

HEDGE FUNDS : LA FIN DU LAISSEZ-FAIRE

Michel Aglietta et Sandra Rigot

Presses de Sciences Po | *Revue économique*

**2009/3 - Vol. 60
pages 693 à 702**

ISSN 0035-2764

Article disponible en ligne à l'adresse:

<http://www.cairn.info/revue-economique-2009-3-page-693.htm>

Pour citer cet article :

Aglietta Michel et Rigot Sandra, « Hedge funds : la fin du laissez-faire »,
Revue économique, 2009/3 Vol. 60, p. 693-702. DOI : 10.3917/reco.603.0693

Distribution électronique Cairn.info pour Presses de Sciences Po.

© Presses de Sciences Po. Tous droits réservés pour tous pays.

La reproduction ou représentation de cet article, notamment par photocopie, n'est autorisée que dans les limites des conditions générales d'utilisation du site ou, le cas échéant, des conditions générales de la licence souscrite par votre établissement. Toute autre reproduction ou représentation, en tout ou partie, sous quelque forme et de quelque manière que ce soit, est interdite sauf accord préalable et écrit de l'éditeur, en dehors des cas prévus par la législation en vigueur en France. Il est précisé que son stockage dans une base de données est également interdit.

Hedge funds : la fin du laissez-faire

Michel Aglietta*
Sandra Rigot**

Les performances des hedge funds se sont effondrées lorsque la crise financière s'est aggravée. En effet, les hedge funds font partie du système des banques de marché qui sont au cœur de la crise. Ils en ont toutes les faiblesses : levier d'endettement excessif, opacité de leurs opérations, illusion de performances sans risque, incitations perverses. La régulation des hedge funds est nécessaire et doit s'inscrire dans la réforme de la finance de marché. À partir d'une analyse critique des propositions des organismes nationaux et internationaux des autorités de régulation et des organisations professionnelles, on peut dégager deux grands principes de réformes réglementaires relatifs au levier excessif des hedge funds et à la discipline de marché dans le but de baisser les asymétries d'informations et de mettre un terme aux incitations perverses relatives aux contrats de rémunérations dont bénéficient les gérants de hedge funds.

HEDGE FUNDS: THE END OF LAISSEZ-FAIRE

Hedge fund performance has collapsed while the financial crisis has been worsening. Indeed, hedge funds are part of the shadow banking system that is at the heart of the crisis. They embody all the weaknesses that have engineered the mess: excess leverage, opaque activities, illusory alpha, perverse incentives. Hedge fund regulation is long overdue. But it must be part of a comprehensive overhaul of market finance. Overseeing the recommendations of professional organisations, regulatory authorities and international institutions against our risk analysis, we emphasize two principles of future regulatory reforms: reinforcing indirect regulation to limit excessive leverage of hedge funds and enhancing market discipline in order to reduce information asymmetries and discard perverse incentives relative to the fees structure of hedge funds managers.

Classification JEL : G23

INTRODUCTION

L'industrie des *hedge funds* a réussi à convaincre les investisseurs, les régulateurs et les économistes d'un mythe. Ces gestionnaires de génie auraient trouvé la pierre philosophale. Ils seraient capables de faire systématiquement des profits

* EconomiX, Université Paris X-Nanterre et CEPII. *Correspondance* : CEPII, 9 rue Georges-Pitard, 75015 Paris. *Courriel* : michel.aglietta@cepii.fr

** EconomiX, Université Paris Ouest-Nanterre-La Défense, 200 avenue de la République, 92001 Nanterre Cedex. *Courriel* : sandrarigot@club-internet.fr

exceptionnels sans prendre plus de risque que les fonds communs de placement qui se contentent de faire des profits « normaux ». Ils seraient même insubmersibles à la plus grave crise financière depuis quatre-vingts ans. Notre article consiste à réfuter ce mythe, à montrer qu'il est grand temps que les *hedge funds* rendent leurs activités plus transparentes aux investisseurs et aux régulateurs. Nous déduisons de notre analyse ce que pourraient être les grandes lignes d'une régulation appropriée à cette profession.

LES HEDGE FUNDS DANS LA CRISE

Une mesure de l'impact de la crise financière sur l'industrie des *hedge funds*, encore très loin d'avoir épuisé ses effets, est présentée sur le tableau 1.

Tableau 1. Performance des indices de *hedge funds*

(en %)

Stratégies	Rendement moyen 2008		Volatilité 2008	
	Janvier-août	Janvier-octobre	Janvier-août	Janvier-octobre
<i>Convertible arbitrage</i>	- 9,46	- 48,78	6,48	15;28
<i>Relative value arbitrage</i>	- 10,48	- 28,66	5,59	10,10
<i>Equity market neutral</i>	0,34	0,96	6,28	6,09
<i>Equity hedge</i>	- 5,49	- 22,28	7,21	11,10
<i>Distressed securities</i>	- 4,96	- 13,81	2,80	4,30
<i>Event driven</i>	- 5,77	- 19,64	5,67	9,31
<i>Macro</i>	3,47	1,91	9,96	9,92
<i>Global index</i>	- 5,05	- 19,03	4,58	7,17

Source : HFR index base, calcul Sabrina Khanniche, Groupama-Asset Management.

On remarque que toutes les stratégies d'arbitrage sur lesquelles les *hedge funds* ont établi leur réputation parce qu'elles sont censées être indépendantes des avatars des marchés sont les plus lourdement touchées. L'accélération de la crise en septembre et en octobre provoque un véritable effondrement des performances. La stratégie *convertible arbitrage* qui traite les crédits structurés est, bien sûr, la plus touchée. Les rendements s'y effondrent complètement. Seule la stratégie *equity market neutral* est protectrice. Mais il s'agit d'une stratégie qui ne dégage jamais de rendement exceptionnel et que n'importe quel fonds commun de placement peut proposer à ses clients avec des commissions bien moindres. Quant aux stratégies *macro*, elles vont être lourdement affectées au cours de 2009 avec la transmission de la crise à l'économie.

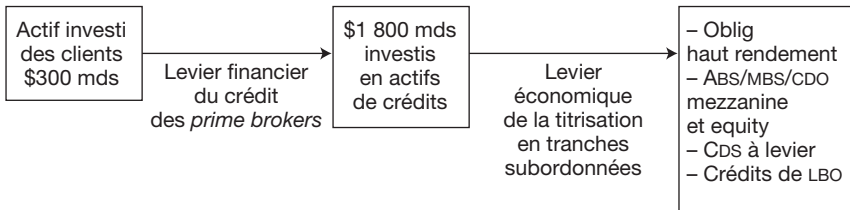
Aussi désastreux que soit le panorama présenté dans le tableau 1, il est très loin de représenter la réalité. Car les performances des *hedge funds* rassemblées dans les indices sont très surévaluées, parce qu'elles sont affectées de biais, tous dans un sens flatteur. Performances gonflées et risques cachés résultent de l'opacité dans laquelle cette profession opère avec l'indulgence des régulateurs. *Le biais de divulgation volontaire* résulte de la licence laissée aux *hedge funds*

de fournir de l'information. Seuls ceux qui ont de bonnes performances et qui ont besoin d'attirer des capitaux communiquent et se trouvent dans les indices. *Le biais de sélection* découle de la petite part de l'univers des *hedge funds* qui est couverte par les bases de données. *Le biais du survivant*, le plus important, résulte du retrait des bases de données des *hedge funds* qui ont cessé de donner de l'information, notamment parce qu'ils ont disparu.

Pourquoi les *hedge funds* sont-ils vulnérables au risque systémique ?

Les performances élevées que les *hedge funds* affichent en période faste sont principalement dues au levier d'endettement qui leur permet d'acquérir des liquidités à bon marché. Ces performances les enrichissent grâce aux commissions excessives qu'ils prélèvent sur les investisseurs. Il faut comprendre que les *hedge funds* s'apparentent à des banques de marché qui acquièrent des actifs plus ou moins liquides en empruntant à court terme sur les marchés de gros de la liquidité contre leurs actifs mis en collatéral. Il en résulte que leurs profits et leurs pertes sont amplifiées par le levier d'endettement. Ce levier se cumule parce que les opérations d'arbitrage des *hedge funds* les conduisent à opérer sur des produits dérivés à caractère optionnel qui incorporent des leviers très élevés. Les profils de risque de ces opérations sont atypiques : risques rares et extrêmes. Tant que le risque ne s'est pas réalisé, les *hedge funds* peuvent faire croire qu'ils sont capables de faire de hauts rendements sans risque. Ce fut le cas de l'implication des *hedge funds* dans le crédit structuré (fig. 1).

Figure 1. Le cumul des leviers dans le crédit titrisé



Le levier de financement des *hedge funds* les connecte au réseau du système bancaire parallèle (*shadow banking system*) qui a été le vecteur de la crise financière. Leur dépendance réciproque avec les banques d'investissement est une complète endogamie. Ainsi la banque Bear Stearns a-t-elle été coulée par l'un des *hedge funds* qu'elle sponsorisait, Carlyle Capital. Celui-ci avait massivement investi dans les MBS (*mortgage-backed securities*) avec un levier de 30 et a été en défaut sur \$ 22 mds par incapacité de faire face aux appels de marge sur ses lignes de crédit lorsque la valeur de ce collatéral s'est effondrée.

Le *deleveraging* généralisé, qui est la dynamique dominante de la crise financière, est particulièrement meurtrier pour les *hedge funds*. En effet, ceux-ci sont pris en tenaille entre les appels de marge de leurs *prime brokers* et les retraits des participations des investisseurs. Il est estimé que 15 à 25 % des actifs détenus pas

les *hedge funds* devront être vendus en 2009 pour faire face aux retraits. C'est pourquoi, n'ayant pas de capital et aucun coussin de sécurité en liquidités, de nombreux *hedge funds* vont disparaître.

Grâce à la diversification de leurs stratégies, certains ont tenu plus longtemps au cours de la destruction du *shadow banking system*. Les véhicules spéciaux inventés par les banques d'investissement pour acheminer les crédits structurés de type *subprime* ont été balayés en premier. Les banques d'investissement de Wall Street ont suivi, entraînant la panique dans les *money market funds*. Puis ce fut le tour des *hedge funds* à levier élevé, c'est-à-dire ceux qui font de l'arbitrage et qui donc ne peuvent faire de la performance que par le levier. Le tableau 1 a montré l'effondrement des rendements dans les stratégies *convertible* et *relative value arbitrage* qui consistent à acheter de obligations convertibles ou des contrats de matières premières et à vendre des actions à découvert. Ce processus a aggravé la baisse des actions des banques. Il a conduit à une destruction de leur capital au moment où leurs pertes gigantesques dans le crédit structuré appelaient une reconstitution de capital. Les gouvernements ont dû interdire la vente à découvert pour arrêter le jeu de massacre. L'effet boomerang sur les *hedge funds* les a forcés à déboucler leurs positions en catastrophe, donc à vendre les obligations et les contrats à terme sur matières premières. Cela a entraîné de lourdes pertes pour les *hedge funds* et a propagé la crise d'un marché à l'autre.

L'industrie des *hedge funds* devra se restructurer

Les stratégies risquées ont été possibles parce que le risque a été rejeté sur les investisseurs par l'étonnante structure convexe des commissions. En effet, le manager de *hedge funds* prélève pour son compte 2 % des actifs en tant que commission de gestion, plus 20 % des profits sans supporter les pertes. Comme les gérants de *hedge funds* choisissent des stratégies à risque rare, ils ont généralement le temps d'amasser des profits considérables avant que l'événement catastrophique ne se produise et détruise l'investissement des apporteurs de capitaux. Le manager n'a plus qu'à fermer et à disparaître pour créer un nouveau *hedge fund* sous un autre nom.

Voilà donc une industrie financière qui a prospéré sur un cocktail composé de profils de risque atypiques faisant croire qu'elle obtient des performances sans risques, d'énormes leviers qui dopent les rendements et des incitations perverses, fondées sur des commissions totalement asymétriques, qui ont été acceptées par les investisseurs tant que tout allait bien. Une telle excoissance de la finance de marché n'était tolérable qu'à l'époque de la « *go-go finance* », aiguillonnée par des coûts extrêmement bas du financement. Le changement complet des conditions de financement pendant et après la crise va provoquer un aggiornamento radical de l'industrie des *hedge funds*.

L'implosion de nombreux *hedge funds* dans la crise financière révèle le problème d'une industrie qui est un prolongement des banques d'investissement et qui exploite la crédulité des investisseurs. D'un côté, les *hedge funds* sont totalement interconnectés au marché de gros de la liquidité, sont donc très vulnérables au risque de liquidité et contribuent à le propager en situation de stress. D'un autre côté, ils sont au cœur d'un énorme problème de sélection adverse (*lemon problem*). Il est très difficile aux investisseurs de distinguer un bon manager

d'un mauvais et encore plus de contrôler le risque pris par les managers de *hedge funds*. De tels marchés, où la qualité n'est pas labellisée, doivent être normalisés ou doivent disparaître. Plus que la seule industrie des *hedge funds*, c'est la totalité de l'excroissance qu'est devenu le système des banques parallèles de marché, au premier chef les banques d'investissement, qui est en question. C'est pourquoi nous allons définir les principes de la nécessaire régulation des *hedge funds* à deux niveaux : le levier qui implique de prendre en considération la relation des *hedge funds* avec leurs *prime brokers* d'une part, les asymétries d'information et les incitations perverses qui impliquent de prendre en considération leurs relations avec les investisseurs d'autre part.

LES PRINCIPES D'UNE NOUVELLE RÉGULATION DES *HEDGE FUNDS*

Vers la fin du consensus sur la non-réglementation des *hedge funds*

Jusqu'à présent, les régulateurs étaient plus ou moins unanimes pour reconnaître les apports des *hedge funds* aux marchés financiers et à l'économie en général dans la mesure où ils prétendaient améliorer l'efficacité des marchés financiers, leur fournir de la liquidité et participer à l'innovation financière (Danielsson *et al.* [2006]). On oubliait que les *hedge funds* prélèvent beaucoup de liquidité dans les marchés par leur endettement à court terme. En conséquence, les régulateurs considéraient qu'une réglementation directe n'était pas adaptée à ce type de fonds, voire était contre-productive et qu'une réglementation allégée, en réalité inexistante, suffisait.

Le consensus s'est donc porté, d'une part, sur une réglementation indirecte (*via* leurs contreparties que sont les *prime brokers* – départements de banques d'investissement – et *via* les opérations sur les marchés réglementés des actions/obligations) et, d'autre part, sur la discipline de marché sous l'angle de divulgation d'information et de mécanismes d'incitations entre les différentes parties prenantes (FSF [2007]). Sa justification repose sur deux hypothèses contestables : les principales contreparties des *hedge funds* sont régulées et supervisées et elles ont des incitations suffisantes à respecter la réglementation (*vis-à-vis* des régulateurs). La crise financière qui fait rage depuis juillet 2007 est en train de faire voler en éclats ce consensus. Ainsi cette forme de régulation allégée qui a permis aux *hedge funds* de bénéficier jusqu'alors d'une liberté totale d'investissement et d'agir dans une certaine opacité, semble révolue.

Cette crise a confirmé notre hypothèse de sous-évaluation des risques des *hedge funds*, ainsi que leur rôle dans la transmission du risque systémique. Elle a mis en exergue les failles de ces deux volets réglementaires, les conditions de leur mise en œuvre effective n'étant pas réunies. Aussi à partir d'une analyse critique des recommandations des organisations professionnelles, des autorités de régulation, des organismes nationaux et internationaux et d'interviews de *hedge funds* dans les principales places financières, on peut dégager deux grands principes de réformes réglementaires relatifs au levier excessif des *hedge funds*

et à la discipline de marché dans le but de baisser les asymétries d'informations et de mettre un terme aux contrats de rémunérations asymétriques dont bénéficient les gérants de *hedge funds*.

La limitation du levier d'endettement excessif des *hedge funds*

Outre le cadre réglementaire allégé et la diversité de stratégies, le levier d'endettement élevé est une autre caractéristique structurelle des *hedge funds*. Ces derniers font usage d'un double levier : un levier financier (vente à découvert, le crédit contre-collatéral et un usage intensif des dérivés de crédit) fourni par les *prime brokers* et un levier économique *via* le crédit structuré (les tranches subordonnées). Par ce cumul, les *hedge funds* ont contribué à l'excès de levier dont on a vu préalablement qu'il était un facteur amplificateur de risque systémique. La nécessité de maîtriser la capacité de levier des *hedge funds* réside dans un difficile arbitrage entre, d'une part, le renforcement de la régulation indirecte par les banques et, d'autre part, la mise en œuvre effective d'une régulation directe des *hedge funds* en qualité de banques parallèles (*shadow banks*).

La première option consiste à renforcer le premier volet du cadre réglementaire qui passe par la régulation indirecte des *hedge funds* par les banques d'investissement. Le but est de faire davantage pression sur ces banques vis-à-vis des *hedge funds*. La situation est devenue favorable à cet égard. D'une part, les banques d'investissement ont disparu en tant qu'entités autonomes. Elles sont incluses dans le giron de banques commerciales universelles. D'autre part, les plans de sauvetage et de restructuration imposés aux banques par les États comprennent l'exigence de provisions en capital plus élevées qu'auparavant et l'assimilation des positions hors bilan des actifs aux bilans. Les lignes de crédit des *prime brokers* aux *hedge funds*, porteuses de risque de contrepartie, devront être prises en compte dans la détermination du capital réglementaire des banques.

La seconde option relative à une régulation directe des *hedge funds* concernerait les gros *hedge funds* à incidences systémiques. En effet, ces derniers ont une structure financière de type bancaire caractérisée par un actif illiquide et de long terme et un passif de court terme présumé liquide, à laquelle il faut ajouter l'utilisation d'un fort levier d'endettement ; ce qui en fait des banques de marché parallèles (*shadow banks*). C'est pourquoi ces pseudo-banques devraient être soumises à la surveillance et à la réglementation à l'instar des banques commerciales. Cette régulation directe ne devrait concerner que les fonds trop interconnectés pour faire faillite, comme cela fut le cas du sauvetage de LTCM en 1998.

Une discipline de marché efficace : baisser les asymétries d'information

Les risques liés à l'opacité des stratégies et à l'absence de divulgation représentent des risques cachés. Ils impliquent une régulation qui vise à améliorer la transparence et à imposer des divulgations d'information à la fois aux investisseurs, aux *prime brokers* et aux superviseurs. La principale faiblesse des divulgations concerne leur caractère volontaire. Les *hedge funds* n'ont en effet aucune obligation légale à divulguer des informations, que ce soient aux investisseurs

ou aux autorités de régulation. Le caractère contraignant de ces divulgations est crucial dans la mesure où celles-ci permettraient à chacun de jouer son rôle en matière de gestion des risques en facilitant le monitoring des *hedge funds* individuels. Une transparence effective est une condition préalable à une discipline de marché efficace et à toute supervision.

Cette amélioration de la transparence passe par des divulgations d'informations privées et obligatoires des *hedge funds* aux autorités de régulation (des positions agrégées sur les marchés illiquides et les informations produites par leurs systèmes de gestion de risque) ; des divulgations d'informations privées et obligatoires des *hedge funds* aux *prime brokers* (des indicateurs quantitatifs/qualitatifs de la valeur liquidative d'un *hedge fund*, leurs expositions au risque et leur liquidité), mais aussi des divulgations d'informations privées et obligatoires des *prime brokers* aux autorités de régulation (des expositions *hedge fund* par *hedge fund* puis de toute leur clientèle en fonction des différentes catégories de risques, ou encore des positions agrégées sur les marchés clés).

L'utilisation de stress tests agrégés à partir de la collecte de ces informations, effectués par les superviseurs bancaires, permettrait de mieux appréhender le risque de liquidité de marché, véritable talon d'Achille dans la crise financière. L'intérêt de macro stress tests réside dans le fait qu'ils vont pouvoir faire apparaître l'interaction entre le risque de liquidité et le risque de contrepartie, ce qui n'est pas le cas à l'heure actuelle. En effet, si la SEC a la responsabilité de surveiller les services de *prime brokerage*, il ne s'agit en aucun cas d'une surveillance agrégée. De la même manière, la mise en place d'une base de données publique sur les *hedge funds* (commissions et profils de risque) permettrait d'éviter les biais de performance relatifs aux *hedge funds* et aiderait particulièrement les banques centrales dans leur prévention des risques de liquidité. Enfin, la mise en œuvre d'un *international register credit* (ICR) aurait pour but de traquer toutes les expositions agrégées des contreparties aux *hedge funds* individuels (FSF, G 8 [2007]) étant donné le levier important des *hedge funds*, leurs opérations hors bilan et le manque de données à ce sujet.

S'agissant de la relation *hedge funds*/investisseurs, il faudra s'intéresser plus particulièrement aux investisseurs institutionnels qui sont devenus les principaux clients de cette industrie depuis 2007 impliquant une part de plus en plus importante d'épargne publique. Leur rôle à jouer dans cette promotion de la transparence et de l'amélioration de la discipline de marché est incontestable.

En effet, il existe une relation principal-agent¹ entre les investisseurs institutionnels et les gérants de *hedge funds* due aux asymétries d'informations qui minent la capacité des investisseurs même qualifiés à entreprendre les *due diligence*, étant donné les stratégies très complexes et les structures opaques des *hedge funds*. Toute erreur dans le monitoring des *hedge funds* individuels peut conduire à des erreurs d'allocation. À l'heure actuelle, le seul contrôle possible est celui effectué en amont au moment du choix du manager. Ce processus est cher et prend du temps. De plus, il faut compter sur les consultants avec une industrie de *consulting* qui est souvent en cheville avec les *hedge funds industry*.

1. La relation d'agence se définit traditionnellement comme une relation caractérisée par une asymétrie d'information entre deux protagonistes : le principal et l'agent. Selon que le principal en général ignore une caractéristique de l'agent ou son comportement, la relation d'agence est définie par une relation de sélection adverse (*adverse selection*) ou de risque moral (*moral hazard*). Toutes ces relations contractuelles impliquent des situations de conflits d'intérêts potentiels.

Pour ces derniers, l'idée est de rétablir la relation principal-agent afin que ces investisseurs puissent être en mesure d'effectuer une évaluation autonome des risques qu'ils prennent lorsqu'ils décident d'investir dans les *hedge funds*.

Ces investisseurs ont acquis une capacité d'influence dans la promotion de la transparence des *hedge funds*, étant donné l'institutionnalisation du capital des *hedge funds*. En raison de la manne financière qu'ils représentent pour cette industrie, ils peuvent faire pression sur les gérants de *hedge funds*. L'amélioration de la transparence passe donc par une exigence plus forte d'information nécessaire afin d'élaborer des estimations contradictoires des risques sur les produits financiers complexes, mais aussi par un effort des investisseurs pour se doter d'une expertise interne de contrôle des risques. Enfin, les pertes subies dans la crise et les conditions dans lesquelles elles l'ont été, notamment le blocage par les gérants de *hedge funds* du rachat de parts aux investisseurs, devraient susciter l'intérêt chez ces derniers de se constituer en lobby pour contrer l'influence prépondérante des banques d'investissement. Il est donc, dans leur intérêt, de jouer un rôle important dans la discipline de marché.

Jusqu'à présent, ils n'ont pas vraiment joué ce rôle. On peut présumer et souhaiter que cela change. C'est en tout cas ce que pensent un certain nombre de ces organismes. Ils devraient être les principaux bénéficiaires de la régulation.

Une discipline de marché efficace : changer la structure des incitations via les rémunérations des gérants de *hedge funds*

L'exercice d'une discipline de marché effective suppose des conditions comme le renforcement des contraintes en matière de divulgations d'information, mais également en matière d'incitations pour véritablement épauler le régulateur (Scialom [2005]). De même que les conditions liées aux divulgations d'informations ont été quasi inexistantes, celles relatives aux incitations ne sont pas actuellement réunies.

Dans le cas des *hedge funds*, le changement majeur de la structure des incitations passe essentiellement par la réforme des contrats de rémunération de gérants de cette industrie. Les commissions des gérants de *hedge funds* qui ont une double nature (*management fees* et *performance fees*) ont la particularité d'être asymétriques. Ces dernières sont positives en cas de gain, mais nulles en cas de pertes. Une telle asymétrie dans les rémunérations des gérants constitue une incitation à la prise de risque excessive qui ne va pas dans le sens des intérêts des investisseurs. Autrement dit, il n'y a aucun partage des risques entre le gérant et les investisseurs.

L'idée est de rechercher un contrat qui permette aux investisseurs institutionnels de redevenir les principaux. Une fois l'obstacle du choix du partenaire dépassé, l'investisseur à long terme qui traite avec un *hedge fund* de petite taille a la possibilité de conclure un contrat qui peut répondre au souci d'une discipline exercée par l'investisseur. Il faudrait ainsi se tourner vers des contrats de « co-investissement » entre *hedge funds* et investisseurs, où les gains et les pertes seraient partagés par les intermédiaires de la chaîne d'investissement. De tels contrats peuvent réduire significativement les conflits d'intérêts en réduisant

les asymétries d'information dans le jugement sur les opportunités d'investissement. C'est une voie pour réduire les montants de commission qui drainent le profit à l'encontre de l'investisseur en remplaçant les commissions par un partage du profit. Ces contrats sont loin de la pratique actuelle. Seul un changement réglementaire serait en mesure de corriger cette pratique. Une autre voie est le principe bonus malus qui est commun dans le domaine de l'assurance. Il est d'autant plus justifié que les commissions de performance ne prennent pas en compte les risques des stratégies qui motivent les commissions. La révélation de ces risques par la crise financière va permettre aux investisseurs de renégocier ces commissions dans des conditions nouvelles.

CONCLUSION

Si les *hedge funds* ont joué un rôle actif dans la propagation du risque systémique dans la crise qui a éclaté en juillet 2007, ils en sont également devenus des victimes sous l'effet conjugué d'une forte baisse de leurs rendements, des retraits de capitaux des investisseurs et des appels de marges des *prime brokers*. Ils se retrouvent finalement dans la même tourmente financière que les banques d'investissement avec lesquelles ils entretenaient jusqu'alors une relation symbiotique. Un an après son début, la crise est devenue systémique. Le coût social élevé des plans de sauvetage pour rétablir la confiance et préserver la stabilité financière justifie plus que jamais une réforme de la régulation financière. Celle-ci doit englober tous les intermédiaires de marché, dont l'industrie des *hedge funds*. Le changement des règles et des incitations doit viser à la fois à contenir l'expansion excessive du crédit et à encourager l'avènement d'un nouveau mode de financement, où les investisseurs de long terme seraient les acteurs prépondérants. Ces acteurs à horizon long sont les seuls à être capables et à avoir intérêt à faire jouer les forces stabilisantes de retour vers la moyenne dans les marchés financiers. Ils peuvent être les vecteurs d'une nouvelle phase de la globalisation inversant les flux de capitaux au bénéfice des pays émergents où se trouvent les opportunités d'investissement à long terme.

RÉFÉRENCES BIBLIOGRAPHIQUES

- BLUNDELL-WIGNALL A., [2007], « *An overview of hedge funds and structured products: issues in leverage and risk* », OECD, avril.
- CHAN N., GETMANSKY M., HAAS S. M. et LO A.W. [2005], « Systemic Risk and Hedge Funds », *NBER Working Paper Series*, n° 11200, mars.
- DANIELSSON J., TAYLOR A. et ZIGRAND J.-P. [2006], « Highwaymen or heroes: should hedge funds be regulated? », *Journal of Financial Stability*, 1 (4), p. 522-545.
- EDESESS M. [2007], *The Big Investment Lie*, Berret-Koehler Publishers.
- FSF (Financial Stability Forum) [2008], « Report of the Financial Stability Forum on Enhancing Market and Institutional Resilience », avril.
- IMF (The International Monetary Fund Global Financial Stability report), GFSR [2007], *Financial Market Turbulence, causes consequences et policies*, octobre.

- KAMBHU J., SCHUERMAN T. et STIROH K. J. [2007], « Hedge fund, financial intermediation and systemic risk », Federal Reserve Bank of New York, *Economic Policy Review*, 13 (3), décembre, p. 1-18.
- MALKIEL B. et SAHA A. [2005], « Hedge Funds: Risk and Return », *Financial Analysts Journal*, 61 (6), CFA Institute.
- RASMUSSEN N. et VAN DEN BURG I. [2007], « European Socialist Party Report of the European Parliament », *Capital Funds: a Critical Analysis*, avril.
- US President's Working Group [2008], *Policy Statement on Financial Market development*, mars.