ménages et nous montre donc que les dérives de la sphère financière peuvent avoir un impact direct sur la sphère réelle. Chercher à démontrer le rôle qu'ont pu jouer les *hedge funds* dans cette dernière semblait donc être le meilleur moyen de déterminer si leur développement avait pu impacter directement les particuliers. Il en est alors ressorti qu'ils n'étaient pas à l'origine de cette crise mais que leur rôle s'était limité à de la transmission. Leur essor n'a donc pas eu de conséquences économiques directes sur les ménages.

En revanche, en analysant l'opinion publique grâce à une étude empirique, nous avons observé que les ménages semblent avoir perdu confiance envers le système financier traditionnel car ils ont par ailleurs subi une hausse de l'austérité en conséquence des divers programmes de relances et politiques monétaires instaurés à la crise de 2008. Ils estiment avoir payé pour les dérives de la sphère financière. Ils affirment notamment que la spéculation est à l'origine de cette crise, à savoir le propre des *hedge funds*. Ces derniers sont donc au sens de l'opinion publique, les responsables des tourments qu'a subi la sphère réelle. Ce sont plus particulièrement les pratiques qu'ils utilisent telle que la vente à découvert qui ne plaisent pas à l'opinion, puisqu'elle leur paraît peu éthique et peu morale. Les *hedge funds* font donc face à une image très négative.

Parallèlement à cela, nous avons constaté que les particuliers ont désormais la capacité d'intervenir directement sur les marchés financiers grâce au développement des courtiers en ligne. Nous avons donc assisté au premier conflit de grande envergure entre traders amateurs et *hedge funds* au travers de l'affaire GameStop que nous avons explicitée. Les motivations de cette action ne

sont pas encore claires. A-t-elle été lancée dans un esprit de « vengeance », ou bien n'était-ce là que l'exploitation d'une opportunité pour les particuliers de réaliser un profit ?

De même, on assiste au développement de la finance décentralisée comme nous le montre l'essor des cryptomonnaies. Il pourrait ainsi s'agir d'un moyen pour les particuliers de s'orienter vers un nouveau système financier leur convenant davantage en raison de l'absence d'une autorité centrale. Ce phénomène ne serait donc qu'une conséquence de la perte de confiance de ces derniers envers notre système financier traditionnel, que nous avons pu observer au travers de notre étude.

Pour répondre clairement à notre problématique, l'essor des *hedge funds* a donc pu avoir, au travers de son image, un impact sur les comportements des ménages qui font désormais usage des moyens technologiques dont ils disposent en s'aventurant davantage sur le terrain de la sphère financière, ou bien en s'orientant vers un nouveau type de Finance.

Nous pourrions alors nous interroger sur les menaces potentielles que peuvent représenter les particuliers, car comme nous l'avons vu, ils sont maintenant en mesure de déstabiliser des marchés s'ils décident de coordonner leurs actions. Faudrait-il alors faire évoluer la réglementation à propos de ce nouvel acteur, présentant désormais les mêmes risques qu'une institution financière à part entière ?

BIBLIOGRAPHIE

Ouvrages

BOUBEL Amélie, PANSARD Fabrice. *Les investisseurs institutionnels*. 2004. pp. 6 à 29.

CHARREAUX, Gérard. Chapitre 2. Le diagnostic de la rentabilité. *Finance d'entreprise*. 2014, pp. 37 à 50.

DE LAROSIERE, Jacques. *The high-level group on financial supervision in the EU*. 25 février 2009. p.24.

COUSIN, Areski. Commentaire sur l'article « La mesure du risque systémique après la crise financière ». *Revue Economique*. n°66. 2015. pp. 501 à 504

EDEY Malcom, HVIDING Ketil. Une évaluation de la réforme financière dans les pays de l'OCDE. *Revue économique de l'OCDE*. n°25. 1995. p. 6.

JEGOUREL, Yves. Les produits dérivés et leurs marchés. *Les produits financiers dérivés*. 2010. pp. 7 à 38.

MONARCHA, Guillaume, TEILETCHE, Jérôme. Les hedge funds et la stabilité des marchés financiers. *Les hedge funds*. 2013. pp. 96 à 116.

Articles de revue

ABOURA, Sofiane. L'analyse de la performance des fonds obligataires français. *La revue des sciences de gestions*. 2005/6 n°216, pp. 111 – 121

DANIEL, Laurent. Les taux d'intérêt : origines et vecteurs de la crise. *Marché et organisation*. n° 19. 2013. pp. 165 à 188.

CARTAPANIS André, TEILETCHE Jérôme. Les hedge funds et la crise financière internationale. *Revue d'économie financière*. 2008. pp. 1 à 10.

LEROY Aurélien, LUCOTTE Yannick. Architecture des systèmes financiers et performances macroéconomiques. *Revue d'économie financière*. 2016 n°123, pp. 297 à 316

PLIHON, Dominique. La crise des subprimes : une crise historique du capitalisme. *Idées économiques et sociales*. n° 174, pp. 6 à 11.

Thèse

FROMONT, Emmanuelle. *L'évaluation du risque et de la performance des Hedge Funds*. Thèse. Université de Rennes 1. 2006.

SITOGRAPHIE

Ouvrages en ligne

OCDE, Les conséquences des structures de placement alternatives pour le gouvernement d'entreprise. *Synthèse d'étude sur les sociétés de capital-investissement et les fonds d'arbitrages activistes*. 2007. P.25. Disponible sur : <www.oecd.org/fr>

OCDE, Levier financier du secteur bancaire. *National Accounts at a Glance 2014*. 2014. Disponible sur : <www.oecd-ilibrary.org>

Ministère de l'Économie des finances et de la relance. *Comment la crise-a-t-elle commencé*. 30 mai 2021. Disponible sur : <<https://www.economie.gouv.fr>>

PALIGOROVA, Teodora et STASKOW, Rhonda. L'utilisation des produits dérivés par les entreprises canadiennes. *Revue de la banque du Canada*. 2014 pp. 59-63. Disponible sur : <www.banqueducanada.ca>

Preqin. 2017 Preqin Global Hedge Fund Report. Disponible sur : <<https://docs.preqin.com/samples/2017>>

SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, *35th annual report for the Fiscal Year Ended 30th June*. Government Printing Office. 1969. Disponible sur : <www.sec.gov>

Article de périodique en ligne

AIT-KACIMI, Nessim. « Flash-crash » du 6 mai 2010 : le jour où le temps s'est arrêté à Wall Street. *Les Échos*. 28 janvier 2016. Disponible sur : <www.lesechos.fr>

BENOIT, Guillaume. Le marché européen des dérivés dépasse 660 000 milliards d'euros. *Les Échos*. 19 octobre 2018. Disponible sur : <www.lesechos.fr>

BIANCHI Frédéric. Les cryptomonnaies, un marché créé de toute pièce qui vaut déjà 20% de tout l'or du monde. *BFM Business*. 13 avril 2021. Disponible sur : <www.bfmtv.com>

EUDES, Yves. Internet, mensonges et krachs boursiers. *Le Monde*. 04 novembre 2008. Disponible sur : <www.lemonde.fr>

GAMBARDELLA, Antonio. Révolution technologique sur les marchés financiers. *Bilan*. 26 mai 2021. Disponible sur : <www.bilan.ch>

GATINOIS, Claire. Les profits insolents d'une poignée de *Hedge funds*. *Le Monde*. 5 février 2009. Disponible sur : <www.lemonde.fr>

GATINOIS, Claire. Les CDO, ces titres obscurs au cœur de la crise financière. *Le Monde*. 28 avril 2010. Disponible sur : <www.lemonde.fr>

GOUIFFES, Pierre-François. Les huit conséquences désastreuses de la crise de 2008 sur la France. *La Tribune*. 15 septembre 2014. Disponible sur : <www.latribune.fr>

HAMILTON, Dane. Jim Cramer draws fire over manipulation comments. *Reuteurs*. 20 mars 2007. Disponible sur : <www.reuters.com>

LEGUILLOUX, Claude. Voilà les 10 plus gros fonds spéculatifs au monde ! *Boursier.com*. 24 mai 2016. Disponible sur : <www.boursier.com>

Le Monde. Les zones d'ombre de l'affaire Madoff. *Le Monde*. 29 juin 2009. Disponible sur : <www.lemonde.fr>

LOOMIS, Carol. The Jones Nobody Keeps Up With. *Fortune*. Avril 1966. Disponible sur : <<https://fortune.com>>

RETEURS Staff. Le bitcoin a perdu près de 50% depuis son record d'Avril. *Reuteurs*. 23 mai 2021. Disponible sur : <www.reuters.com>

RETEURS Staff. Musk – Maintenant possible d'acheter une Tesla avec des Bitcoin. *Reuteurs*. 24 mars 2021. Disponible sur : <www.reuters.com>

REYNAUD Florian. Affaire GameStop : tout comprendre à la campagne spéculative qui secoue les marchés et Internet. *Le monde*. 28 janvier 2021. Disponible sur : <www.lemonde.fr>

TOUZANI, Samir. Paypal lance son service de paiement en Bitcoin. *Les Échos*. 30 mars 2021. Disponible sur : <www.lesechos.fr>

VASLIN, Jacques-Marie. 1992 : Georges Soros fait sauter la Banque d'Angleterre. *Le Monde*. 17 septembre 2012. Disponible sur : <<https://www.lemonde.fr>>

VIEBIG, Jan. Les hedge funds peuvent être moins risqués que les fonds actions. *LETEMPS*. 4 septembre 2016. Disponible sur : <www.letemps.ch>

VILROBE Juliette. Bitcoin : est-ce vraiment le moment d'investir ? *Les Échos*. 17 février 2021. Disponible sur : <<https://start.lesechos.fr>>

Sites web

ABC Bourse. Disponible sur : <abcbourse.com> (consulté le 15 mai 2021)

AMF. *S'informer sur le régime issu de la directive AIFM*. Disponible sur : <www.amf-france.org> (Consulté le 2 juin 2021)

AMF. *Liste non exhaustive des textes de références*. Disponible sur : <www.amf-france.org>
(Consulté le 2 juin 2021)

Mataf. *Faillite du fonds LTCM, l'effondrement d'un hedge fund*. Disponible sur :
<www.mataf.net> (consulté le 2 juin 2021)

Ministère de l'Économie des Finances et de la Relance. *Crypto-monnaies, crypto-actifs... Comment s'y retrouver ?* Disponibles sur : <www.economie.gouv.fr> (Consulté le 4 juin 2021)

TradingView. Cours de l'indice S&P 500 de 2000 à 2003. Disponible sur :
<<https://www.tradingview.com/x/NV6iu4oq/>>

TradingView. Cours de l'indice S&P 500 de 2003 à 2007 : Disponible sur :
<<https://www.tradingview.com/x/e4QwAAb8/>>

WallStreetBets. Disponible sur : <www.reddit.com> (Consulté le 8 juin 2021)

TABLE DES FIGURES

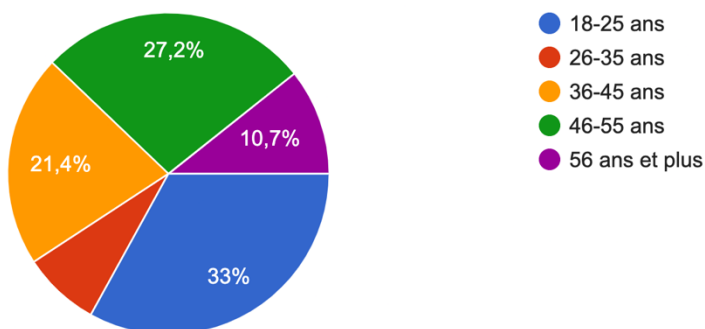
FIGURE 1 : PERFORMANCE OF HEDGE FUND INDEX VS. S&P 500	12
FIGURE 3 : NOMBRE DE <i>HEDGE FUNDS</i> (HORS <i>FUNDS OF FUNDS</i>) EN ACTIVITE ET MONTANT DES ACTIFS GERES. <i>HEDGE FUNDS</i> <i>RESEARCH</i>	28

TABLES DES ANNEXES

ANNEXE 1 : ÉTUDE EMPIRIQUE DE L'OPINION PUBLIQUE A L'EGARD DE LA SPHERE FINANCIERE

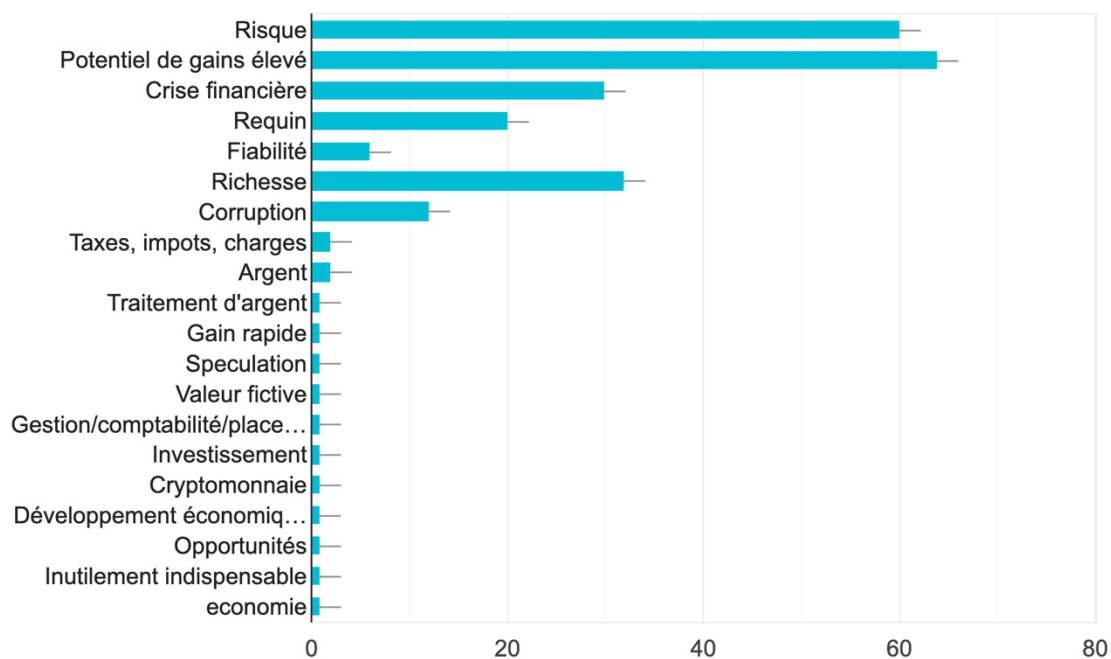
Quel âge avez-vous ?

103 réponses



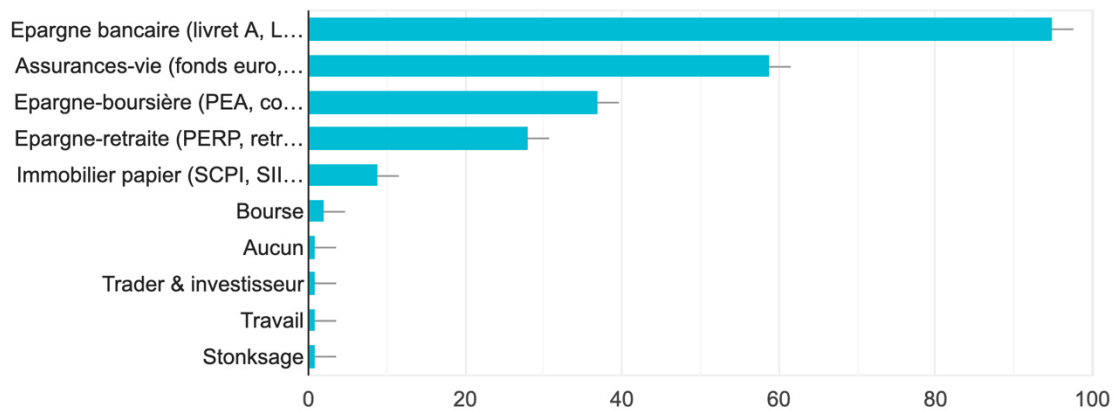
Quel(s) terme(s) associeriez-vous à la Finance ?

103 réponses



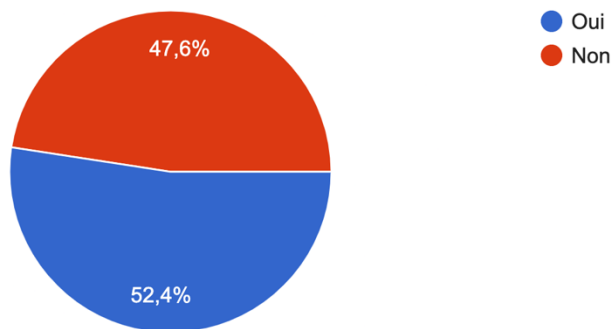
Avez-vous déjà eu recours à des solutions de placement ? (facultatif)

102 réponses



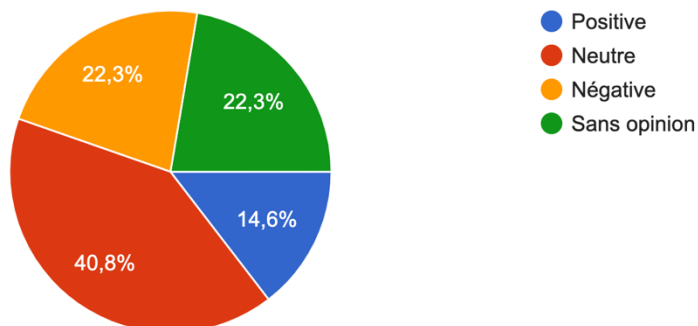
Savez-vous ce qu'est un fonds spéculatif (hedge fund) ?

103 réponses



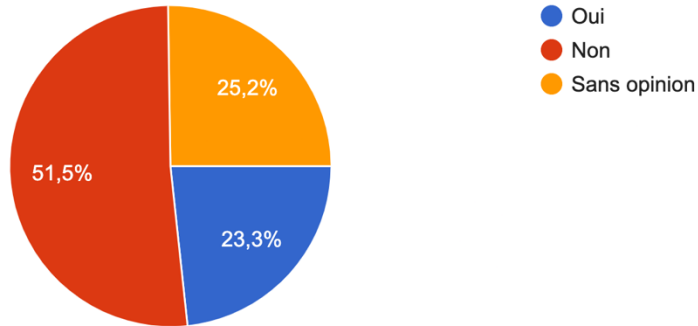
En avez-vous une image plutôt positive ou négative ?

103 réponses



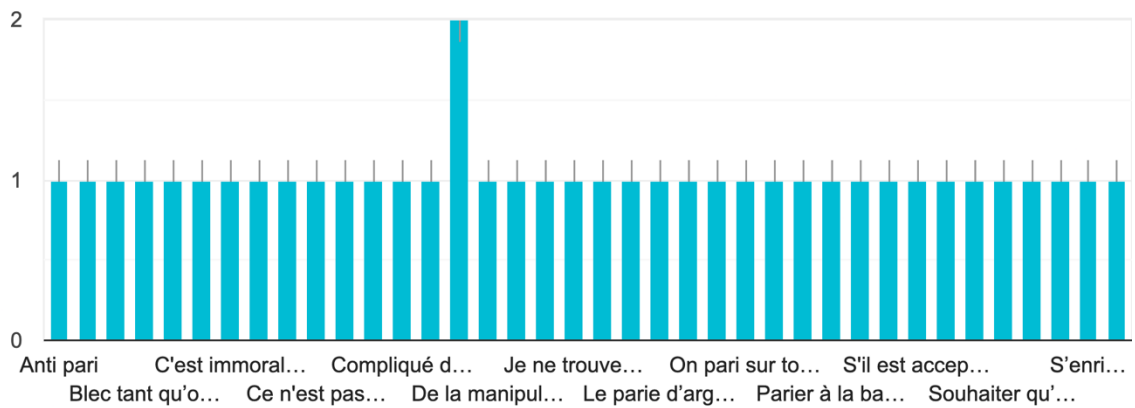
La vente à découvert consiste à parier sur la baisse du cours d'un titre (ex. : une entreprise) afin d'en retirer une plus-value ? Cette pratique vous semble-t-elle éthique / morale ?

103 réponses



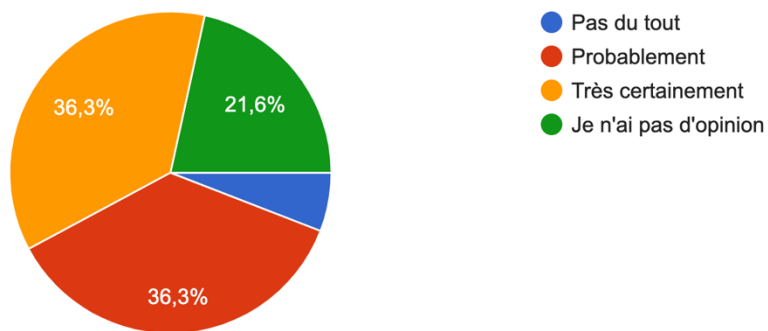
Pouvez-vous justifier votre réponse ?

39 réponses



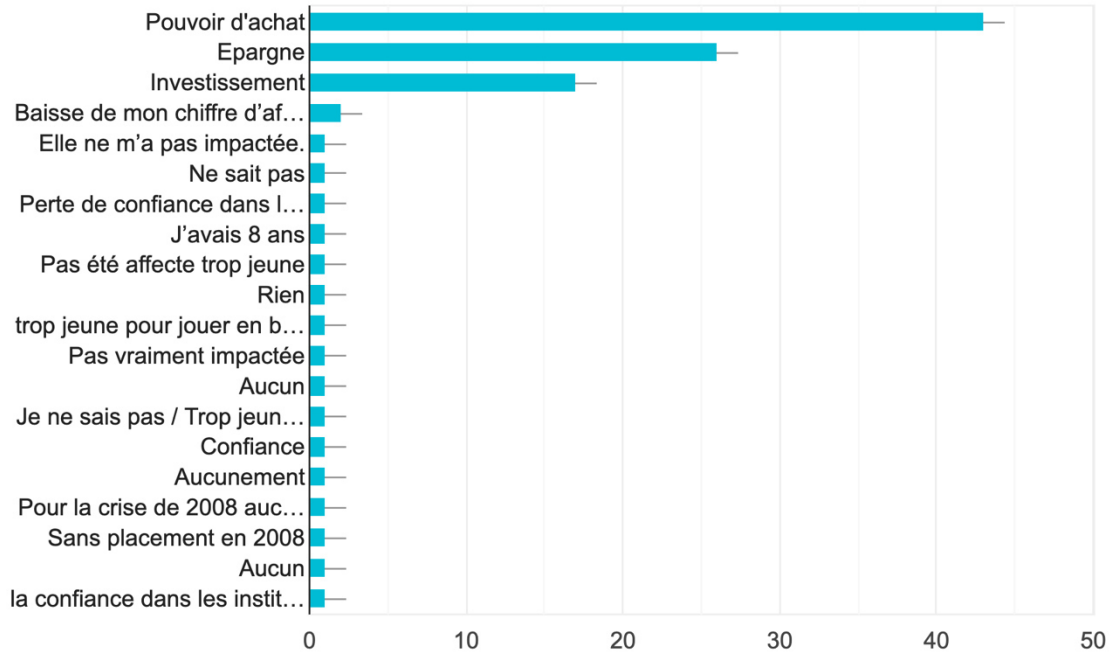
Pensez-vous que la spéculation soit responsable de la crise de 2008 ?

102 réponses



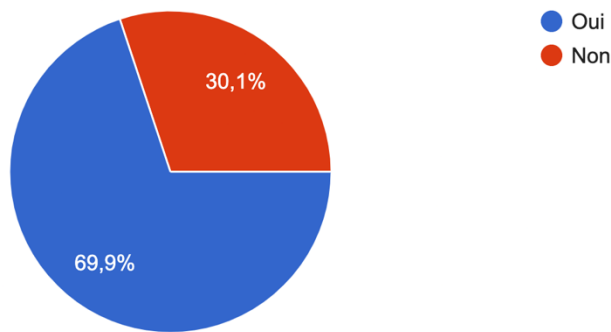
Quelle(s) dimension(s) de votre quotidien a(ont) été impactée(s) négativement par cette crise ?

87 réponses

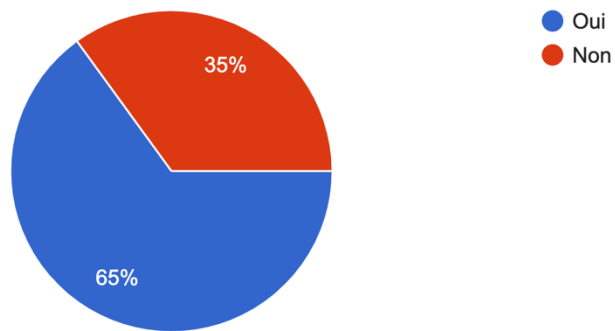


Avez-vous déjà entendu parlé de l'affaire Madoff ?

103 réponses



Si oui, a-t-elle contribué à une opinion négative de la Finance ?
80 réponses



TABLES DES MATIERES

DECLARATION ANTI-PLAGIAT	4
REMERCIEMENTS.....	7
SOMMAIRE.....	6
AVANT-PROPOS.....	7
INTRODUCTION	8
PARTIE 1 - DEFINITION, FONCTIONNEMENT ET ROLES DES HEDGE FUNDS.....	9
I. Définition	10
A. Performance relative et performance absolue.....	10
B. Localisation des hedge funds.....	13
II. Typologie des outils et méthodes employés par les hedge funds	13
A. La vente à découvert.....	13
B. L'effet de levier :	14
C. Les produits dérivés	16
III. Les différentes stratégies d'investissement des hedge funds	19
A. Les stratégies dites « non-directionnelles ».....	19
B. Les stratégies dites « directionnelles »	21
IV. Conclusion partielle	23
PARTIE 2 - LA MONTEE EN PUISSANCE DES HEDGE FUNDS	24
I. Historique et développement des <i>hedge funds</i>	25
A. La naissance des hedge funds : de 1949 à 1969	25
B. Une période de remise en question : de 1970 à 1999	25
C. Une ascension fulgurante : de 2000 à 2007	26
D. Naissance d'une controverse : de 2008 à nos jours.....	27
II. Un lien entre les <i>hedge funds</i> et le risque systémique	29
A. Le risque systémique	29
B. Les hedge funds sont-ils source de risque systémique ?	32
III. La réglementation pour canaliser les hedge funds	36
IV. Conclusion partielle	38
PARTIE 3 - LE COMPORTEMENT DES MENAGES EN REACTION A CET ESSOR.	39
I. Opinion publique	40
A. Revue de presse.....	40
B. Étude empirique sur l'opinion publique à l'égard de la sphère financière.....	41
II. Développement des courtiers en ligne et de la finance décentralisée	44
A. Le développement des brokers, courtiers en ligne.....	44
B. L'émergence des crypto-monnaies.....	44
III. Les particuliers modifient leurs comportements en conséquence de l'essor des hedge funds	45
A. Une révision des méthodes de placement et d'investissement	46
B. Des actions directes contre les hedge funds.....	46
CONCLUSION	48
BIBLIOGRAPHIE	50
SITOGRAFIE.....	51
TABLE DES FIGURES	54
SIGLES ET ABBREVIATIONS UTILISES	ERREUR ! SIGNET NON DEFINI.
GLOSSAIRE	ERREUR ! SIGNET NON DEFINI.
TABLES DES ANNEXES	55
TABLES DES MATIERES.....	60