

SUMMARY

This doctoral dissertation seeks to assess and address the potential contribution of the hedge fund industry to financial instability. In so doing, the dissertation investigates three main questions.

What are the contributions of hedge funds to financial instability? What is the optimal regulatory strategy to address the potential contribution of hedge funds to financial instability? And do the new regulations in the U.S. and the EU address the contribution of hedge funds to financial instability while conforming to the efficiency criterion?

To answer the above questions, three aspects of hedge funds and their activities that may potentially give rise to market failure (i.e., information problems, competition problems, and systemic risk) are analyzed. The theories offered in explaining those market failures are compared with the existing empirical evidence. Analyzing the three above sources of market failure, potential problems in the operation of hedge funds were identified.

With respect to systemic risk concerns which are the main focus of the thesis, the dissertation argues that despite their benefits, hedge funds can potentially pose risks to financial systems and contribute to financial instability. Although their contribution to financial instability is highly contested, hedge funds' size and leverage, their interconnectedness with Large Complex Financial Institutions (LCFIs) and the likelihood of herding behavior in the industry are among the features that can undermine financial stability. Nonetheless, the data on the size and leverage of hedge funds suggest that these features are far from being systemically important. In contrast, the empirical evidence on the interconnectedness of hedge funds with LCFIs and their herding behavior is mixed and they remain to be a major concern for regulators.

Based on this finding, in studying the regulatory strategies to address the potential systemic implications of hedge funds for financial markets, the dissertation focuses on one particular aspect of hedge fund regulation: direct vs. indirect regulation. In this respect, a major contribution of the dissertation to the literature consists in the explicit discussion of the relationships between hedge funds and other market participants. Specifically, the thesis locates the domain of indirect regulation in the inter-linkages between the hedge fund industry and the prime brokerage industry. The main aim of the dissertation is to move the existing debate on hedge fund regulation a step forward, namely from "whether" to "how" to regulate hedge funds.

371

Accordingly, the thesis argues that the indirect regulation is likely to address the contribution of hedge funds to systemic risk without compromising their benefits to financial markets.

The dissertation further conducts a comparative study of the regulatory responses to the potential contribution of hedge funds to financial instability through studying the EU Directive on Alternative Investment Fund Managers (AIFMD) and the hedge fund-related provisions of the Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act of 2010, particularly its Title IV, Private Fund Investment Advisers Registration Act, the Volcker Rule embedded in the Title VI, as well as the provisions of the Title I regarding the "Enhanced Supervision and Prudential Standards for Nonbank Financial Companies".

Notwithstanding the fact that the U.S. and the EU regulatory approaches to hedge funds originated from the same course of events, namely the global financial crisis, the ultimate policy outcomes were divergent regulatory reforms on both sides of the Atlantic. Primarily concerned with creating a single market for Alternative Investment Funds, the EU regulators initiated proposals for hedge fund regulation by giving priority to the EU passport mechanism.

Considering investor protection as a means to achieving such an end, the AIFMD was introduced under which the systemic risk concerns were only marginally addressed. In addition, giving priority to investor protection in Europe engendered a more stringent and 'direct' regulatory framework for hedge funds. However, the main concern in the U.S. still was to address the systemic risk of hedge funds. Such different regulatory objectives resulted in an 'indirect' and relatively light-touch regulation in the U.S. Therefore, in addition to imposing registration and reporting requirement on hedge funds, the Dodd-Frank Act focused on the interconnectedness of hedge funds with LCFIs which is mainly depicted in the provisions of the Volcker Rule.

Although the Dodd-Frank Act remains highly controversial regarding the ability to accomplish its own goals, based on the analytical framework of the dissertation and the study of the hedge fund industry, this thesis suggests that compared to its European counterpart, the regulation of hedge funds in the U.S. can better address the potential contribution of hedge funds to financial instability while not foregoing their perceived benefits to financial markets.

SAMENVATTING

Dit proefschrift beschrijft en beoordeelt de mogelijke bijdrage van de hedge fund sector aan financiële instabiliteit. Hiertoe worden drie belangrijke vragen onderzocht: Wat is de bijdrage van hedge funds aan financiële instabiliteit? Wat is de optimale strategie op het gebied van regelgeving om de potentiële bijdrage van hedge funds aan financiële instabiliteit aan te pakken? En pakt de nieuwe regelgeving in de VS en de EU de bijdrage van hedge funds aan financiële instabiliteit aan als ze zich conformeren aan het efficiency criterium?

Om bovenstaande vragen te kunnen beantwoorden worden drie aspecten van hedge funds en hun activiteiten die potentieel oorzaak van marktfalen kunnen zijn (bijv. informatieproblemen, concurrentieproblemen en structurele problemen) onderzocht. De aangedragen veronderstellingen die dit marktfalen verklaren worden vergeleken met bestaand empirisch bewijs. In het onderzoek naar de drie bovengenoemde oorzaken van marktfalen werden mogelijke problemen in het functioneren van hedge funds geïdentificeerd.

Met betrekking tot zorgen rond structurele problemen, die het zwaartepunt van het proefschrift vormen, wordt betoogd dat ondanks de voordelen, hedge funds een mogelijk risico vormen voor financiële systemen en bijdragen aan financiële instabiliteit. Ondanks dat hun bijdrage aan financiële instabiliteit ten eerste wordt bestreden, zijn bijvoorbeeld de grootte en de invloed, hun vervechting met Grote Complexe Financiële Instellingen (GCFIs) en de waarschijnlijkheid van kudgedrag in de sector kenmerken die financiële stabiliteit kunnen ondermijnen.

Desalniettemin suggereren de data over de grootte en de invloed van hedge funds dat deze kenmerken verre van belangrijk zijn. Echter, het empirisch bewijs van vervechting en kudgedrag is niet eenduidig en blijft een grote zorg voor regelgevers.

Gebaseerd op deze uitkomst, die de regelgevingstrategieën onderzocht om mogelijke structurele gevolgen van hedge funds op de financiële markt te identificeren, richt dit proefschrift zich met name op een specifiek aspect van regelgeving met betrekking tot hedge funds: directe ten opzichte van indirecte regelgeving. In dit opzicht levert dit proefschrift een substantiële bijdrage aan de literatuur door een gedetailleerde beschrijving te bieden van de betrekkingen tussen hedge funds en andere marktdeelnemers. Het proefschrift beschrijft met name het domein van indirecte regelgeving in relatie tot de verbanden die bestaan tussen de hedge fund markt en de primaire beleggingsmarkt. Het belangrijkste doel van het proefschrift is om het bestaande debat over regelgeving voor hedge funds een stap in de goede richting te brengen, namelijk van “of” naar “hoe” hedge funds te reguleren. Derhalve betoogt dit proefschrift dat indirecte regelgeving waarschijnlijk in staat is om de bijdrage van hedge funds aan structurele risico's te beheersen zonder de voordelen voor de financiële markt in gevaar te brengen. Tevens is er een vergelijkende studie uitgevoerd naar de reacties op het terrein van regelgeving aan de mogelijke bijdrage van hedge funds aan de financiële instabiliteit door de EU Directive on Alternative

□
□

Investment Fund Managers (AIFMD) en de hedge fund gerelateerde bepalingen in de Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act van 2010 (met name Title IV Private Fund Investment Advisers Registration Act, the Volcker Rule beschreven in Title VI, alswel de bepalingen in Title I met betrekking tot de “Enhanced Supervision and Prudential Standards for Nonbank Financial Companies” te analyseren.

Niettegenstaande het feit dat de regelgeving in de VS en de EU met betrekking tot hedge funds is ontstaan vanuit dezelfde achtergrond, namelijk de mondiale financiële crisis, de uiteindelijke beleidsuitkomsten waren verschillende beleidshervormingen aan twee kanten van de oceaan. Met name gericht op het creëren van één dezelfde markt voor alternatieve investeringsfondsen, hebben EU regelgevers voorstellen gedaan voor de regulering van hedge funds door voorrang te geven aan het EU paspoort mechanisme. Door bescherming van de investeerders te beschouwen als een manier om dit te bereiken, werd de AIFMD geïntroduceerd, waar zorgen om de systemische risico slechts marginaal werden meegenomen. Daarnaast werd, door prioriteit te geven aan bescherming van de investeerder, in Europa een meer stringent en ‘direct’ regelgevingskader gecreëerd. De belangrijkste zorg in de VS was echter nog steeds om het systemische risico van hedge funds aan te pakken. Zulke verschillende doelstellingen resulteerden in een ‘indirecte’ en relatief soepele regelgeving in de VS. Daarom richtte de Dodd-Frank Act zich, in aanvulling op het opleggen van registratie en rapportage vereiste, vooral op de onderlinge verbondenheid van hedge funds met LCFIs, wat voornamelijk staat beschreven in de bepalingen van de Volcker Rule.

Alhoewel de Dodd-Frank Act hoogst controversieel blijft ten opzichte van het vermogen om zijn

eigen doelen te bereiken, stelt dit proefschrift dat, gebaseerd op het analytische raamwerk van het proefschrift en het onderzoek naar de hedge fund sector, in vergelijking tot zijn Europese tegenhanger, de regulering van hedge funds in de VS de mogelijke bijdrage van hedge funds aan financiële instabiliteit beter aan