

Crise financière, hedge funds et private equity

La crise financière qui s'est amorcée l'été dernier a épargné, pour l'instant, les hedge funds et le private equity. Certes les opérations de LBO se sont ralenties et quelques hedge funds ont dû être fermés. Mais cela n'a rien à voir avec le halo de risque systémique qu'ils dégageaient encore naguère. L'arrêt de la titrisation, qu'il faut espérer momentané dans son principe, va grandement gêner la poursuite de leur développement. Celui-ci était en partie le fruit d'un terreau très propice alimenté par des politiques monétaires laxistes et des conditions d'endettement très favorables. Mais, dans la mesure où ces deux véhicules d'investissement correspondent à des formes d'organisation supérieures par rapport à d'autres, leur pérennité n'est pas en cause. Il y a beaucoup de formes de capital-investissement, mais toutes partagent des traits communs : un contrôle et un monitoring très serré par les sociétés de gestion, elles-mêmes très surveillées par les investisseurs institutionnels des fonds qu'elles gèrent ; des niveaux d'endettement relativement élevés ; une structure de leur actionariat très concentrée ; des systèmes de rémunération des dirigeants des sociétés sous LBO et de leurs sociétés de gestion très incitatifs. Bref un habile cocktail de carotte et de bâton qui développe chez leurs dirigeants une culture très poussée de cash et de performance.

Quant aux hedge funds, ce terme générique regroupe une mosaïque de styles de gestion très divers. Pour la plupart, ils suivent des stratégies d'arbitrage et de spéculation et contribuent en cela à améliorer l'efficacité des marchés. Une partie d'entre eux sont dits « activistes » et prennent des participations minoritaires dans des sociétés et essayent d'en infléchir de l'extérieur la stratégie, leur structure financière, portefeuille d'activités ou encore les rémunérations des dirigeants des sociétés. Les résultats empiriques dont on dispose montrent qu'en moyenne hedge funds et private equity créent de la valeur actionnariale, sans pour autant nuire aux autres parties prenantes, en termes d'emplois ou d'investissement des firmes dans lesquelles ils sont présents. C'est notamment le cas du private equity dont les taux de rentabilité des fonds sont supérieurs à ceux des sociétés cotées. Une fois remis en Bourse — les marchés financiers ne sont donc pas des ennemis de ces formes d'organisation — les sociétés anciennement sous LBO continuent à avoir des taux de rentabilité supérieurs aux sociétés restées cotées et qui leur sont comparables. Les sociétés cotées pourraient donc s'inspirer davantage des bonnes pratiques du private equity.

(*) Professeur à Sciences po Paris.

Les hedge funds décriés mais toujours prisés !

Les hedge funds ont maintenant une durée d'existence et un encours (1.500 milliards de dollars) qui rendent légitimes les préoccupations des autorités de régulation et certaines critiques dont ils font l'objet. Quelles sont les trois principales ? Tout d'abord, des stratégies qui déstabiliseraient les marchés, soit en augmentant la volatilité du prix des actifs, soit en accentuant les chutes de cours, soit en alimentant les bulles... Encore faut-il savoir qu'un tiers des hedge funds sont des fonds de fonds et que les stratégies sont très diverses de telle sorte qu'entre 15 % et 20 % seulement de ces fonds ont des positions directionnelles. Difficile d'en déduire qu'ils puissent provoquer des mouvements de fond sur les marchés. Deuxième critique, du point de vue des autorités, les hedge funds pourraient provoquer une crise systémique. Un tel risque provient des liens entre ces fonds et les banques qui leur offrent des services de prêts et emprunts de titres, en refinançant à court terme des positions permettant l'effet de levier et en négociant des produits de gré à gré. Ces banques ont donc un risque de contrepartie, amplifié par l'effet de levier. Troisièmement, il leur est reproché un activisme actionnarial dont l'unique objectif est une rentabilité à court terme. Il convient néanmoins de préciser que les

hedge funds sont surtout aptes à identifier des cibles sous-évaluées dont l'existence reflète une certaine inefficience des marchés.

Toutes ces critiques sont donc à relativiser et à mettre en balance avec les effets positifs qui leur sont attribués. Premier point, la performance médiane des

hedge funds a été de 13 % annuels sur les douze dernières années, donc plus élevée que la plupart des indices boursiers. Certes, tous les fonds n'obtiennent pas une telle performance mais, pour les investisseurs (dont les fonds de pension), l'at-

trait le plus important des hedge funds est d'améliorer la diversification de leur portefeuille du fait de la faible corrélation de leur rentabilité avec celle des marchés. Enfin, l'activité de ces fonds contribue à améliorer la liquidité des marchés : ils sont à l'origine de 30 % du volume de transaction des marchés de taux d'intérêt américains en 2006. Au final, si l'opacité des hedge funds engendre des suspicions légitimes, il est impossible de les condamner globalement étant donné leur contribution à l'efficacité des marchés.

(*) Professeur à Paris II.

www.latribune.fr

Retrouvez votre rubrique Tribunes sur www.latribune.fr et réagissez.

MERCREDI 5 DÉCEMBRE 2007

“L'ACTIVITÉ DE CES FONDS CONTRIBUE À AMÉLIORER L'ACTIVITÉ DES MARCHÉS.”

“HEDGE FUNDS ET PRIVATE EQUITY CRÉENT DE LA VALEUR ACTIONNARIALE SANS NUIRE AUX AUTRES PARTIES PRENANTES.”