

# Les « *hedge funds* » arme de guerre économique ?

Dossier réalisé par : Alexandre Montgermont, Camille Moreau, Eloïse Morin  
Philippe Muhr, Clémence Neukirch, Guillaume Nichet  
Adrien Saint Olive, Gabriel Mondrian

## **SOMMAIRE**

### **I LES HEDGE FUNDS, UN TERME COMPLEXE**

- 1) Définition**
- 2) Caractéristiques des *hedge funds***

### **II DES STRATEGIES PEU COMMUNES ...**

- 1) Une masse de capitaux importants**
- 2) Un transparence très limitée**
- 3) Le mimétisme et le phénomène de contagion**

### **III ... AUX CONSEQUENCES DESTABILISANTES**

- 1) Histoire de l'effondrement de la livre sterling**
- 2) L'affaire LTCM**

## Introduction

Le terme anglais «*hedge funds*» traduit littéralement signifie fonds de couverture. Ces fonds de couverture sont apparus le 1<sup>er</sup> janvier 1949 lorsqu'un certain Alfred W. Jones ouvrit un fond en action structuré comme une société privée. Son objectif était d'apporter une souplesse et une marge de manœuvre maximale dans la constitution d'un portefeuille. Pour accroître la rentabilité tout en réduisant les risques d'exposition sur le marché, M. Jones prit des positions à la fois d'acheteur et de vendeur, et eut recours à l'effet de levier pour augmenter les performances des titres.

Actuellement, cet aspect des *hedge* est réducteur car il ne prend en compte qu'une infime partie des participants. En effet, le terme «*hedge funds*» a connu un glissement de sens, passant progressivement du statut de simple fonds de couverture à celui de fonds spéculatifs. Ils sont devenus semblables aux «*mutual funds*», ou fonds commun de placement. Les deux sont des outils de placement, mis en commun, qui reçoivent de l'argent pour l'investir généralement sur une base collective. Cependant, les *hedge funds* se singularisent quelque peu puisqu'ils ne sont pas obligatoirement enregistrés, en vertu des lois fédérales sur les valeurs mobilières.

Les *hedge funds* sont des partenariats d'investissements non réglementés, domiciliés en général dans les centres *off-shore* et qui, le plus souvent, engagent non seulement leurs fonds propres, mais aussi des capitaux empruntés à des banques. Le but principal n'étant pas d'effectuer des opérations de couverture (*hedge*), mais de pouvoir effectuer des opérations impossibles aux autres fonds, telles que des ventes à découvert, des opérations boursières à crédit ou le recours à une large échelle aux instruments dérivés.

Les *hedge funds* servent donc avant tout à s'enrichir, mais ils peuvent toutefois constituer des armes de guerre économique. Reste à savoir comment.

Les *hedge funds* sont difficiles à définir. Ils sont des opérateurs financiers utilisant des stratégies peu communes pouvant avoir des conséquences déstabilisatrices tant pour certains marchés ciblés que pour des entreprises.

## I LES HEDGE FUNDS, UN TERME COMPLEXE

### 1) Définition

Le concept de *hedge fund* étant difficile à appréhender, deux méthodes seront utilisées : une **méthode analytique** consistant à partir de la critique des données existantes à formuler une définition de ces fonds, et une **méthode comparative** qui mettra l'accent sur les différences et les points communs entre ces nouveaux véhicules de gestion et les autres fonds de placements, tels que les « *pension funds* » ou les « *mutual funds* ».

#### A - La méthode analytique

##### Les racines :

Comme nous l'avons précisé en introduction, le terme anglais «*hedge funds* », traduit mot à mot, signifie fonds de couverture. Etymologiquement, cette expression désignait des investisseurs qui souhaitaient, par l'intermédiaire d'un fonds, se prémunir contre tout risque de variation de prix, tout en bénéficiant des gains en cas d'évolution favorable des marchés. Cette définition correspondait à l'origine à la vocation même de ces fonds. Cependant, elle ne permet pas actuellement de prendre en compte l'ensemble de ces participants.

Cette évolution de la terminologie est intervenue dans les années 1950-1960 avec le changement de stratégie de certains fonds, puis elle a été entérinée en 1966 lorsque le magazine *Forbes* a consacré un article à ce nouveau véhicule d'investissement. Ce sera la première fois que le mot *hedge fund* sera utilisé publiquement. La rédaction en avait été confiée à M. Carol J. Loomis, qui interpréta le terme dans le sens de fonds spéculatifs.

##### La complexité du terme :

« Fonds spéculatifs » reste un terme générique qui permet de n'avoir qu'une vision partielle du monde des *hedge funds*.

Au sens strict, l'adjectif spéculatif désigne une personne physique ou morale en mesure de tirer profit d'une bonne anticipation des fluctuations des marchés. Ce



qui caractérise parfaitement ce type de fonds, comme a su le prouver à plusieurs reprises M. Georges Soros (Président du Quantum Fund). Lors d'une interview accordée au *Financial Times*, le 13 août 1998, il avait annoncé que le système bancaire et financier de la Russie allait s'effondrer. Ce qui fut le cas peu de temps après ...

Il n'en reste pas moins difficile de faire le point sur les *hedge funds* : les définitions abondent. En voici quelques-unes :

*« des fonds qui ne sont régulés par aucune autorité de contrôle et qui se divisent en deux catégories : ceux qui sont enregistrés dans les paradis fiscaux et ceux qui le sont aux Etats-Unis. Ils se caractérisent par l'utilisation de produits financiers diversifiés, d'un effet de levier et par une structure juridique particulière. »*

*« Un fonds d'investissement flexible destiné aux familles riches et aux investisseurs institutionnels. L'investissement minimum est d'un million de dollars et le dirigeant reçoit environ 20 % des profits réalisés. Les hedge funds peuvent utiliser toute technique y compris les ventes à découvert, l'emprunt, l'effet de levier... »*

*« Toute forme de fonds d'investissement, de sociétés et de partenariat privé qui utilise des produits dérivés, et/ou peut acheter – vendre à découvert, et/ou utilise de manière significative un effet de levier par recours à l'emprunt. »*

*« Le terme de hedge fund a été utilisé [...] pour désigner des fonds d'investissement spéculatifs utilisant des techniques sophistiquées d'arbitrage et d'effet de levier sur les marchés d'action ».*

Georges Soros, pourtant expert en la matière, reconnaissait lui-même cette difficulté : *« l'appréhension de ces fonds est difficile tant la variété est grande ».*

Les explications avancées dans chacun de ces extraits sont incomplètes. La première ne prend pas en compte le type d'investisseurs. La troisième affirme que tous les *hedge funds* recourent aux produits dérivés, alors que selon Van Hedge Fund Advisors Inc., 28 % d'entre eux ne les utilisent jamais. Georges Soros avoue, quant à lui, n'en faire usage que rarement. Un constat qui pourrait être étayé par la quatrième définition dans laquelle il est expliqué que les *hedge funds* n'interviennent que sur les marchés d'action. Mais dans ce cas, 72% des fonds ne sont pas pris en compte. Enfin, aucune d'entre elles ne fait référence aux fonds qui n'ont qu'une optique de couverture.

De ce qui précède, il est possible de déduire la définition suivante :

*« Ce sont des fonds d'investissement privés non réglementés et destinés à des investisseurs riches et peu sensibles aux risques. Ils sont le plus souvent domiciliés aux Etats-Unis ou dans des paradis fiscaux, jouissant d'une liberté totale quant à l'utilisation des instruments financiers et des techniques d'investissement à des fins de couverture ou de spéculation et ayant la faculté de recourir à l'effet de levier. »*

A partir de la définition ci-dessus, il serait intéressant de comparer les *hedge funds* aux autres fonds de placement, c'est-à-dire les « *pension funds* » et les « *mutual funds* ».

A titre indicatif rappelons que les fonds de pension se définissent comme des « fonds publics ou privés finançant les organismes de retraite complémentaire ». Quant aux *mutuals funds*, ils sont assimilables à nos fameux OPCVM. M. Néanmoins, certains observateurs précisent que la frontière entre ces différents véhicules d'investissement devient de plus en plus floue.

## B - La méthode comparative

Dans le cadre de l'approche comparative, la base de notre définition sera un extrait d'un rapport du FMI répertoriant les critères permettant de distinguer les *hedge funds* des autres fonds d'investissement.

Il est possible de dégager quatre caractéristiques :

- Les *hedge funds* sont soumis à une moindre réglementation que les autres acteurs des marchés financiers. Contrairement aux autres fonds, les *hedge funds* ne font l'objet que de rares réglementations, la France étant à l'avant-garde dans ce domaine. Il n'en existe aucune sur le plan international.

- Les investisseurs sont beaucoup moins sensibles aux risques encourus. Le mot investisseur nous intéresse tout particulièrement dans cette phrase. En effet, la catégorie diffère en fonction du type de fonds envisagé. Pour la pertinence de la comparaison, seul le modèle des fonds de placement américains sera pris en compte.

- Les fonds de pension sont des personnes souhaitant capitaliser pour leur retraite. Le montant affecté est établi en fonction du revenu.

- Les *mutuals funds* sont ouverts à toute personne disposant d'un montant minimum de 2.500 dollars. En revanche, les *hedge funds* sont considérés comme un « club privé », puisque le montant minimum pour devenir membre s'élève à un million de dollars.

- En outre, les *hedge funds* ont recours à l'effet de levier. Selon M. Charles du Granrut, chargé de mission à la COB, les *mutuals funds* auraient pu avoir la même activité que les *hedge funds* (ces derniers ne seraient par conséquent jamais apparus) car leur structure était adaptée. Mais ils ne s'en sont pas donnés les moyens, car des performances moyennes satisfaisaient largement la clientèle. Par ailleurs, ils ont été limités, tout comme les fonds de pension, par l'*Investment Act* et ERISA quant à l'utilisation de l'effet de levier.

Contrairement au caractère catégorique du rapport du FMI, il est possible de constater que certaines différences tendent à s'estomper.

- Les clients de *hedge funds* sont appelés « *qualified investors* » car ils sont jugés comme peu sensibles face aux risques. Michel Moreau (ancien responsable du département *hedge funds* de la Société Générale) estime que les adhérents des pensions et *mutual funds* y tendent. Il émet l'hypothèse, en ce qui concerne les fonds de pension, que les nouveaux retraités, notamment les papy-boomers, seront à la recherche de placements plus lucratifs. Les fonds de pension américains ont su anticiper ce changement d'attitude et ont pris la décision – pour augmenter leur performance – d'investir une partie de leurs actifs dans les *hedge funds*. Les risques deviennent dès lors tout aussi élevés. M. du Granrut aboutit à la même conclusion, mais en émettant une hypothèse différente. Il part du concept d'économie industrielle. « *A la base les hedge funds sont considérés comme de nouveaux entrants sur le marché, on imagine qu'ils seront capables d'atteindre de bons rendements ; dès lors les intervenants classiques seront amenés à prendre plus de risque pour améliorer leur performance.* »

Une caractéristique également perceptible au niveau des *mutual funds*. Selon une étude menée conjointement par Van Hedge Funds Advisors Inc. et l'Owen Graduate School of Management de l'Université Vanderbilt, les risques de pertes sembleraient moins importants au sein d'un *hedge fund* que dans un *mutual fund*. Et ce pour trois raisons majeures : la prise de participation du dirigeant dans le fond, l'utilisation flexible des instruments financiers, et la commission ou « *incentive fees* » perçue par les managers en fonction des gains réalisés.

Au regard de cette étude, il semble que la frontière entre les différents fonds soit de plus en plus mouvante. Ce phénomène est perceptible depuis l'ouverture des *hedge funds* à une nouvelle clientèle, ainsi que de par leur implantation internationale croissante. Un simple constat : les « *pension funds* » et les « *mutual funds* » sont devenus les premiers clients des *hedge funds*...

## 2) Les caractéristiques principales des « *hedge funds* »

Les principales caractéristiques suivantes sont communes à la plupart des fonds de couverture :

1. Libre choix des classes de capitaux : les « *hedge funds* » ne sont pas par définition limités à une classe de capitaux spécifiques.
2. Libre choix des marchés : beaucoup de fonds de couverture ne se concentrent pas sur un marché spécifique, mais investissent en fonction des opportunités, et dans différentes zones (USA, Europe, Japon, marchés émergents).
3. Libre choix du style de *trading* : bien que quelques fonds de couverture se confinent à un style de commerce spécifique, d'autres appliquent celui qui est le plus commode. Des exemples de commerce des stratégies généralement utilisées incluent : discrétion, suivre une tendance technique systématique, contraire, au plus

bas, au plus haut. Quelques-unes des stratégies sont basés sur la macro ou la micro recherche économique, d'autres sont orientées plus statistiquement ou techniquement.

4. Libre choix des instruments : la majorité de « *hedge funds* » investissent dans des produits d'argent comptant et des dérivés. Les instruments peuvent être des bourses « *over-the-counter* » (OTC), sécurisé ou non-inscrit.

5. Puisque la plupart des fonds de couverture sont vendus sur une base privée et se situent en « *offshore* », leur transparence est très restreinte. Même les données élémentaires concernant les performances mensuelles, l'importance des capitaux ou la politique d'investissement, ne sont souvent divulguées qu'aux investisseurs existants.

6. Pour des raisons administratives et de normalisation, un niveau minimum élevé d'investissement est souvent exigé.

7. Les possibilités d'abonnement et de rachat peu fréquent, avec un avis périodique long, sont devenues des standards pour les industries.

8. Un dispositif commun et des honoraires « encourageants », orientés à la performance.

9. Beaucoup de gestionnaires investissent dans leurs fonds avec leurs propres capitaux.

10. Les « *hedge funds* » sont lancés sur le marché comme étant orientés vers l'exécution absolue (exécution au-dessus de zéro), au lieu de l'exécution relative à un certain indice de référence ou un « *benchmark* ». Ceci est expliqué par le manque de références significatives résultant de la flexibilité des fonds et la possibilité d'aller « *long* » et « *short* ».

11. La plupart des « *hedge funds* » montrent une corrélation basse aux marchés traditionnels.

## II DES STRATEGIES PEU COMMUNES ...

### 1) *Une masse de capitaux importants*

Les *hedge funds* seraient aujourd'hui, à l'échelle planétaire, plus de 6 000, avec près de 600 milliards de dollars en portefeuille. Les *hedge funds* sont devenus une industrie très structurée, comptant une dizaine de poids lourds (Soros, Crédit Suisse, Threadneedle), qui brassent plusieurs milliards de dollars. En Europe, les meilleurs de ces gérants ont gagné entre 8 et 28 % l'an dernier.

Leur stratégie financière s'appuie sur la mobilisation à grande échelle de l'effet de levier, c'est-à-dire d'un fort endettement destiné à financer des investissements le plus souvent risqués et d'opérations d'arbitrage visant à exploiter systématiquement les écarts de prix entre marchés.

L'essentiel des stratégies des *hedge funds* parient sur le retour des prix vers une valeur fondamentale. En simplifiant, il s'agit d'acheter à faible prix et de vendre lorsque les prix sont élevés ... Les arbitrages de convertibles, par exemple, révèlent l'information et concourent à une meilleure efficacité des marchés. Les *hedge funds* apportent de la liquidité à ces derniers, aussi bien lorsque les entreprises émettent des titres ou effectuent des opérations financières, que lorsqu'ils développent des stratégies d'achat de titres délaissés.

Seule ombre à ce tableau, les stratégies de poursuite de tendances accélèrent évidemment les mouvements. Si les prix s'écartent du prix d'équilibre, leur effet est néfaste. Mais, du coup, les plus agressifs des *hedge funds* disparaissent à chaque retournement de tendance... Ce qui, en dehors des marchés de change, arrive fréquemment. Résultat, ce genre de fonds, qui peuvent parfois être suspectés de favoriser des déstabilisations, ne représentent aujourd'hui que 10 % des encours. Le capital des *hedge funds* représente donc une infime portion du capital des autres investisseurs, évalué à 20 trillions de dollars pour les seuls marchés des pays avancés. Cependant, l'une des particularités des *hedge funds* est l'utilisation systématique de l'effet de levier. Ce dernier leur permet de démultiplier leurs engagements, si bien qu'ils sont incomparablement plus importants que la part de capital financier qu'ils réunissent.

Les *hedge* peuvent rassembler une masse de capitaux importante et donc, en se focalisant sur une société cotée, prendre son contrôle, déstabiliser l'actionnariat ou le P.D.G., ou empêcher une OPA...

Imaginons un cas possible de déstabilisation d'une société française par des fonds américains. Un fond américain difficilement identifiable peut très bien vendre un nombre important de ses actions investies dans un groupe hexagonal. L'effet de mimétisme et d'entraînement aidant, d'autres gérants peuvent faire de même. Résultat : le cours chute. La baisse peut alors avoir comme conséquence de



déstabiliser le PDG, ou encore d'empêcher de mener à bien une émission d'obligations convertibles...

C'est une caractéristique naturelle des métiers financiers que l'exposition aux risques. Elle est d'ailleurs heureuse et souhaitable puisqu'elle alimente des progrès économiques. Elle s'est sans doute accentuée ces dernières années sous le double effet de l'intensification des exigences de retour sur fonds propres et de l'atténuation des marges sur les taux d'intérêt encaissées par les banques.

Cependant, un défaut de maîtrise de leurs risques de la part des acteurs de marché constitue une grave source d'instabilité. Or, ce phénomène a joué un rôle majeur dans les crises financières et monétaires récentes. Il peut également concerner des acteurs individuels. Ces défaillances se révèlent dans des affaires comme la faillite de la Barings, les difficultés du Crédit Lyonnais ou du groupe japonais Daiwa.

Réalisées par ordinateur, les stratégies d'achat et de vente des *hedge funds* obéissent parfois à des fonctions mathématiques inspirées notamment de la physique du désordre. Certaines de leurs formules déclenchent ainsi des prises des positions sur la base d'une équation secrète ou de la forme absconse d'un cours de Bourse. « *Elles nous donnent raison dans 52 % des cas. La moitié des arbitrages rapportent entre 0,1 et 0,2 % sur une dizaine de jours, mais, mis bout à bout, ces profits font grossir un portefeuille* », explique Jean-Philippe Bouchard, consultant auprès de Capital Fund Management, et scientifique au Commissariat à l'énergie atomique. Quelle que soit leur méthode, les gérants de *hedge funds* n'ont qu'un objectif : décorréliser leurs positions du risque de marché ou de celui des valeurs sur lesquelles ils misent.

Si l'on en croit l'indice de référence de la profession, le MSCI Hedge Fund Composite, ceux-ci affichaient en moyenne des performances de l'ordre de 3 % l'an dernier, face à des marchés financiers qui ont fait chuter les principaux indices boursiers de 30 % en 2002.

## 2) Une transparence très limitée

Les *hedge funds* peuvent être considérés comme de véritables armes économiques de part leur confidentialité. Ces fonds fonctionnent le plus souvent en dehors des contraintes prudentielles et de régulation, ce qui tend à les localiser dans les centres *off-shore*.

Le problème soulevé par les *hedge funds* provient de ce que leur nature juridique de « *partenaristes privés* » les fait échapper aux contrôleurs prudentiels spécifiques ou externes, à la différence des autres institutions financières (banques, assurances, entreprises d'investissement, fonds d'investissement faisant appel publiquement à l'épargne).

Il est difficile de disposer de données sur les *hedge funds* puisque ils échappent souvent aux contrôles des superviseurs. Les sources sont en la matière des sociétés privées qui recueillent leurs informations à partir des déclarations volontaires et non contrôlées qui sont communiquées par les *hedge funds*.

A l'origine du phénomène se trouve une préoccupation qui n'est pas en soi criminelle, mais qui peut avoir une dimension délictueuse : le souci d'échapper aux prélèvements fiscaux.

Cette préoccupation est importante concernant les *hedge funds*. Ces fonds de placement sont destinés à des investisseurs avertis, particuliers très fortunés ou entreprises, et souvent capables de profits (et de pertes) très supérieurs à ceux des autres activités financières. Pour permettre à leurs clients d'échapper plus facilement au contrôle fiscal de leur pays d'origine, les dépositaires de fonds situés dans les paradis fiscaux offrent une grande discrétion bancaire, ne permettant pas d'identifier les titulaires de compte. Les centres *offshore* se caractérisent ainsi par deux critères fondamentaux : une fiscalité très faible, et un secret bancaire rigoureux.

### 3) *Le mimétisme et le phénomène de contagion*

Il existe deux formes de mimétisme :

- Le panurgisme, qui est le comportement du petit actionnaire, toujours en retard d'une information.
- Le mimétisme actif : c'est celui des *traders* des fonds de pension, qui ont besoin de se coordonner entre eux par suite d'un calcul stratégique qui pousse au mimétisme.

#### **Un exemple de mimétisme**

Il semble que les *hedge funds* pourraient avoir acquis le statut de « leaders de marché ». De ce fait, ils influenceraient les marchés très au-delà de leurs poids financiers. Cette situation est ainsi décrite dans une étude publiée par la Banque de France. « *La possibilité pour certains intervenants à fort effet de levier de prendre des positions suffisamment importantes pour provoquer le saut vers un nouvel équilibre (crise de change) est une incitation supplémentaire pour beaucoup d'opérateurs à imiter les prises de positions d'intervenants majeurs, tels que les fonds spéculatifs : ceci est vrai, a fortiori, lorsque ces fonds mettent en place leurs positions auprès de banques qui transmettent l'information concernant ces flux à leurs proprietary desks, lesquels prennent à leur tour des positions semblables.* »

Le rôle des phénomènes de contagion dans les crises financières exige des mesures appropriées. Il convient d'en prévenir le développement en faisant prévaloir une stricte séparation entre les différents départements des établissements bancaires.



L'influence des *hedge funds* sur les marchés peut enfin dériver des techniques financières qu'ils utilisent (lesquelles sont susceptibles de servir de relais aux phénomènes de contagion).

### **Des techniques financières favorisant les phénomènes de contagion**

On cite également souvent l'usage des techniques de couverture dynamique (*dynamic hedging*) comme pouvant être à l'origine d'anomalies de marché jouant un rôle dans la contagion. Ainsi, une opération de protection de portefeuille consistant pour l'investisseur à acheter des options de vente (*put*) de l'actif détenu lui permet de s'immuniser contre la baisse de la valeur de cet actif au-delà d'un certain seuil. Mais cette protection, pour le vendeur de l'option, aura comme contrepartie des opérations de couverture (vente du « sous-jacent » lorsque son prix se rapproche du prix d'exercice de l'option) de nature à amplifier le mouvement de baisse.

L'utilisation croissante d'instruments de couverture plus sophistiqués, tels que les options à barrière désactivante, peut aussi se traduire par des mouvements de prix cumulatifs sur le marché sous-jacent. Ainsi, le vendeur d'un tel *put* aura intérêt à vendre le sous-jacent, de sorte que la baisse du marché aboutisse à désactiver l'option ; une fois la barrière franchie, c'est l'acheteur de l'option qui a perdu la couverture que celle-ci lui procurait et qui doit vendre le sous-jacent pour se couvrir de nouveau. Dans un environnement d'asymétrie d'information, les mouvements de prix résultant de telles opérations de couverture dynamique sont susceptibles d'être interprétés par les intervenants non informés comme justifiés par une révision en baisse de la valeur fondamentale des actifs concernés.

Il faut enfin examiner la pratique de la couverture de substitution (*proxy hedging*). Lorsqu'un portefeuille est investi sur des actifs relativement peu liquides, comme peuvent l'être les titres traités sur les marchés émergents (du fait de la faible profondeur de ceux-ci), les opérations de couverture ne peuvent qu'être approximatives. Ces transactions sont réalisées sur un marché plus liquide, jugé a priori comme très corrélé au prix des actifs sous-jacents. Si tant est que ces corrélations soient appréciées objectivement, elles reposent au mieux sur des relations historiques, ne reflétant pas nécessairement l'actualité des fondamentaux ou du comportement des investisseurs.

Les différentes stratégies employées par les *hedge funds* s'illustrent dans les exemples suivants.

## **III- ... AUX CONSEQUENCES DESTABILISANTES**

### *1) Histoire de l'effondrement de la livre sterling*

George Soros<sup>1</sup> a parié sur la chute de la livre dans la foulée du lancement

<sup>1</sup> Financier américain d'origine Hongroise, patron du célèbre fonds d'investissement « Quantum Fund ».



officiel de la monnaie unique lors du conseil européen de Bruxelles, les 1<sup>er</sup> et 2 mai 1992. Le célèbre magnat, qui a bâti toute sa fortune sur les mouvements des devises, aurait risqué des sommes colossales dans cette aventure. Les médias avaient alors découvert « le financier visionnaire », l'homme à succès...

Le 31 mars, la Livre Sterling avait atteint son plus haut niveau depuis huit ans et demi, par rapport au Deutschemark et au Franc, pénalisant gravement les exportateurs britanniques. Une surévaluation qui fut la conséquence à la fois de taux d'intérêt élevés et du statut de monnaie refuge contre les vicissitudes du futur Euro. Mais la détérioration des échanges extérieurs du pays et les difficultés du secteur manufacturier rendirent cette situation presque intenable pour le gouvernement travailliste. C'est apparemment le moment qu'avait choisi Soros pour prendre des options de vente, afin d'avoir le droit de céder du Sterling contre des Marks à un prix fixé à l'avance, en pariant sur la baisse de la monnaie à l'effigie de la reine.

A ses yeux, la Livre réintégrerait le SME à une parité inférieure à ses cours du début avril (3,10 deutschemarks). L'un des critères de participation à l'UEM inscrit dans le traité de Maastricht oblige en effet les candidats à appartenir au SME pendant au moins deux ans. Mais, pour Londres, la stabilité de devises plutôt que l'adhésion formelle au système de changes devait être déterminante pour respecter les obligations de la monnaie unique. Une position de principe que le pionnier des *hedge funds* jugeait intenable à terme.

## 2) l'affaire LTCM

L'affaire LTCM constitue un bon exemple de marasme économique évité de justesse. Le *hedge fund* américain Long Term Capital Management, dirigé par le trader américain John Meriwether, devint en quelques mois une machine spéculative incontrôlable.

Surpris par le défaut de paiement de la Russie, le fonds a dilapidé plus de 90 % de ses fonds propres en quelques semaines pour éponger les pertes quotidiennes. Le 20 septembre 1998, la faillite semblait inévitable, et le *hedge fund* menaçait d'entraîner dans sa chute 75 banques internationales (elles auraient possédé 100 milliards de dollars de créances irrécouvrables).

Afin d'éviter une catastrophe financière mondiale d'une ampleur inégalée depuis les années trente, Alan Greenspan, le président de la banque centrale des Etats-Unis, invita fermement les patrons des banques de Wall Street à régler le problème. D'abord réticents, ils finirent par mobiliser plus de 3 milliards et demi de dollars pour juguler la crise. Les banques licencieront néanmoins plus de 13 000 employés.

L'affaire LTCM fut un cas d'école. Le plan de sauvetage initial prévoyait trois ans pour dénouer les positions spéculatives du *hedge fund*. Mais, les banques furent



paralysées et les investisseurs n'osèrent plus prendre aucun risque. Plus personne ne voulait accorder de prêts. Le manque de crédits menaçait conséquemment de plonger l'économie en récession.

De nouveau, Alan Greenspan entra dans l'arène. Le 29 septembre 1998, il baissa les taux d'intérêt de la réserve fédérale, déclenchant ainsi un assouplissement mondial du crédit. En trois mois, 35 pays baissèrent leurs taux d'intérêt 74 fois.

Initiatives qui sauvèrent LTCM. Tous les marchés s'envolèrent et les traders de Meriwether dénouèrent une partie de leurs paris avec profit. Fin 1998, les banques chargées du sauvetage enregistraient ainsi 400 millions de dollars de plus values, soit 11 % de gain en trois mois. Séduits par cette performance, les liquidateurs se transforment en investisseurs et semblèrent prêts à poursuivre l'expérience. Quant à John Meriwether et son groupe de traders, même s'ils ne se sont pas totalement « refaits », ils paraissent confortablement tirés d'affaire... Ils viennent d'entamer une tournée mondiale pour persuader une vingtaine de banques de racheter LTCM, ou de les aider à lancer un nouveau *hedge fund* ...

## Conclusion

Les *hedge funds* peuvent être une arme efficace de guerre économique. La spéculation sur la baisse peut rapidement faire chuter le cours d'une action d'une entreprise. Cela a pour conséquence principale de réduire la puissance financière d'une entreprise, et de nuire ainsi à son développement.

Cependant, leur impact doit être relativisé. Il est vrai que les *hedge funds* ont contribué à des chutes importantes de valeur de certaines actions. Mais l'on ne peut mécaniquement associer les *hedge funds* à des déstabilisateurs du marché. Dans certains cas, on peut même les considérer comme des acteurs régulateurs.

La principale stratégie montrée du doigt est celle d'une poursuite de tendances, car si le prix s'écarte trop du prix d'équilibre, les conséquences peuvent vite devenir catastrophiques. Mais du coup, les opérateurs les plus agressifs disparaissent à chaque retournement. Et, en dehors du marché des changes, cela arrive fréquemment. Ainsi, ce genre de fonds ne représentent aujourd'hui que 10 % des encours.

De plus, les *returns* qu'ils dégagent se sont considérablement réduits lors des quinze dernières années.

Plus à l'encontre des idées reçues, les *hedge funds* peuvent devenir, sous certaines conditions, des stabilisateurs financiers. Les mouvements de capitaux qu'ils réalisent fournissent des liquidités aux marchés au moment où ils en ont besoin. Cela est surtout valable pour les plus importants : les *long short-equity* équilibrés (ils vendent à découvert et achètent pour le même montant). Ils vont déceler rapidement les sur ou sous-évaluations pour en corriger les excès.

Il n'en reste pas moins qu'en ces temps d'offensives concurrentielles tous azimuts, parfois épaulées par des autorités publiques, les *hedge funds* doivent faire l'objet d'une attention soutenue ... Ils s'imposent trop idéalement comme l'outil adéquat des déstabilisations par voie boursière pour ne pas être détournés de temps à autre de leur objectifs initiaux ... A de nouvelles formes de conflictualité – aujourd'hui économiques – correspondent désormais de nouvelles armes !

## BIBLIOGRAPHIE

### Internet

[www.monde-diplomatique.fr](http://www.monde-diplomatique.fr)

[www.lemonde.fr](http://www.lemonde.fr) (section entreprises)

[www.lesechos.fr](http://www.lesechos.fr)

[www.afp.fr](http://www.afp.fr)

[www.europresse.com](http://www.europresse.com)

[www.senat.fr](http://www.senat.fr)

[www.latribune.fr](http://www.latribune.fr)

[www.lexpansion.fr](http://www.lexpansion.fr)

[www.pouzin.com](http://www.pouzin.com)

### Moteurs de recherche

Logiciel Copernic

[www.kartoo.com](http://www.kartoo.com)

[www.google.fr](http://www.google.fr)

### Presse écrite

La Vie financière (décembre 2002)

Le Figaro/Le Figaro étudiant/ Figaro Entreprises (octobre 2002)

« *Le monde Fou des hedges funds* », L'Expansion, 29 janvier 2003

« *Une idée reçue les hedges funds déstabilisent les marchés* », L'Expansion, 28 août 2002

Le Monde entreprises / Le bilan économique du Monde 2003