

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.

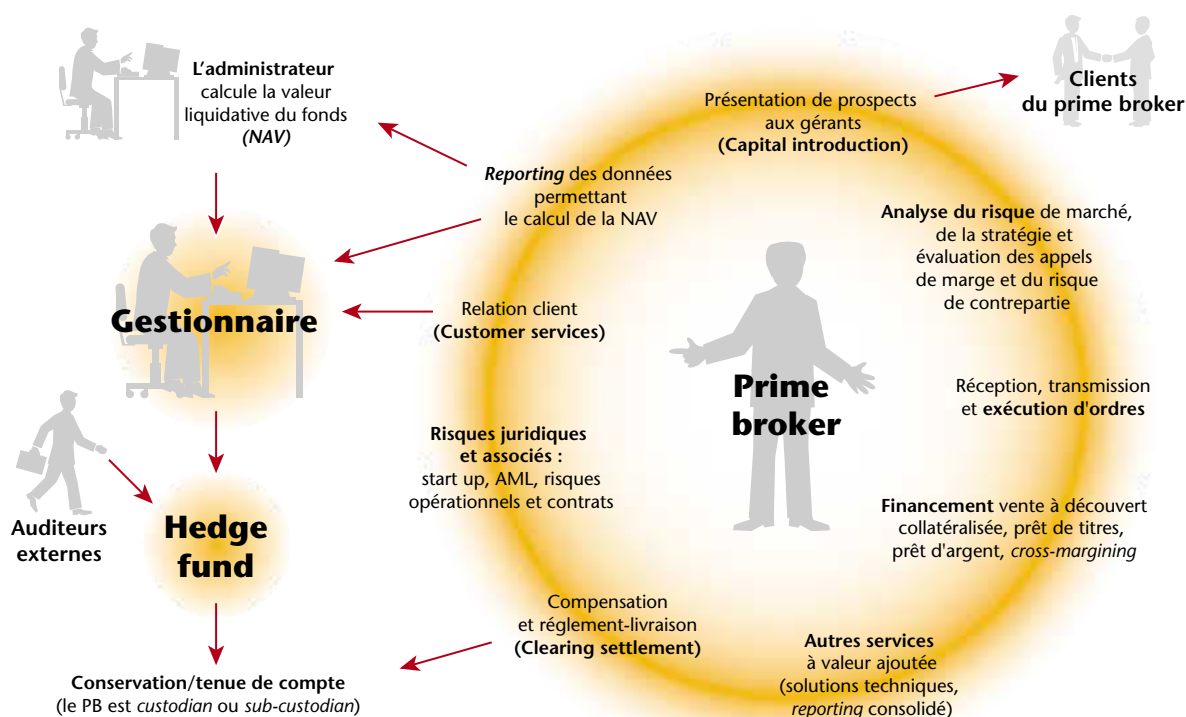
Pour la transmission d'information (*reporting*), il s'engage à transmettre les détails des opérations pendant leur dénouement et à faire un état des opérations dénouées et des marges. Il communique ainsi au gérant un relevé global de situation des comptes. Le gérant peut consulter via Internet les états 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.