

Prime brokerage

servir la gestion alternative



- 18 → « La concurrence est compensée par la croissance du marché »
- 21 → À la conquête des nouveaux clients
- 24 → « L'intermédiaire financier doit intégrer l'ensemble des risques »
- 26 → Le *prime brokerage* se déploie en Europe
- 32 → La réglementation française manque de précisions

Moins encensés et médiatisés que les acteurs de la gestion alternative, les *prime brokers* n'en demeurent pas moins un maillon essentiel dans l'univers complexe des *hedge funds*. Pour nombre de gestionnaires, leurs services apparaissent comme indispensables, de la création du fonds à son fonctionnement au quotidien, en passant par la rencontre avec des investisseurs potentiels.

Encore peu nombreux en Europe, ces acteurs financiers au service des gérants de fonds alternatifs constituent aujourd'hui un noyau dur dont l'activité est en pleine expansion. Toutefois, la France ne dispose pas de réglementation spécifique au *prime brokerage*, d'où le flou persistant qui entoure le statut de cet intermédiaire financier. Parallèlement au développement de la gestion alternative, il serait donc souhaitable de conférer à cette profession une reconnaissance de son activité par la mise en place de textes réglementaires adaptés.

Nathalie Ribes

Voir aussi *Banque Stratégie* n° 214 à paraître sur le thème de la gestion d'actifs le 15 avril 2004.

« La concurrence est compensée par la croissance du marché »

Avec l'essor de la gestion alternative, les acteurs proposant des services de prime brokerage se multiplient. La diversification et la personnalisation des services proposés restent les principaux moyens de se différencier de ses concurrents.



JEAN-GAEL POULIQUEN
Directeur, responsable
des produits dérivés actions
Merrill Lynch

■ Comment définissez-vous l'activité du *prime broker* ?

C'est un prestataire de services auprès des sociétés de gestion alternative et des *hedge funds*. Son rôle est d'offrir un service intégré de règlement-livraison, de prêt-emprunt de titres, de calcul de marge, de flux financiers, etc. Tous les services proposés aux gérants sont regroupés dans une seule entité avec un seul contact, comme une offre packagée. L'objectif est de faciliter la tâche du gérant pour qu'il puisse se concentrer sur son activité principale, la gestion de ses fonds. Avoir un *prime broker* n'est pas nécessaire, mais c'est un outil de facilitation et d'optimisation des ressources financières.

Les *prime brokers* les plus présents aident aussi leurs clients à lever des fonds en introduisant des investisseurs auprès des gestionnaires des fonds alternatifs. Ces investisseurs peuvent être

des clients internes (fonds de fonds par exemple) ou externes (clients privés, fonds de pension). L'ouverture du réseau de clientèle de la banque permet ainsi aux gérants de lever des fonds et d'avoir accès à de nouveaux capitaux. Notre rôle consiste essentiellement à jouer les intermédiaires en organisant des tables rondes, des conférences, sans fournir toutefois des conseils en investissement. Ces services de «capital introduction» nous font bénéficier indirectement des retombées éventuelles, puisqu'en cas de succès, le fonds prend de l'importance et donc génère des revenus supplémentaires.

■ Comment a évolué le *prime brokerage* depuis dix ans ?

La montée en puissance du *prime brokerage* est récente, son développement date de seulement quelques années. L'offre s'est peu à peu structurée :

jusqu'au début des années 2000 il y avait deux gros acteurs, Morgan Stanley et Goldman Sachs, avec peu de concurrence. Aujourd'hui le marché est plus large et, désormais, les plus grandes banques, américaines ou européennes, ont une offre de *prime broker* complète et compétitive.

L'essor du *prime brokerage* s'est fait en parallèle de celui de la gestion alternative. Il y a dix ans, le marché de la gestion alternative était en éclosion et, il y a encore quatre ou cinq ans, on ne soupçonnait pas une croissance aussi rapide. Les changements réglementaires devraient rendre la gestion alternative ac-

cessible à toutes les catégories d'investisseurs, le besoin des services de *prime brokerage* en sera d'autant plus accru.

Parallèlement, de plus en plus d'acteurs veulent participer à cette activité fortement rémunératrice, d'autant que la part des hedge et des gestions alternatives dans les marchés prend de l'ampleur. Aujourd'hui, on estime que 25 à 30 % de l'activité quotidienne des marchés actions dans le monde résulterait des stratégies alternatives.

“Avoir un *prime broker* n'est pas nécessaire, mais c'est un outil de facilitation et d'optimisation des ressources financières.”

■ **De quelle manière les acteurs parviennent-ils à se différencier les uns des autres ?**

Il est souvent reproché à cette activité d'être très standardisée avec des approches et des services identiques. Il y a certes une palette de services identiques, mais chaque *prime broker* cherche à se différencier de ses concurrents en proposant un service particulier. Ainsi, Merrill Lynch se place sur le marché des fu-

“ Chaque *prime broker* cherche à se différencier de ses concurrents en proposant un service particulier. ”

tures et des options et propose ses services de «capital introduction». La notion de produit purement standardisé doit être relativisée. Le *prime brokerage* se définit comme une relation de confiance, tout comme avec un banquier classique, avec un tronc commun de prestations, assorti d'une gamme de services personnalisés.

■ **Comment sont évalués les tarifs des prestations ?**

Il n'est pas possible d'appliquer un barème fixe. La fourchette est variable et dépend de la taille du fonds, son historique, la stratégie utilisée, l'objectif, etc. Les coûts variables sont liés à l'activité, et sont fixés sur les coûts de financement, c'est-à-dire sur les montants que le *prime broker* va prêter ou recevoir du client.

Même si le coût initial peut paraître élevé, in fine, la société de gestion y trouve son compte parce que le *prime broker* offre des services que le gestionnaire n'a pas à aller chercher auprès d'autres prestataires. Cet investissement permet de contrôler les coûts ultérieurs.

■ **Dans un marché concentré, la concurrence doit être assez importante ?**

Aujourd'hui, la concurrence est compensée par la croissance du marché. Il y a de plus en plus d'acteurs, les marges sont sous pression, mais elles sont compensées par le volume des encours. La compétition est rude, elle se joue sur les coûts et sur les services annexes (capacités à avoir un stock de titres importants, accès à des marchés, etc). Il faut toutefois se méfier des modes, d'un engouement qui pourrait être passager et, il faudra prêter attention à l'état de sortie du marché dans quelques années.

■ **Compte tenu de cette concurrence, quel est l'avenir du *prime brokerage* ?**

C'est assez difficile à évaluer, mais je pense que l'avenir des acteurs va se jouer sur l'offre et leurs capacités à proposer des services innovants, en termes de produits, d'accès aux marchés ou de performance des systèmes technologiques. L'offre de produits de *prime brokerage* n'est pas figée, les contours ne sont pas encore bien définis.

L'avenir des *prime brokers* dépendra aussi du devenir de la gestion alternative et de son développement, des tarifs et des capacités de distribution. Certains regroupements de départements pourraient voir le jour pour atteindre cinq ou six acteurs, contre une douzaine actuellement. ■



Pour en savoir plus

sur Le *prime brokerage* et la gestion d'actif

- *Introduction aux hedge funds*, Capocci Daniel, 2004, Economica, coll. Gestion, 346 p. (2-7178-4785-5), 35 €
- *La gestion alternative*, Amenc Noël, Bonnet Sébastien, Martinelli Lionel, Economica, coll. Gestion, 2004, 374 p. (2-7178-4784-7), 35 €
- *Hedge-funds : théorie et pratiques*, Pichet Eric, Dibon Jean-Philippe, Ed. du Siècle, 2004, (2-913068-22-7), 29 €
- *La gestion alternative : objectif : performance absolue*, Bengel Eric, Ed. de Verneuil, 2001, 203 p. (2-906994-44-8), 22 €.

Ces ouvrages sont disponibles à la Librairie de la banque et de la finance ou par VPC 18, rue La Fayette, 75009 Paris.

À la conquête de nouveaux clients

Habitués à surfer sur la croissance continue du marché des hedge funds, les prime brokers se livrent aujourd'hui une lutte acharnée pour la conquête de nouvelles parts de marché.

LE MARCHÉ DES HEDGE FUNDS a connu une croissance exceptionnelle au cours des cinq dernières années. En parallèle, les services nécessaires à la gestion de ces *hedge funds* ont évolué vers des prestations de plus en plus sophistiquées. Face à cette situation, les prime brokers tentent de s'adapter.

Pendant longtemps, une offre de services de *clearing/settlement* et de reporting consolidé constituait un facteur clé de succès dans l'industrie. Le marché, sans véritables critères de différenciation, était dominé par trois majeurs : Morgan Stanley, Bear Stearns et Goldman Sachs dont la renommée était synonyme de qualité. La part de marché de ce trio de tête est alors devenue écrasante avec environ 75 % des actifs gérés en 2002.

Aujourd'hui la croissance du marché des *hedge funds* se confirme, tant en nombre de créations qu'en montants d'actifs gérés, et leurs besoins ne cessent

de se complexifier (graphique 1 et 2). Entre 1990 et 2001, le nombre de *hedge funds* créé a progressé de 19 % en croissance annuelle moyenne. Les projections semblent indiquer que cette tendance devrait se maintenir, voire s'accroître avec en 2006 un nombre de *hedge funds* avoisinant les 8 000. En termes d'actifs gérés, l'accroissement est encore plus notable avec une progression annuelle moyenne proche de 26 % sur la période 1990-2000. Les perspectives d'accélération importantes de la croissance devraient encore favoriser cette évolution avec un montant d'actifs sous gestion proche des 11 000 milliards de dollars en 2006.

DES BESOINS RÉCENTS

La gestion alternative, et par effet de contagion le marché du *prime brokerage*, se voit contrainte de respecter un cadre réglementaire toujours plus strict. Mê-

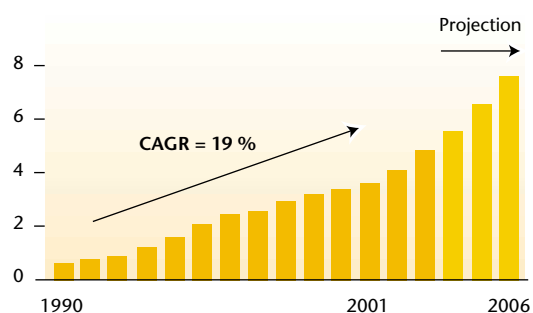


NICOLAS CHAPIS
Senior manager
INEUMconsulting



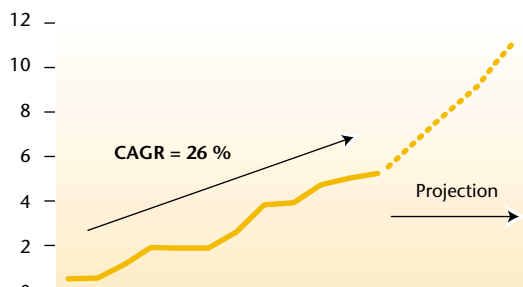
BENJAMIN CLERC
manager
INEUMconsulting

1. Croissance du nombre des hedge funds



CAGR : Compound Annual Growth Rate (taux de croissance annuel composé)

2. Croissance des avoirs gérés au travers de hedge funds



Sources : Celant Communications.

“La diversité des stratégies d'investissement et l'utilisation massive de produits dérivés constituent des facteurs de complexification dans l'offre de service.”

me si ce dernier exige déjà des cellules de contrôle des risques avec des moyens humains et matériels, l'évolution naturelle tend vers une protection accrue des investisseurs.

La récente étude de FichtRatings, agence de notation spécialisée dans la gestion d'actifs, souligne que des efforts doivent être encore faits. «*La complexité des stratégies et l'utilisation intensive de produits dérivés multiplie la probabilité de risques opérationnels*», avance Aymeric Poizot, directeur adjoint au département notation des sociétés de gestion chez Ficht-Ratings.

Aux États-Unis, la Securities and Exchange Commission (SEC) prévoit l'introduction de nouvelles règles de gestion et de *reporting* légal d'ici à la fin 2004. Celles-ci incluront probablement l'obligation pour les *hedge funds* de se conformer à l'*Advisers Act*¹.

Ces contraintes réglementaires, qui pèsent sur la gestion alternative, poussent inévitablement les *prime brokers* à adapter leur offre. Ceci passe par la mise en place de services liés à la gestion de portefeuille notamment axés sur la gestion des risques. Ces services à forte valeur ajoutée réclament de lourds inves-

tissements dans la technologie. Les stratégies d'investissement de plus en plus complexes et l'utilisation massive de produits dérivés constituent également des facteurs de complexification dans l'offre de service des *prime brokers* (graphique 3). En effet, ces derniers doivent répondre à cette nouvelle demande par la mise en place de services innovants tant sur les aspects de gestion de portefeuille (allocation d'actifs, gestion des risques, *reporting*, comptabilité) que sur les aspects de financement (prêt de titres, financement).

DE NOUVEAUX TYPES DE CLIENTS POTENTIELS

Parallèlement à ces nouveaux besoins, d'autres types de clients se sont positionnés comme acheteurs de services de *prime brokerage* : les gérants de fonds de fonds, les consultants/administrateurs, les auditeurs et les clients privés à fort potentiel. Ils ont ainsi apporté une dimension supplémentaire à la demande, complexifiant de fait l'offre de services des *prime brokers*.

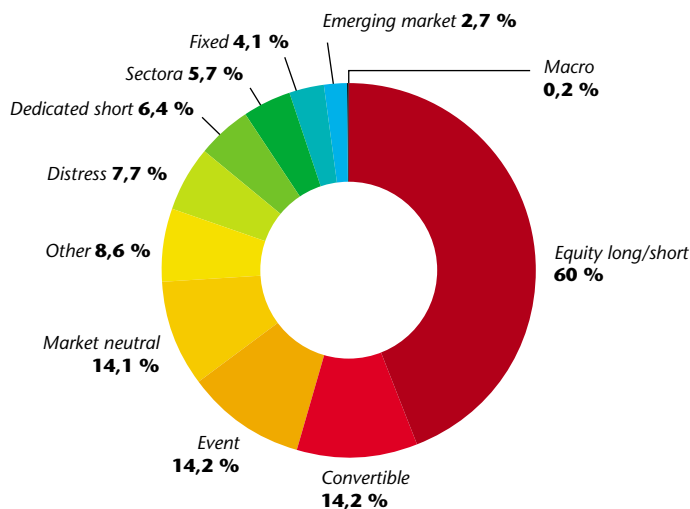
Ainsi, de services classiques liés aux opérations que l'on peut qualifier de «services de base» (*clearing/settlement, execution, custody...*) aux services à forte valeur ajoutée que sont l'allocation de portefeuille, les services fiscaux ou l'administration de fonds en passant par le *reporting* et les services liés à la gestion des risques, les *prime brokers* doivent offrir une gamme extrêmement large de services à plus ou moins forte valeur ajoutée.

L'élargissement de la palette de services offerts contraint les *prime brokers* à développer un avantage concurrentiel sur chaque maillon de la chaîne de valeur des services. Pour cela, plusieurs leviers d'action sont à leur disposition.

Le premier de ces leviers est la nécessité de réaliser une segmentation client poussée. Les pistes de segmentation de clientèle qui sont habituellement utilisées sont : la stratégie d'investissement utilisée par les *hedge funds*, leur taille, leur degré de maturité, leur nationalité. L'objectif ultime d'une telle segmentation est l'adéquation de l'offre de services aux besoins clients. Ceci dans le but de pouvoir sortir rapidement des segments de marché peu performants et d'accentuer les efforts

¹ Loi de 1940, régulièrement amendée, visant à protéger les investisseurs par la mise en place de contraintes réglementaires pour les gérants de fonds (obligation de conseil notamment).

3. L'offre de service des *prime brokers*



d'investissement sur les segments les plus prometteurs.

D'autre part, l'accent sur la technologie avec la mise en place de système de gestion multi produits/multi devises intégrés est devenu un levier de compétitivité important pour les *prime brokers* dans leur lutte pour gagner des parts de marché.

Enfin, la «commoditisation» de l'offre de services à faible valeur ajoutée (en amont sur la chaîne de valeur) pousse à l'utilisation de facteur d'échelle afin de réduire les coûts. L'objectif est d'augmenter la productivité sur ce type de service (exécution d'ordres, règlement-livraison, *custody*), pour maintenir un avantage concurrentiel en termes de prix.

Finalement, la complexification des services demandés par les *hedge funds* a entraîné l'apparition de nouveaux entrants sur le marché du *prime brokerage*. Ces acteurs de niches se sont positionnés sur des services très spécialisés sou-

vent à forte valeur ajoutée et avec des niveaux de marge plus élevés.

Aujourd'hui, le regroupement des acteurs du marché du *prime brokerage*

semble être une évolution logique.

En effet, la nécessité d'atteindre une taille critique sur les services à faible valeur ajoutée pour-

rait bien déclencher une vague de concentration. La reprise des activités de *prime brokerage* d'ABN Amro aux États-Unis par l'UBS en est peut-être une première illustration. Le rachat d'acteurs de niche offrant des services différenciants où les marges restent attractives par les majors du secteur constitue une évolution potentielle naturelle. Celle-ci pourrait bien se poursuivre dans les mois ou années à venir si les conditions de marché demeurent propices à de telles opérations. ■

“Le regroupement des acteurs du marché du *prime brokerage* semble être une évolution logique.”

« L'intermédiaire financier doit encadrer l'ensemble des risques »

YVES-FRANÇOIS BROGARD
 Directeur, Global Equity
 Prime Services
 Deutsche Bank

À l'instar de chaque intervenant sur les marchés financiers, le prime broker est confronté à plusieurs risques inhérents à son activité. Pour limiter ses risques, la mise en place de systèmes de contrôle est nécessaire.

■ Quelles sont les raisons qui poussent les gérants de *hedge funds* à faire appel à un *prime broker* ?

Le *prime broker* offre l'ensemble des services nécessaires à la gestion d'un fonds alternatif. Il assume le rôle de dépositaire pour le fonds en question, avec notamment l'ensemble des opérations de règlement livraison, le suivi des opérations sur titres, le financement du fonds, le prêt de titres pour permettre la couverture des ventes à découvert ainsi qu'une myriade de services à valeur ajoutée. Il met ainsi à la disposition de ses clients un ensemble de services logistiques pour faciliter l'établissement de son activité, ainsi que des outils destinés à la gestion quotidienne, tels que des systèmes d'analyse de risque performants, de financement élaborés incluant l'ensemble des différentes stratégies de *trading*.

Le *prime brokerage* facilite également l'accès aux différents services internes de la banque aux gérants (*trading*, recherche, *direct market acces & connectivity*, *global markets*).

■ Offrez-vous également des services distincts de ceux de vos concurrents ?

Nous avons développé un système d'analyse de risque sophistiqué. Ce système se base sur une analyse de calcul de VAR (*Value at Risk*) présentant au gestionnaire les risques associés par

catégorie, par secteur, par produit et par pays. Ce système permet également l'analyse de l'ensemble des positions détenues par le fonds ainsi que la possibilité d'effectuer des simulations en temps réel, afin d'envisager l'impact de nouvelles positions sur le portefeuille. Dans un souci de transparence, le gérant peut également donner accès aux investisseurs au système d'analyse de risque. Cette flexibilité permet de donner une vision globale des stratégies et produits utilisés dans la gestion des fonds. Afin de maximiser l'utilisation du capital et l'effet de levier, un système de calcul de financement permet de combiner les différentes classes d'actifs. Enfin, nous proposons aux gérants l'accès à certains marchés ou certaines stratégies grâce à une gamme complète de produits dérivés totalement intégrés dans l'activité de *prime brokerage*.

Un fonds peut-il avoir recours à plusieurs *prime brokers* à la fois ?

Il est courant que certains organismes de placement collectifs, notamment les plus importants, ou ceux utilisant des stratégies de *trading* complexes (par exemple *convertible bond arbitrage*, *merger arbitrage*, *risk arbitrage*) fassent appel à plusieurs *prime brokers*.

Cette tactique permet au gérant de diversifier les risques inhérents au re-

cours d'un prestataire unique, d'avoir accès à l'ensemble des services offerts par la banque, d'assurer un accès stable au prêt de titres (spécialement pour les petites et moyennes capitalisations). Ainsi, pour l'emprunt de titres, l'inventaire d'un seul *prime broker* peut s'avérer insuffisant. Enfin, cela permet de maintenir une qualité de services hors pair entre les différents *prime brokers* et des tarifs compétitifs.

Le recours à plusieurs interlocuteurs nécessite toutefois une logistique pointue au niveau des démarches plus importantes. Ainsi, l'ensemble des opérations (transactions, exécutions, prêt de titres, opérations sur titres, appel de fonds) doit être réconcilié avec chaque *prime broker*. La multiplication des opérations peut compliquer le processus de réconciliation et de contrôle, mais les récents progrès en matière technologique rendent la tâche beaucoup plus aisée.

■ Quels sont les risques pris par le *prime broker* ?

Il y a quatre principaux risques. Le premier est le risque de marché, puisque la valeur du collatéral varie. Le *prime broker* doit se protéger contre une baisse des actifs ou contre une hausse massive

des appels de marges. Il doit être en mesure de calculer la valeur des fonds chaque jour.

En ce qui concerne le risque opérationnel, le *prime broker* doit être capable de procéder aux opérations de règlement livraison, de réconciliation, pour l'ensemble de ses clients.

Pour la réglementation légale, le *prime broker* doit encadrer l'ensemble des risques inhérents à tous les produits exécutés par les clients (actions, *futures*, options, change, produits de crédit). Enfin, le *prime broker* doit s'assurer de bien comprendre ses clients, leurs stratégies et la structure des fonds pour maîtriser le risque attaché au crédit.

Afin de répondre à toutes ces exigences, Deutsche Bank Equity Prime Services a mis en place une infrastructure qui combine à la fois l'expertise légale et déontologique, l'analyse de crédit, l'analyse de risque, les capacités opérationnelles à communiquer à tous les intervenants (fonds, société de gestion, *offshore fund* administrateur, auditeurs, avocats) et les capacités de *trading* (*front office*) à travers tous les produits. ■

“Le recours à plusieurs *prime brokers* permet de maintenir une qualité de services hors pair et des tarifs compétitifs.”

N. B.

Le prime brokerage se déploie en Europe

Assimilé à un intermédiaire financier et à un coordinateur entre les acteurs de la gestion alternative, le prime broker joue un rôle important.

En Europe le développement rapide de la gestion alternative devrait voir la place du prime broker se conforter.



GÉRARD DE LAMBILLY
Directeur juridique Europe
Fimat International
Banque SA¹

LA GESTION D'ACTIFS POUR COMPTE de tiers a connu ces dernières années un développement rapide en Europe. À côté de la gestion traditionnelle, la gestion de fonds alternatifs prend une part de plus en plus importante.

En Europe, les autorités de marché n'ont pas défini de manière précise les termes fonds d'investissement alternatif (*hedge funds*) ainsi que *prime broker*. Les fonds alternatifs peuvent être entendus comme tout organisme de gestion collective non soumis à la réglementation sur les OPCVM transposant la directive 85/611/CEE. En effet, cette catégorie de fonds a pour principales caractéristiques l'absence de contrainte, que ce soit dans le choix des actifs sous gestion, des marchés financiers et des techniques financières utilisées. Les stratégies les plus connues sont *long/short equity*, *volatility arbitrage*, *event driven*, *equity market neutral*, *global macro*, *fixed income arbitrage*, *dedicated short bias*, *emerging markets*, *distressed securities and managed futures*². Le gérant souscrit également souvent des parts du fonds, le niveau minimum de souscription est élevé, la politique de souscription et de rachat est libérale, la rémunération du gestionnaire est largement liée à sa performance (*incentive fee*). Enfin, il utilise le plus souvent les services d'un *prime broker*.

Si la gestion alternative pour compte de tiers est aujourd'hui mieux connue, la fonction du *prime broker* l'est beaucoup moins. Ce terme provient de l'industrie américaine des *broker-dealers* de valeurs mobilières. La Securities Exchange Commission (SEC) définit le *prime broker account* comme étant un compte ouvert chez un *broker-dealer* pour faciliter le règlement/livraison des transactions et permettre au client de placer des ordres avec d'autres *executing brokers* en vue de leur compensation par le *prime broker* qui assure la bonne fin des opérations.

En avril 2000, l'autorité de marché irlandaise (IFSRA) a fait circuler un projet d'instruction visant à définir les conditions dans lesquelles les *hedge funds* de droit irlandais pouvaient désigner un *prime broker*. Ce document est le premier émis sur le sujet par une autorité de marché européenne.

UNE OFFRE GLOBALE DE SERVICES

Le *prime broker* pourrait être défini comme un prestataire de services d'investissements fournissant à des *hedge funds* et à leurs mandataires des services financiers et des prestations techniques adaptés aux besoins de la stratégie alternative choisie. Il est désigné par la société de gestion du *hedge fund* et est, avec le dépositaire « *custodian/trustee* » et l'administrateur, l'un des acteurs principaux tout au long de la vie du fonds.

¹ Fimat International Banque SA, filiale de la Société Générale, fournit à travers sa division Fimat Alternative Investment Solutions des services de *prime brokerage*.

² *Implications of the growth of hedge funds*, Staff reports to the SEC, Sept. 2003 (voir www.sec.gov/news/studies/hedgefunds0903.pdf p 33 et s.).

L'activité de *prime brokerage* connaît en Europe une concurrence accrue. Le marché se morcelle en faveur des établissements financiers européens au détriment des larges établissements financiers américains représentés en Europe. Il est vrai que les *prime brokers* américains sont traditionnellement présents sur les stratégies actions. Or, la volatilité extrême du marché actions ces dernières années a amené les gérants à se diversifier sur les marchés de taux, de changes et de matières premières. Les évolutions réglementaires en Europe en matière de gestion alternative amènent l'industrie à s'interroger sur le rôle du *prime broker* et sur les raisons de son existence.

Lors de la phase de création ou de démarrage du fonds, le *prime broker* peut agir comme un coordinateur entre les différents acteurs. Cela est vrai tout particulièrement pour les *hedge funds* indépendants. Leurs gérants, souvent issus des salles de marché d'importants établissements financiers internationaux, recherchent une assistance dans la mise en place du fonds. Le *prime*

broker met, dans ce cas, en relation le candidat gérant avec l'administrateur, le *custodian/trustee*, les auditeurs et autres fournisseurs de services. Il vérifie les documents constitutifs du fonds et s'assure que la convention de gestion et le cas échéant, la délégation de gestion financière (*trading advisory agreement*) sont en place. Il opère des vérifications sur le fonds et ses acteurs (*know your customer*) et effectue des contrôles en conformité avec la réglementation relative à la lutte contre le blanchiment. Une fois le fonds créé, le *prime broker* peut, à titre accessoire, mettre en relation des investisseurs et les gérants (*capital introduction*). Son rôle se limite à présenter des prospectus aux gérants à l'occasion de réunions ou de séminaires.

En ce qui concerne l'exécution des transactions, le *prime broker* est un intermédiaire habilité à réceptionner, transmettre et exécuter

“Le marché se morcelle en faveur des établissements financiers européens au détriment des acteurs américains représentés en Europe.”

“ La réaction des autorités de marché au sein de l'Union européenne est un atout. ”

des ordres pour le compte de tiers. Les ordres peuvent être passés par le gérant ou son mandataire (*trading advisor*) soit par téléphone soit par un système de routage électronique. Le *prime broker* exécute des transactions sur les marchés réglementés mais aussi de gré à gré. Il s'assure du dénouement des transactions qui sont exécutées sur les marchés réglementés, assume le risque de règlement/livraison des valeurs mobilières et des espèces, consécutivement aux opérations qu'il a exécutées pour le compte

du *hedge fund*.

La nature particulière de la chaîne de titres selon le pays de l'émetteur nécessite de disposer d'un réseau de correspondants locaux. Pour les contrats à terme (*futures*), le *prime broker* agit comme adhérent-compensateur auprès de la chambre de compensation et assure par conséquent la bonne fin des négociations qu'il prend en compte en assurant le dénouement.

Pour le financement des marges (*margin financing*), le *prime broker* accepte des découverts sur le compte espèces du *hedge fund* à condition de mettre en place un contrat de garantie financière (*collateral arrangement*) lui permettant de couvrir à la fois son risque de crédit et le risque de marché pris par le gérant. Par ailleurs, il est habituel pour un *prime broker* de globaliser la gestion des marges et du collatéral. L'optimisation du calcul des marges prend en compte le risque de marché appliqué à l'ensemble des positions. Cela contribue à favoriser l'effet de levier recherché par la stratégie du fonds. La constitution de marges espèces par produit n'est en effet pas la norme. Le *hedge fund* recherche une approche multi-produits et un calcul des marges prenant en compte le collatéral titres, espèces et autres instruments financiers. Cette gestion globalisée des marges est connue sous le nom de « *cross marginning* ».

En ce qui concerne la cession temporaire de titres (*stock lending*), le *prime broker* facilite, lorsque la réglementation l'autorise, les ventes de titres à découvert (*short selling*). Pour chaque titre vendu à découvert, le *hedge fund* em-

prunte ladite valeur mobilière à titre de couverture auprès de son *prime broker*.

TENUE DES POSITIONS ET CONSERVATION DES ACTIFS

Le *prime broker* est aussi responsable du dépouillement des opérations et de l'inscription en compte des instruments financiers et des espèces. En matière de valeurs mobilières, le *prime broker* agissant comme *custodian* du *hedge fund* utilise le plus souvent les services d'un sous-conservateur/teneur de compte de titres. Il assure, directement ou via un sous-conservateur, le suivi des opérations sur titres.

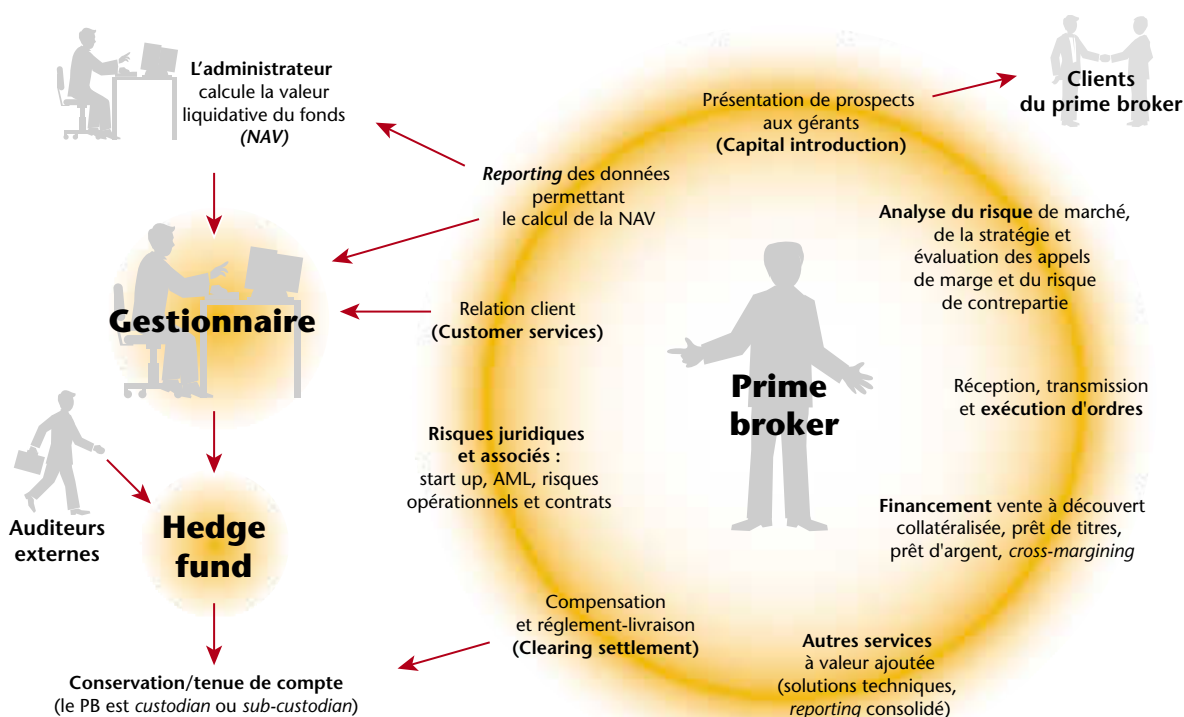
Pour la transmission d'information (*reporting*), il s'engage à transmettre les détails des opérations pendant leur dénouement et à faire un état des opérations dénouées et des marges. Il communique ainsi au gérant un relevé global de situation des comptes. Le gérant peut consulter via Internet les états des positions et comptes de marge. Outre la compensation sur les marchés réglementés de valeurs mobilières et de produits dérivés, le prestataire de services peut également centraliser les opérations OTC dérivées et sur devises que le gérant a initiées avec le *prime broker* ou des contreparties.

La communication de données est un autre domaine de compétences : le *prime broker* évalue la valeur de marché du portefeuille du fonds (*mark to market*), les risques liés aux positions ouvertes et la valeur du collatéral. Il détermine ainsi la valeur des comptes (*net liquidating value* ou NLV). Ce chiffre communiqué au gérant et à l'administrateur permet à ce dernier de calculer la valeur liquidative du *hedge fund*.

Enfin, le prestataire de services est en charge de la surveillance du risque (*risk monitoring*). L'affaire *Long Term Capital Management*³ a dévoilé aux autorités de marché américaines les risques inhérents à l'utilisation des effets de levier en l'absence d'outils appropriés de contrôle des risques. Les *prime brokers* ont de fait développé des services dits à valeur ajoutée, parmi lesquels les services de calcul et de *monitoring* des risques de marché. Ils peuvent ainsi évaluer le risque encouru par le portefeuille du fonds en le soumettant à des conditions normales

3 En avril 1999 le President's Working Group on Financial Markets a publié son rapport *Hedge Funds, Leverage, and the Lessons of Long-Term Capital Management*. Ce rapport étudie les raisons de la quasi-défaillance en septembre 1998 du *hedge fund* Long-Term Capital Management.

Les services du prime broker



de marché pendant une période déterminée (*value at risk* ou *VAR*) et mesurer le risque en simulant des événements de marché extrêmes sur une période considérée (*stress testing*).

En somme, le rôle du *prime broker* a pris de l'envergure ces dernières années à mesure que ses services se sont multipliés. Les avantages pour le gestionnaire du fonds sont divers : contrôle au cours de la journée des positions ouvertes et de la couverture correspondante ; centralisation de la fonction post-exécution des transactions ; sous-traitance des aspects opérationnels ; simplification des relations avec les intermédiaires par la mise en place d'une relation centralisée ; calcul globalisé des appels de marge permettant une réduction de la consommation en capital et l'optimisation de l'effet de levier ; offre multi-services due au rattachement du *prime broker* à un groupe bancaire et financier ; accès aux *liquidity providers*.

VERS UN RENFORCEMENT DU RÔLE DU PRIME BROKER EN EUROPE

La réaction des autorités de marché au sein de l'Union européenne est un atout. Ainsi, le gestionnaire souhaitant opérer en Europe et offrir des produits

de gestion alternative à des résidents européens suivra avec intérêt les évolutions réglementaires dans l'Union européenne.

L'IFSRA a posé dans son projet de *Guidance Note 2/00*⁴ les conditions minimales qui s'imposent à un *qualified investment fund* ou *professional investment fund* souhaitant utiliser les services d'un *prime broker*. Parmi ces conditions, le *prime broker* ou sa maison-mère doit avoir une notation minimum de A1/P1, des fonds propres (*shareholders' funds*) supérieurs à 200 millions d'euros et être agréé comme *broker* par une autorité approuvée par l'IFSRA. Il peut utiliser pour ses propres besoins les actifs remis en collatéral dans la limite de 100 % de la valeur des dettes dues par le *hedge fund*. L'autorité irlandaise souhaite réactualiser son instruction et revoir notamment sa position sur l'utilisation du collatéral par le *prime broker*. Cette révision devrait aller dans le sens d'un assouplissement des règles actuelles.

L'approche de l'autorité luxembourgeoise (CSSF) est pragmatique. Celle-ci a publié la circulaire 02/80 en décembre 2002 concernant les règles spécifiques applicables aux organismes de placement collectif luxembourgeois adoptant des stratégies d'investissement

⁴ Irish Financial Services Regulatory Authority, IFSRA Guidance note 2/00 *Appointment of prime brokers by collective investment schemes.*

“ Le cadre réglementaire relatif au dépositaire d'OPCVM et son rôle pivot restent un modèle auquel les autorités de régulation se réfèrent dans leur réflexion. ”

dités alternatives. La CSSF n'a pas clarifié dans cette circulaire les conditions de la nomination d'un *prime broker*. Cependant, la circulaire précise que le risque de contrepartie lors d'opérations de prêt de titres ne peut pas être supérieur à 20 % de l'actif de l'OPC (Organisme de placement collectif). Par ailleurs, les OPC peuvent accorder des « sûretés qui n'ont pas d'effet translatif de propriété ». La CSSF apprécie, au cas par cas,

pour chaque OPC, la limite des actifs que le *prime broker* peut prendre comme collatéral et utiliser pour ses propres besoins.

Il convient de mentionner le rapport du Parlement européen sur l'avenir des *hedge funds* en date du 17 décembre 2003⁵.

Ce rapport invite la

Commission européenne à introduire des règles minimales concernant la gestion alternative. Bien que cette démarche soit encourageante, ce rapport appelle des observations de la part des professionnels.

Enfin, la transposition de la directive concernant les contrats de garantie financière⁶ dans les états membres devrait clarifier le principe de transfert de propriété à titre de garantie. En Angleterre, la loi de transposition de la directive (*Financial Collateral Arrangements (n° 2) Regulations 2003*) simplifie les formalités de prise des sûretés, renforce l'efficacité des mécanismes de *close-out netting* en cas de faillite de la contrepartie et confirme le droit pour le créancier d'utiliser les actifs détenus comme collatéral. Ces évolutions devraient simplifier la mise en place et l'exécution des sûretés.

UNE APPROCHE RIGIDE DANS LA MISE EN PLACE DE HEDGE FUNDS EUROPÉENS

Le cadre réglementaire relatif au dépositaire d'OPCVM et son rôle pivot restent un modèle auquel les autorités de régulation se réfèrent dans leur réflexion sur les fonds alternatifs. La mission du dépositaire est fixée par des textes mettant à sa charge une lourde responsabilité

dans l'exécution de sa mission de surveillance. S'il peut se faire assister par des intermédiaires dans l'exécution de certaines tâches, il ne demeure pas moins responsable en cas d'inexécution ou mauvaise exécution de celles-ci. Pour la CSSF, « il s'ensuit que le dépositaire ne peut en aucun cas se décharger de sa responsabilité de surveillance ». Les règles relatives aux dépositaires d'OPCVM ne prennent pas en compte les spécificités des *hedge funds* et la participation du *prime broker* au déroulement des opérations du fonds. Pourtant, il serait souhaitable de définir les obligations spécifiques du dépositaire et le cas échéant du *prime broker*, puis de fixer un cadre contractuel minimum visant à délimiter la part de responsabilité de chacun. La vigueur du lien contractuel est suffisante pour organiser la manière dont le *custodian/trustee*, le *prime broker* et le *hedge fund* doivent remplir leurs obligations. Les contractants pourraient délimiter, par rapport aux règles applicables aux OPCVM, le domaine des engagements assumés. Cette approche est celle adoptée pour les *hedge funds off shore*, c'est-à-dire que la responsabilité contractuelle encourue est proportionnelle aux tâches assumées.

Les régulateurs européens sont conscients du risque de contrepartie pris par un fonds sur son *prime broker*. Ce dernier, en offrant du financement de marges et des prêts de titres au *hedge fund*, s'expose comme prêteur au risque de défaillance du fonds. Pour se protéger, il détient les actifs du fonds (en totalité ou pour partie) souvent en pleine propriété. Dès lors, la défaillance du *prime broker* peut rendre difficile la reprise en possession des actifs du fonds. Ce risque théorique existe. Cependant, le renforcement de la réglementation sur les fonds propres et la mise en place de nouveaux contrôles prudentiels⁷ devraient être de nature à apaiser les inquiétudes des régulateurs sur le risque de défaillance des *prime brokers* européens.

En définitive, il paraît souhaitable, afin de voir la fonction de *prime broker* se développer en Europe, que les autorités de régulation adoptent une approche prudente mais non conservatrice dans la mise en place de textes accompagnant le développement de la gestion alternative en Europe. ■

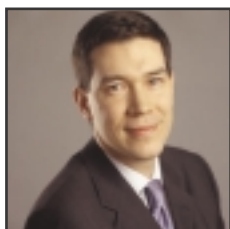
5 Parlement européen, Comité des affaires monétaires et économiques, *Rapport sur l'avenir des hedge funds et des dérivés* en date du 17 décembre 2003 (2003/2082 (INI)), Rapporteur John Purvis.

6 Directive 2002/47/CE du 6 juin 2002.

7 Les recommandations dites de Bâle II devraient être introduites courant 2005 dans la législation des états membres, après l'adoption de la nouvelle directive sur l'adéquation des fonds propres.

La réglementation française doit être adaptée

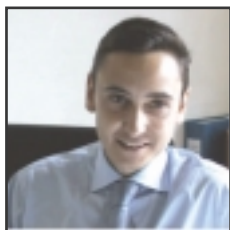
Malgré la montée en puissance du rôle du prime broker en gestion alternative, un vide réglementaire persiste autour de cette profession. Pour éviter toute ambiguïté, les autorités de tutelle et les acteurs de la gestion d'actifs devront réfléchir à une réglementation plus adaptée.



FABRICE BUSSIÈRE

Direction des affaires juridiques

SGAM



STÉPHANE PUEL

Avocat

Cabinet Gide Loyrette Nouel

LA CROISSANCE QUASI-ININTERROMPUE des marchés financiers à la fin des années 1990 a soutenu de façon importante les investissements des véhicules d'épargne collective dans les valeurs mobilières cotées. Dans le contexte de marché plus difficile de ces dernières années, l'intérêt des investisseurs s'est naturellement porté vers des stratégies de gestion dites « alternatives », qui favorisent une certaine décorrélation entre les performances des fonds gérés et les marchés financiers. La progression de la gestion alternative a été importante ces dernières années, le nombre de fonds alternatifs ayant été multiplié par plus de cinq entre 1988 et 2003 et leur nombre est aujourd'hui estimé à plus de 7 000. Plus que le nombre de fonds, les encours sous gestion ont également progressé de façon spectaculaire, pour atteindre plus de 650 milliards de dollars fin 2002, soit près de vingt fois plus qu'en 1988¹.

En France, l'essor de la gestion alternative est récent, principalement sous la forme de multigestion (OPCVM de fonds de gestion alternative). En effet, à la différence d'autres juridictions, l'utilisation d'instruments financiers de gré à gré (dérivés et acquisitions ou cessions temporaires de titres) par les OPCVM

français a toujours été strictement encadrée, limitant d'autant le développement des fonds alternatifs. Ce n'est que face à la demande croissante des investisseurs et à la nécessité d'une offre plus structurée, afin de maintenir le niveau de compétitivité de la place de Paris, que les autorités de tutelle et les professionnels ont engagé ces dernières années une réflexion sur ce thème.

Cette réflexion a abouti en premier lieu à l'adoption en 2003 d'un relevé de décisions Cob sur la multigestion alternative², dont certaines dispositions ont été intégrées lors de la dernière modification du décret n° 89-623 du 6 septembre 1989³, et qui a indéniablement constitué un premier pas de l'intégration de la gestion alternative dans l'univers réglementaire français. Une seconde étape a été récemment franchie avec la reconnaissance par la loi de sécurité financière du 1^{er} août 2003 d'OPCVM bénéficiant de règles d'investissement assouplies. Ainsi, la création des OPCVM à règles d'investissement allégées à effet de levier et des OPCVM contractuels devrait fortement favoriser la création de fonds de gestion alternative *on shores*, autorisant ainsi une réelle concurrence avec les fonds *off shores* qui constituent le réceptacle traditionnel de la gestion alternative.

1 Source: F. Haas, N. Amenc, M. Vaissié, Les défis de la gestion alternative, Revue de stabilité financière, n° 3, nov. 2003, p. 103.

2 La multigestion alternative, relevé de décisions, Bull. Cob avril 2003, n° 378, p. 11.

3 Cf. décret n° 89-623 du 6 septembre 1989, modifié par le décret n° 2003-1103 du 21 novembre 2003.

Pour autant, ces innovations essentielles doivent également être accompagnées d'une réflexion plus globale sur la place des acteurs concourant au développement de cette gestion, et notamment le *prime broker*. En effet, ce dernier est le partenaire traditionnel de toute société de gestion alternative. À l'origine, les premières sociétés de gestion alternative disposaient souvent de moyens techniques et humains réduits. Ces petites « boutiques » avaient, faute de surface financière, peu accès aux services financiers des grands établissements. C'est la raison pour laquelle, dès le début des années quatre-vingt, des établissements financiers anglo-saxons ont structuré une offre de services visant à fournir aux gérants des services différents, tels que l'exécution des transactions sur les marchés réglementés ou de gré à gré, le financement des transactions initiées par le gérant, la centralisation des comptes ouverts au nom du fonds (production de confirmations d'opérations, gestion des OST...), le contrôle des risques ainsi que des services de commercialisation et de marketing (service dit de *capital introduction*). L'offre de services multiples par un même prestataire permet aux fonds de gestion alternative de bénéficier de frais de transaction et de services réduits par rapport à un recours à des prestataires multiples et présente l'avantage pour la société de gestion de n'avoir recours qu'à un seul intermédiaire, le *prime broker*, pour régir l'ensemble de ces services.

Toutefois, le *prime broker* est un acteur encore inconnu dans le paysage réglementaire français. Sa reconnaissance suppose préalablement de répondre à trois interrogations.

LE RÔLE DU DÉPOSITAIRE D'OPCVM

Longtemps, les *prime brokers* ont été exclusivement des établissements anglo-saxons, à l'exclusion des établissements français. La raison se trouve dans la place réservée par le droit français au dépositaire. Le Code monétaire et financier impose que les actifs des OPCVM français soient conservés par un dépositaire unique dont le siège social se situe en France⁴. Certes, l'instruction Cob de novembre 1993 sur les missions et moyens du dépositaire prévoit que le dé-

positaire français peut déléguer la conservation des actifs des OPCVM, y compris à l'étranger, mais sous certaines conditions uniquement (en termes de contrôle notamment). Il n'en demeure pas moins que le dépositaire français reste en tout état de cause responsable vis-à-vis des porteurs et de l'OPCVM.

La gestion alternative fonctionne selon une philosophie différente. Par définition, tout ou partie des actifs d'un fonds de gestion alternative va devoir être transféré au *prime broker*, en garantie du financement qu'il accorde au fonds et des opérations qu'il exécute pour son compte. Les grands établissements français ne disposant pas jusqu'à récemment de services de *prime brokerage*, une telle responsabilité a pu constituer pour les dépositaires français un frein important à de possibles délégations de leurs tâches à des *prime brokers* externes à leur groupe. Cette limite revêt d'autant plus d'importance en gestion alternative qui met en place des stratégies complexes, voire spéculatives et risquées.

Par ailleurs, les conventions de *prime brokerage* stipulent que le *prime broker* bénéficie de garanties de la part de l'OPCVM, notamment sous la forme d'un transfert de propriété sur tout ou partie des instruments financiers qui sont conservés par lui. Ce dernier peut dès lors utiliser les titres pour son propre compte (y compris pour se couvrir des positions prises en qualité de contrepartie du fonds) et ne s'engage vis-à-vis du fonds qu'à lui fournir des titres identiques ou équivalents. En droit français, le Code monétaire et financier⁵ et l'instruction Cob de novembre 1993 prévoient que les conservateurs d'instruments financiers peuvent, par exception au principe général de ségrégation

“ Les innovations essentielles de la gestion alternative doivent être accompagnées d'une réflexion sur la place des acteurs concourant à son développement, notamment le *prime broker*. ”

⁴ Article L. 214-16 du Code monétaire et financier pour les Sicav, article L. 214-26 pour les FCP.
⁵ Article L. 533-7 du Code monétaire et financier.

des avoirs des clients, utiliser pour leur propre compte les instruments financiers dont ils ont la garde « avec le consentement explicite de l'investisseur ». Reste à déterminer la forme et la portée de ce consentement, notamment en termes de transfert de propriété des titres au profit du *prime broker*. Il convient en pratique de s'assurer que ces dispositions n'ont pas pour conséquence de priver le *prime broker* d'utiliser à son entière discrétion les instruments financiers conservés, et ce, avec un simple accord général consenti par l'OPCVM dans la convention de *prime brokerage*.

LES CATÉGORIES D'OPCVM CONCERNÉES

La réglementation française impose également aux OPCVM de diversifier leurs contreparties lors de la conclusion de transactions de gré à gré. Le décret du 6 septembre 1989 limite le risque de contrepartie des OPCVM « traditionnels » sur une même contrepartie pour ces opérations à 10 % de l'actif du fonds. Cette disposition trouve son fondement dans la nécessité de limiter les risques auxquels un OPCVM peut être exposé sur une même entité au titre de ses opérations de hors bilan. Or, par définition, le principe du re-

“Le *prime broker* est un acteur encore inconnu dans le paysage réglementaire français.”

cours à un *prime broker* s'inscrit dans une démarche inverse, puisqu'elle a pour objet de concentrer sur une même entité l'ensemble des opérations effectuées par l'OPCVM. Il convient toutefois de souligner que ce ratio de contrepartie n'a pas vocation à s'appliquer à tous les OPCVM. En effet, les OPCVM à règles d'investissement allégées à effet de levier ainsi que les OPCVM contractuels, tels que créés par la Loi de sécurité financière, ne sont pas tenus de respecter ce ratio. En conséquence, ces deux seules catégories d'OPCVM pourraient recourir à un

prime broker pour leur gestion. Cette contrainte a néanmoins peu de portée en pratique, dans la mesure où seules ces deux catégories d'OPCVM peuvent réglementairement mettre en place de véritables gestions alternatives. Ces fonds ne peuvent néanmoins être souscrits que par des investisseurs qualifiés ou avertis (définis dans le futur règlement général de l'AMF), ce qui a pour effet d'écartier le possible recours à un *prime broker* pour des fonds qui seraient destinés au grand public.

LA MAÎTRISE DES RISQUES

Du fait du financement par le *prime broker* des positions prises par le fonds alternatif et l'autorisation des ventes à découvert (*short selling*), le mécanisme de *prime brokerage* est traditionnellement accompagné de garanties pour couvrir l'éventuelle défaillance de l'une des parties au montage.

Les conventions prévoient ainsi usuellement une clause de compensation applicable en cas de défaillance de l'OPCVM ou du *prime broker*, permettant à la partie non-défaillante de résilier l'ensemble des opérations conclues avec la partie défaillante et de dégager un solde unique de résiliation qui devra être payé par une partie à l'autre. En droit français, la validité de la compensation sur instruments financiers (ou *close out netting*) n'est notamment possible que pour « les dettes et les créances afférentes à toutes opérations sur instruments financiers » et lorsque les opérations en cause sont régies par une convention « respectant les principes généraux de conventions-cadres de place, nationales ou internationales »⁶.

Ces conditions légales soulèvent deux difficultés particulières pour le *prime broker*. D'une part, les conventions de *prime brokerage* prévoient la réalisation de transactions dont le sous-jacent ne constitue pas nécessairement un instrument financier au sens de l'article L. 211-1 du Code monétaire et financier (service de change *spot* par exemple). D'autre part, il convient de vérifier que ces conventions respectent les principes généraux d'une convention-cadre de place nationale ou internationale. Cette analyse ne peut être effectuée qu'au cas par cas. Néanmoins si, à l'heure actuel-

le, cette question demeure ouverte, elle peut être résolue sur un plan pratique de deux manières. Tout d'abord, les opérations de gré à gré conclues entre l'OPCVM et le *prime broker* font le plus souvent l'objet d'une convention-cadre (FBI ou ISDA pour les produits dérivés, PSA-ISMA ou OSLA pour les cessions temporaires) qui répond aux critères exigés par le Code monétaire et financier pour bénéficier des dispositions sur la compensation. En outre, il est possible de prévoir dans ces conventions-cadres des cas de défaut particuliers et complémentaires, identiques à ceux usuellement prévus dans une convention de *prime brokerage*. Enfin, parce que la réglementation autorise désormais les parties à différentes conventions-cadres à les lier entre elles de sorte que les soldes résultant de la compensation de chacune d'entre elles puissent à leur tour faire l'objet d'une compensation globale (*global netting*)⁷. Cette situation n'est toutefois pas identique à celle d'une compensation globale de tous les flux issus de la convention de *prime brokerage*. En effet, la facilité documentaire issue de la convention globale se trouve atténuée par ces principes et, en outre, certaines opérations (financement de positions, change au comptant, etc.) ne peuvent pas, par principe, faire l'objet d'une convention-cadre, et restent donc exclues du bénéfice du *close-out netting*.

Il convient toutefois de noter que la transposition de la directive dite *collateral*⁸ en droit français devrait avoir pour effet de clarifier cette question, en assouplissant les conditions du *close out* et du *global netting* et en permettant la résiliation anticipée des conventions et la compensation des « obligations financières » y afférentes, et non seulement aux « opérations sur instruments financiers ». La réforme de la résiliation-compensation devrait ainsi permettre d'englober l'ensemble des prestations effectuées par un *prime broker*, et non se limiter aux seules opérations sur instruments financiers.

De la même façon, les modalités de cession de créances effectuées à titre de garantie par l'OPCVM au *prime broker* soulèvent certaines difficultés pratiques au regard de la réglementation française. Le Code monétaire et financier⁹ pré-

voit ainsi que les remises en pleine propriété d'instruments financiers à titre de garantie peuvent être opposables aux tiers sans formalité, même lorsque l'une des parties fait l'objet d'une procédure de redressement ou de liquidation judiciaire, et bénéficient de la faculté de

“Une réflexion entre les autorités de tutelle et les professionnels de la gestion d'actifs est nécessaire afin de dissiper toute ambiguïté quant au recours à un *prime broker*.”

compensation développée ci-dessus. Mais seules les garanties couvrant des obligations résultant d'une ou de plusieurs conventions-cadres bénéficient de cette faculté. Pour les raisons indiquées ci-dessus, seul le *collateral* fourni par l'OPCVM au *prime broker* dans le cadre des conventions-cadres existantes (ISDA, FBI) bénéficiera de cette faculté, et non l'ensemble des garanties prévues dans la convention de *prime brokerage*. En pratique, ceci oblige le *prime broker* à prévoir l'octroi de garanties au sein de chaque convention-cadre afin de leur donner plein effet, et éviter de la sorte qu'elles soient gouvernées par la convention de *prime brokerage*. Il nous apparaît opportun de clarifier la situation en introduisant par exemple une convention-type de *prime brokerage*.

En définitive, si le recours par un OPCVM à un *prime broker* ne semble pas, dans son principe, prohibé par la réglementation française, il n'en demeure pas moins que le concept de *prime brokerage* et les stipulations contractuelles qui y sont généralement associées ne sont pas appréhendés de façon totalement satisfaisante par la réglementation financière actuelle. C'est la raison pour laquelle il conviendrait que les questions mentionnées ci-dessus fassent rapidement l'objet d'une réflexion de place entre les autorités de tutelle et les professionnels de la gestion d'actifs afin de dissiper, si nécessaire, toute ambiguïté quant aux modalités de recours à un *prime broker*. ■

6 Article L. 431-7 du Code monétaire et financier.

7 Article L. 431-7 al. 2 du Code monétaire et financier.

8 Directive 2002/47/CE du 6 juin 2002 concernant les contrats de garantie financière.

9 Article L. 431-7 al. 5 du Code monétaire et financier.