

Les hedge funds et le risque de liquidité

Par **Serge Darolles**,
professeur à l'université
Paris-Dauphine

Quand la liquidité de financement s'évapore et qu'il est nécessaire de couvrir les positions de vente à découvert, les titres détenus en majorité par des investisseurs utilisant de forts effets de levier ont tendance à subir des chocs significatifs.

Références

- Franzoni F. et Plazzi A., 2013. Do Hedge Funds Provide Liquidity? Evidence From Their Trades, Working Paper.
- Franzoni F. et Schmalz M., 2013. Fund Flows in Rational Markets, Working Paper.
- Giannetti M. et Kahraman B., 2013. Who Trades Against Mispricing? Working Paper.
- Gourieroux C. et Heam J.-C., 2013. Funding Liquidity Risk from a Regulatory Perspective, Working Paper.
- Joenväärä J., Kosowski R. et Tolonen P., 2013. The Effect of Investment Constraints on Hedge Fund Investor Returns, Working Paper.
- Kruttl M., Patton A. et Ramadorai R., 2014. The Impact of Hedge Funds on Asset Markets, Working Paper.
- Richardson S., Saffi P. et Sigurdsson K., 2013. Deleveraging Risk, Working Paper.

Le débat sur les risques des investissements dans les hedge funds a toujours existé. Il est cependant aujourd'hui relancé sous un angle nouveau, comme le prouvent les thèmes de plusieurs papiers de recherche présentés lors de la 6th Hedge Funds Research Conference qui a eu lieu fin janvier à Paris¹. Si les modèles de valorisation ont rapidement intégré l'exposition des hedge funds au risque de liquidité de marché, les questions relatives à la liquidité de financement (levier, comportement des investisseurs...) sont nouvelles. Nous présenterons dans la suite de cet article les principaux résultats des recherches présentées lors de cette conférence.

Un premier papier s'intéresse à l'impact des hedge funds sur les marchés financiers. A partir des rendements individuels des hedge funds, Kruttl, Patton et Ramadorai (2013) construisent une mesure agrégée d'illiquidité. Ils montrent ensuite que cette mesure peut être utilisée pour prévoir la performance de portefeuilles constitués d'actions, d'obligations ou de devises. Trois papiers portent ensuite plus spécifiquement sur une des composantes de la liquidité de financement, c'est-à-dire le comportement des investisseurs. Giannetti et Kahraman (2013) étudient comment le risque de sortie des clients incite les gérants des fonds à prendre ou non des positions sur des écarts de valorisation des titres risqués. Pour cela, l'étude compare l'activité des fonds fermés à celle des fonds ouverts sur les titres ayant subi des ventes ou des achats massifs. Joenväärä, Kosowski et Tolonen (2013) examinent l'effet des contraintes d'investissement sur le rendement des hedge funds. Ils prouvent notamment que la persistance de la performance des hedge funds est réduite lorsque la taille du fonds est importante ou que des contraintes d'investissement sont prises en compte. Enfin, Franzoni et Schmalz (2013) modélisent l'allocation en capital d'un investisseur averse au risque qui n'observe ni la qualité du gérant, ni les expositions aux risques du fonds. Ils montrent que dans des phases de baisses des marchés, les investisseurs ont tendance à réallouer plus rapidement leur capital entre les

différents fonds disponibles. La conséquence de ce phénomène est une sensibilité plus forte des achats/ventes à la performance du fonds.

Deux papiers s'intéressent aux liens entre liquidité de financement et conditions de marché. Franzoni et Plazzi (2013) montrent que des opportunités d'arbitrage peuvent exister temporairement dans le monde des hedge funds. Pour cela, ils restreignent leur étude aux hedge funds plus particulièrement exposés à des contraintes de liquidité de financement, de par l'utilisation de levier important, l'absence de contrôle des sorties de capitaux ou l'investissement dans des actifs illiquides. Dans ce cadre, ils montrent que l'impact sur les prix des hedge funds augmente quand les conditions de marché se détériorent et qu'en particulier la liquidité de financement diminue. Sur le même thème, Richardson, Saffi et Sigurdsson (2013) mesurent

La persistance de la performance des hedge funds est réduite lorsque la taille du fonds est importante.

en quoi la diminution du levier a un impact sur les rendements des actions. Quand la liquidité de financement s'évapore et qu'il est nécessaire de couvrir les positions de vente à découvert, les titres détenus en majorité par des investisseurs utilisant de forts effets de levier ont tendance à subir des chocs significatifs.

Enfin, un dernier papier fait explicitement le lien entre risque de liquidité de financement et de marché. Gourieroux et Heam (2013) étendent le cadre habituel de la régulation Bâle 2 en tenant compte des différents risques de liquidité, à la fois côté marché et financement. Ces risques sont la conséquence de modifications du comportement des investisseurs et des gérants. Ils concernent en particulier la partie passif du bilan des fonds. Leur analyse montre l'importance relative des différents types de risques pour le calcul des réserves réglementaires. Elle amène à bien distinguer les différents défauts, ceux dus à des problèmes de liquidité et ceux liés à des problèmes de solvabilité. ■

1- Conférence organisée par l'Université Paris-Dauphine et le CREST, avec le soutien des Labex ILB et ECODEC, de l'ANR, d'Euronext et de Lyxor Asset Management.