

SUCCESS STORY

LA MARTINGALE DE GOLDMAN SACHS



Michel Fleuriet*

Professeur de finance associé
Université Paris-Dauphine

Dans le contexte très difficile de ces derniers mois, Goldman Sachs affiche au 3^e trimestre 2007, dans tous ses métiers, des résultats qui dépassent les prévisions des analystes. Comment s'expliquent ces performances ?

Le rapport annuel de Goldman Sachs pour 2004 contient une citation rafraîchissante : "Comme nous le rappelons souvent à nos collaborateurs, Goldman Sachs ne peut pas contrôler l'environnement des marchés dans lesquels nous travaillons. Mais nous pouvons contrôler notre performance relative". En d'autres termes, les banques d'investissement ne savent pas de quel côté le vent va souffler, mais elles peuvent régler les voiles.

Une fois encore, Goldman Sachs a surpris son monde, lors de la présentation de ses résultats trimestriels 2007, le 19 septembre dernier. Alors que les analystes s'attendaient à un bénéfice par action de 4,35 dollars, il était de 6,13. La rentabilité de ses fonds propres dépassait 31 %, le double de celle de Morgan Stanley ou

Lehman Brothers, dans un contexte de marché qui a rarement été plus difficile. Tous les métiers ont obtenu des résultats supérieurs à ce que l'on attendait. Comment font-ils pour si bien profiter du vent ?

UNE ORGANISATION DES SERVICES ADAPTÉE AUX BESOINS DES CLIENTS

L'expérience montre que les banques d'affaires peuvent se distinguer en proposant des services qui résolvent les besoins financiers du client. Pour cela, il leur faut surmonter l'organisation "en lignes verticales de produits" qui est la leur. Toutes les banques essaient (avec un succès parfois relatif) de rompre avec le dispositif "en silo" pour le rendre apte à fournir des solutions aux clients. En 2003,

« La banque intervient à la fois comme financier sur le marché primaire, trader sur le marché secondaire, en investissant parfois ses fonds propres et en conseil stratégique. »

Goldman Sachs a fusionné toutes ses activités de marché des capitaux pour créer le groupe "financement". À l'intérieur du segment *investment banking*, le groupe "financement" offre aux clients un savoir-faire complet sur toutes les questions liées à la structure du capital des entreprises (encadré 1). Goldman Sachs a ainsi surmonté les cycles haussier et baissier grâce à la diversité de ses interventions, et à son habileté à profiter des transformations des marchés de capitaux. Cette maîtrise résulte d'une forte capacité à innover : plus du tiers des profits de la firme provient d'activités qui, soit n'existaient pas à l'époque de son introduction en Bourse (1999), soit étaient négligeables [1].

LA DIVERSITÉ DES INTERVENTIONS

Prenons l'exemple du Chicago Skyway Toll Road. En 2005, Goldman Sachs a été le conseil de la municipalité de Chicago pour le financement, à hauteur de 20 milliards de dollars, du pont à péage de Chicago. Cette transaction (encadré 2) illustre le fonctionnement de la matrice client/services :

* Ancien banquier d'affaires, Michel Fleuriet vient de publier *Banques d'investissement et de marché ; les métiers des banques d'affaires* chez Economica.

UN PPP ORIGINAL

L'opération Chicago Skyway Toll Road



© DR

■ Le Chicago Skyway Toll Road est un pont à péage à six voies de près de 8 miles de long, qui date de 1958. Au début des années 2000, la ville de Chicago entreprit un important programme de rénovation qui devait se terminer à la fin de 2004. La municipalité commença à examiner les solutions de refinancement. Avec l'aide de Goldman Sachs, et après plusieurs années de réflexion, la ville décida que la meilleure solution était un

contrat de concession*. Normalement, pour financer des infrastructures, le premier réflexe des collectivités locales est d'augmenter les impôts. La deuxième solution est d'émettre des obligations, qui présentent l'avantage aux États-Unis de ne pas être soumises à l'impôt. Goldman Sachs a proposé à la ville de Chicago une nouvelle option : un partenariat public-privé (PPP) dans le cadre d'une concession de concession. Aux États-Unis, les PPP constituent

un nouveau type de financement pour les collectivités locales. Ils peuvent être structurés pour éviter d'imposer aux contribuables des coûts additionnels. Ils ouvrent l'accès à des sources de capitaux plus importants, des fonds propres notamment. Les partenariats public-privé peuvent faire porter le risque opérationnel d'un projet déterminé par les partenaires privés. La vente d'une concession laisse enfin aux investisseurs la possibilité de participer à la croissance éventuelle du trafic et à l'augmentation des péages dans le futur.

* Le contrat de concession est encore assez rare aux États-Unis. La définition classique du contrat de concession remonte en France à l'arrêt du Conseil d'État du 30 mars 1916 (Gaz de Bordeaux). "C'est le contrat qui charge un particulier ou une société d'exécuter un ouvrage public ou d'assurer un service public, à ses frais, avec ou sans subvention, avec ou sans garantie d'intérêts, et que l'on rémunère en lui confiant l'exploitation de l'ouvrage public ou l'exécution du service public avec le droit de percevoir des redevances sur les usagers de l'ouvrage ou sur ceux qui bénéficient du service public".

■ Goldman Sachs a monté un PPP (partenariat public-privé), puis utilisé son vaste réseau de contacts dans le monde pour identifier les acquéreurs potentiels, suscité l'intérêt d'une quarantaine d'entre eux et organisé l'appel d'offres. C'est un consortium entre la société de travaux publics espagnole, Cintra, et la banque australienne Macquarie, qui l'a emporté.

■ Une fois cette opération conclue, le groupe "financement" a conseillé le nouvel opérateur pour obtenir 4 milliards de dollars d'emprunts garantis par les futurs péages.

■ Le FICC (département Fixed Income, Currencies & Commodities), qui intervient sur les marchés de dérivés, de taux d'intérêt et de dérivés de cré-

“En 2007, il se disait que Goldman Sachs était le plus gros hedge fund aux États-Unis. La banque était aussi le principal fournisseur de services aux hedge funds.”

dit, a mis en place un contrat d'échange pour adapter l'amortissement de la dette au cash-flow des péages [2] et limiter le risque des flux financiers des péages sur une dizaine d'années.

■ Enfin, Goldman Sachs, qui agit souvent pour son propre compte, mais aux côtés de ses clients et en partenariat avec eux, a engagé son capital pour faciliter le montage du financement obligataire pour le pont à péage de Chicago. La banque forme un tout, dans un esprit de collaboration. Elle intervient à la fois comme financier sur le marché primaire, trader sur le marché secondaire, en investissant parfois ses fonds propres, et en conseil stratégique. Elle joue sur

toute la gamme des instruments financiers, pour le même client et souvent pour la même transaction. Revers de la médaille, il est clair que dans une opération aussi complexe, et en raison des nombreux rôles qu'assume Goldman Sachs, les risques de conflit d'intérêts sont très élevés.

PROFITER DE NOUVELLES OPPORTUNITÉS DE MARCHÉ

La stratégie de Goldman Sachs consiste à profiter des mutations des marchés des capitaux pour créer de nouveaux produits et inventer de nouvelles offres de services. En voici plusieurs exemples : Goldman Sachs a commencé à être actif sur les marchés des matières premières dès 1980. Vingt ans plus tard, c'est sur ce marché qu'il fallait être. L'indice du prix des matières premières (qui du reste porte le nom de la banque) a doublé en trois ans, de 3 000 en janvier 2002, à plus de 6 000 à la fin de 2005. Comme Henry Paulson, l'ancien président de Goldman Sachs, le soulignait à la fin de 2005, peu de temps avant de devenir ministre des Finances : "C'est facile de décider d'être présent sur ce marché en plein milieu d'un cycle haussier. La difficulté est d'identifier les zones de croissance avant même qu'elles se profilent. C'est la clé du succès des banques d'affaires."

Un autre exemple concerne le marché des dérivés de crédit. Cette nouvelle catégorie de titres financiers a augmenté vertigineusement de 270 milliards en 1997 à plus de 5 00 milliards en 2005. Goldman Sachs en est le leader mondial. Les dérivés de crédit permettent en outre à la banque de diversifier les risques qu'elle doit assumer dans les montages complexes dont elle a le secret.

L'ORGANISATION DE GOLDMAN SACHS

... ET ATTIRER DE NOUVELLES CATÉGORIES DE CLIENTS

Le métier de *private equity* constitue enfin un bon exemple de la capacité de Goldman Sachs à attirer des catégories nouvelles de clients. Depuis le milieu des années quatre-vingt-dix, une part croissante de l'épargne s'est investie dans les sociétés non cotées, ce que l'on appelle le *private equity* et dans les *hedge funds* [3]. Les actifs investis par les *hedge funds* ont triplé entre 1997 et 2005. Quant aux fonds de *private equity*, ils ont crû de 20 milliards en 1995 à 315 milliards en 2005. Pendant cette période, Goldman Sachs est devenu le premier fournisseur de services d'exécution électronique des ordres pour ces deux catégories de clients. Ces techniques leur permettent d'intervenir directement sur la plupart des marchés et de développer des programmes automatiques de négociations. La banque est aussi l'un des premiers apporteurs de capitaux pour les fonds de *private equity* tout en étant l'une des mieux placées pour le conseil stratégique. Et pourtant elle a ses propres fonds de *private equity* !

La stratégie de Goldman Sachs a été d'offrir des services de *prime broker* [4] aux *hedge funds* qui devinrent ses meilleurs clients. Parallèlement, la banque lança ses propres *hedge funds*. En 2007, il se disait que Goldman Sachs était le plus gros *hedge fund* aux États-Unis. La banque était aussi le principal fournisseur de services aux *hedge funds*. Tenir l'équilibre entre ces clients est un acte de bravoure.

TRAVAIL D'ÉQUIPE

La vraie force de Goldman Sachs nous paraît résulter de :

- sa capacité à intervenir à la fois

■ **Le département d'Investment Banking** comprend le conseil financier (fusions et acquisitions, désinvestissements, défense contre les OPA hostiles, restructuration et scissions) et les activités de marché primaire en actions (introduction en Bourse, augmentation de capital, placement privé) et en instruments de dette. Goldman Sachs reste systématiquement en tête dans ces métiers à haute marge que sont les émissions de fonds propres et le conseil stratégique. Au 3^e trimestre 2007, les commissions de conseil financier atteignaient 1,4 milliard de dollars, un record, à la hauteur des résultats sur 12 mois en 2002 !

■ Vient ensuite ce qui constitue de loin la principale source de profit de la banque, **le département Trading and Principal Investments**, qui inclut deux divisions : la division Trading et Capital Market et la division Merchant Banking. La première englobe le groupe FICC (Fixed Income, Currencies & Commodities ("produits de taux, de change et négoce de matières premières") et le groupe "actions et dérivés actions". Le groupe FICC englobe une gamme de métiers très diversifiés, par produits (taux, crédit hypothécaires, devises et matières premières), par clients (fidèles à la réputation de la banque), par secteurs géographiques. Malgré une énorme provision de 2,4 milliards de dollars due à la crise du *subprime*, le groupe Fixed Income a dégagé au 3^e trimestre 2007, un revenu de 5,5 milliards de dollars, supérieur de 60 % à celui du 2^e trimestre !

■ **La division Merchant Banking** abrite l'investissement en actions ou en quasi-fonds propres dans des

sociétés privées ou des sociétés immobilières. Goldman Sachs a commencé à investir pour son propre compte en 1982, dans des affaires dont elle avait eu connaissance par son activité de banque ou de courtier. En 1986, la banque permit à ses clients de la suivre dans ses investissements. Cette stratégie s'est révélée payante et Goldman a créé sa division Merchant Banking en 1998 pour gérer cette activité de fonds. Sur les trois premiers trimestres de l'exercice 2007, elle représentait 8 % des revenus, autant que le conseil financier.

■ **Le département Asset management & Securities Services** comprend la division de gestion institutionnelle et privée et la division de services-titres. Asset management offre une gamme d'OPCVM et des produits financiers aux clients fortunés. Ses revenus ont augmenté de 14 % au 3^e trimestre 2007 et de plus de 30 % sur les trois trimestres. Securities Services propose des outils de trading à la pointe de l'informatique (*prime brokerage*) et des solutions sophistiquées de financement de titres et de change (*Securities lending programs*). Ils ont augmenté de 1 % pendant ce trimestre si difficile et de 42 % sur neuf mois.

■ Enfin, **Global Investment Research**, le métier de la recherche financière et quantitative, conduit les analyses approfondies des marchés, des entreprises, des industries et des devises du monde entier. *Institutional portal* permet un accès en ligne à cette recherche financière.

comme financier et comme conseil stratégique, mais aussi en investissant ses propres fonds ;

■ son aptitude à franchir les barrières traditionnelles entre les départements pour développer un véritable esprit de corps.

Un dirigeant de Goldman Sachs l'expliquait de la façon suivante : "Nos clients préfèrent travailler avec des professionnels qui interviennent en équipe et qui collaborent avec leurs collègues quelle que soit leur spécialité dans la banque" [5]. Pour bien des banques d'affaires, le défi est d'arriver à faire évoluer, comme l'a fait Goldman Sachs, une structure organisée en baronnies et en silos. ■

« La stratégie de Goldman Sachs a été d'offrir des services de prime broker aux hedge funds qui devinrent ses meilleurs clients. »

[1] "Goldman Sachs : Behind the brass plate", *The Economist*, 29 April 2006.

[2] Les *cash-flows* des péages avaient toutes les chances de ne pas coïncider avec les paiements dus aux créanciers obligataires.

[3] Il est difficile de définir les *hedge funds* avec précision, mais ce ne sont pas des fonds d'investissement traditionnels. Le terme "*hedge fund*" vient du *hedging*, la possibilité de réduire le risque de positions longues par des positions à découvert.

[4] Les *prime brokers* sont des banques de marché qui financent les stratégies de trading des *hedge funds* en leur consentant des prêts, prêt d'argent ou prêt de titres, pour les ventes à découvert. Les *prime brokers* leur simplifient la gestion administrative et ils assurent le bon déroulement de l'opération jusqu'au règlement-livraison.

[5] Cité par Endlich L. Goldman Sachs, *The culture of Success*, p.27.