

Diversification

Prime brokerage: la banque d'investissement au service des *hedge funds*



Les hedge funds cherchent à s'affranchir de la logistique opérationnelle pour se concentrer sur la gestion. Les banques d'investissement leur proposent à cet effet des offres de services qui constituent une activité nouvelle, le *prime brokerage*.

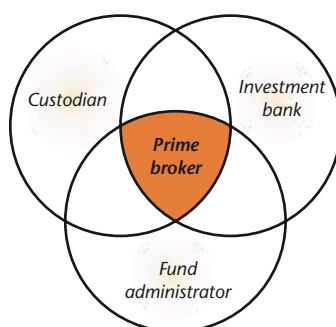
LE SUCCÈS DES *HEDGE FUNDS* ne se dément pas. Le montant des encours gérés à fin 2001 représentait environ 600 milliards de dollars pour un nombre de fonds estimé à 7000, soit une croissance exponentielle au cours des dix dernières années (moins de 50 milliards de dollars pour un nombre de fonds inférieur à 500 au début des années quatre-vingt-dix¹). Ce succès incontestable s'explique par deux raisons principales. Ces fonds de « couverture » s'adressent exclusivement à une clientèle privée haut de gamme, ainsi qu'à une clientèle institutionnelle, qui se voient ainsi offrir l'opportunité d'accéder à des stratégies d'investissement jusque-là réservées aux comptes propres des banques d'investissement. De plus, l'objectif premier des fonds n'est pas de se couvrir contre les variations de marchés (ce que ne laisse pas nécessairement sous-entendre l'appellation de fonds de couverture), mais plus généralement de mettre en œuvre des stratégies alterna-

tives de gestion qui permettent de dissocier le rendement des fonds de celui des actifs financiers traditionnels. Ces stratégies alternatives de gestion sont rendues possibles car ces véhicules privés d'investissement, non soumis aux exigences réglementaires, ont massivement recours à des techniques (achat et vente à découvert, effet de levier de l'endettement, recours aux produits dérivés) strictement interdites aux

fonds communs de placement traditionnels. En s'affranchissant de ces contraintes réglementaires, ils vont pouvoir offrir une rentabilité plus élevée, un rendement plus stable et, en théorie, des risques plus limités.

Cette industrie des *hedge funds*, en plein essor, reste extrêmement diversifiée, fragmentée et fragile. Il existe au moins autant de classifications des fonds que de combinaisons des facteurs rendement, volatilité et risque. Certaines stratégies, de type *long/short equity* pourront être déclinées par pays ou secteur d'activités, tandis que d'autres de type *global macro* feront appel à une gamme de produits plus vaste sur une échelle multinationale. On estime que 20 % des *hedge funds* administrent 80 % des actifs gérés. Les plus grands fonds, notamment ceux gérés par Georges Soros (i.e. Fidelity Magellan : 60 milliards de dollars²) côtoient des structures spécialisées opérant sur des niches ...

1. L'offre de service *prime brokerage* au confluent de trois métiers



Le point de vue du *prime broker*

■ Comment avez-vous structuré votre offre ? Quels critères vous différencient de vos concurrents ?

Notre offre de services vise à répondre aux besoins identifiés sur le marché. Sa différenciation vient de l'analyse qui a précédé la définition de notre modèle économique. Une revue des offres existantes et des besoins que présentaient les *hedge funds* nous ont conduit à proposer une offre dont l'objectif est de répondre aux nouvelles préoccupations des clients et de pouvoir ainsi capter en tant que deuxième ou troisième *prime broker* une partie de business qui n'est pas couverte de façon optimale par les *prime brokers* existants. Enfin, en tant que banque commerciale, nous disposons d'un bilan que nous pouvons utiliser (une seule autre banque utilise cet atout), mais également nous appuyer sur BNP Paribas Securities Services qui fait partie intégrante de notre offre.

■ Considérant le développement important du marché des *hedge funds* ces dix dernières années, quels sont les besoins que vous jugez critiques ?

Les besoins des *hedge funds* se déclinent à partir de l'évolution constatée sur le marché, c'est-à-dire, un accroissement du volume des opérations traitées, un élargissement de la gamme de produits utilisés, le développement de stratégies de plus en plus complexes nécessitant un traitement de l'information en temps réel. Les principales conséquences, en termes de besoins à couvrir, sont la capacité :

- à traiter des opérations en *multi prime brokerage* ;
- à synthétiser les informations récupérées auprès des différents *prime brokers* ;
- à gérer de manière intégrée des

opérations traitées sur des desks différents, cela tant sur le plan légal (*cross netting* impliquant un calcul d'appel de marge sur une base de risques nette, ce qui permet au client de diminuer ses encours et donc son coût global), que sur le plan technique (système de gestion unique) ;

- à traiter l'ensemble des fonctions (processing opérationnel, *margin requirement*, *risk monitoring* et *reporting*) pour une large gamme de produits cash et dérivés, listés et OTC, actions ou produits à taux fixe ;
- à gérer du *credit lease* (*give up's*).

■ Comment vous positionnez-vous par rapport aux acteurs majeurs du *prime brokerage* tels que Morgan Stanley, Bear Stearns ou Goldman Sachs ?

Les principales difficultés de positionnement viennent à la fois de l'ancienneté de certains *prime brokers* tels que Morgan Stanley, Goldman Sachs ou Bear Stearns pour la partie sur les produits à taux fixe, qui ont acquis au fil des ans des parts de marché colossales ; mais aussi des moyens mis en place par Deutsche Bank pour percer ce marché, et prendre ainsi une position significative. La multiplication récente de nouvelles offres rend le positionnement sur le marché du *prime brokerage* d'autant plus difficile. Le ticket d'entrée est très élevé dans un marché où les marges se sont réduites considérablement sur les dix dernières années. Ce marché a vu s'opérer un retournement du rapport de forces en faveur des clients qui peuvent maintenant mettre en concurrence des offres de plus en plus nombreuses émanant d'institutions réputées et qui sont prêtes à baisser leurs marges pour conquérir des parts de marché. Les principaux intervenants conservent pour le moment une part de marché

importante qui leur permet de réfléchir au futur, tout en gardant une avance encore confortable car l'érosion de leur position concurrentielle reste lente. Cela étant, cette érosion peut s'accélérer sous la pression grandissante des nouveaux entrants qui se dotent de moyens assez puissants pour arriver à leurs fins.

■ Quels sont pour vous les enjeux technologiques du *prime brokerage* ?

Les enjeux sont à la fois techniques et économiques. L'objectif ultime est probablement d'être capable de traiter en temps réel des volumes importants, sur une gamme de produits très large, ce qui implique un traitement intégré des opérations *front-to-back* incluant la gestion du risque, et une relation client fondée sur une approche *value at risk* (sauf exceptions de stratégies non couvertes par cette approche), tout en proposant une couverture géographique globale de même qu'un *booking* des opérations dans le centre choisi par le client. Tout cela réuni n'est pas près d'exister et n'a d'ailleurs pas de raison d'exister actuellement car la rentabilité d'un tel système ne pourrait pas être assurée. De plus, la demande n'exige pas ce niveau de développement. Il s'agit donc de rester pragmatique pour être efficace.

Un autre objectif technologique porte sur la réduction des risques opérationnels, d'autant plus nécessaire que la sécurité des moyens utilisés conditionne largement la qualité des services apportés aux clients, et que par ailleurs, l'entrée en vigueur des nouvelles normes de capital requiert un effort particulier pour que les activités utilisant des processus opératoires complexes ne soient pas pénalisées. □

* Interview réalisée par Deloitte Consulting

INTERVIEW DE GILLES BARRET

Directeur général, Barep Asset Management*

Le point de vue du client

■ Quelles sont vos attentes lorsque vous avez recours aux services d'un prime broker ?

La sélection se fait principalement sur des critères de *front-office*. Sa capacité à accompagner les stratégies de *trading* de nos fonds est essentielle : levier, capacité à prêter des titres, gestion des opérations sur titres (OST), *clearing* d'options... Nous tenons aussi compte de sa capacité à nous présenter des clients potentiels et à compléter ainsi l'activité de notre service commercial tant en France qu'à l'international.

Dans notre métier, les services de conservation sont secondaires. En effet, leur coût est souvent élevé pour un niveau de service qui peut ne pas s'avérer suffisant au regard de la diversité des produits que nous traitons.

Les services de valorisation et de calcul de risques offerts par les *prime brokers* ne sont pas prioritaires pour nous du fait du caractère essentiel de ces données dans notre métier et de l'investissement important que nous faisons dans ces domaines en permanence.

■ Face au développement des offres de prime brokerage, vos choix historiques ont-ils été modifiés ?

Barep Asset Management a fait le choix de recourir pour la première fois à un *prime broker* en 2000 lorsque nous nous sommes intéressés à l'arbitrage sur fusions et acquisitions. Il s'agissait à l'époque d'une stratégie entièrement nouvelle sur des actifs (actions US) sur lesquels nous avions peu d'expérience. Le *prime broker* a donc été choisi pour sa connaissance du marché et sa capacité à garantir la liquidité du fonds.

Au fil du temps, ces choix ont moins été modifiés par l'élargissement de l'offre des *prime brokers* que par l'évolution de nos objectifs et de notre gamme de produits. À titre d'exemple, le choix de cibler des investisseurs internationaux a poussé à considérer davantage les services de capital introduction dans le choix d'un *prime broker*.

■ Quels sont les services que vous jugez primordiaux dans une offre de prime brokerage ?

Nous sommes attentifs en premier lieu à ce que le *prime broker* soit capable d'offrir une mise en œuvre et un suivi simple des stratégies de *trading* du fonds. La fluidité de l'information qu'il fournit, notamment sur les OST, et une bonne capacité à assurer de la liquidité sur les actifs sont primordiales. Quant aux services discriminants, ils diffèrent selon les gammes de fonds. Par exemple, certaines stratégies sont très sensibles aux problématiques fiscales (arbitrage sur actions), d'autres y seront insensibles (arbitrage sur titres émergents). Sur d'autres stratégies, nous sommes très sensibles à la capacité de consolidation de l'ensemble des produits traités (titres, futures, OTC...). Nous sommes aussi sensibles à la capacité du *prime broker* à entrer dans des échanges informatiques normalisés et sécurisés avec les outils informatiques du *trustee* ou de la société de gestion.

■ Quels sont les domaines dans lesquels les prime brokers devront s'investir dans les deux ou trois prochaines années ?

Le *prime broker* est à ce jour mal intégré dans l'environnement réglementé des fonds européens. Il n'existe pas aujourd'hui d'offre de *prime brokerage* pour un fonds français. Pour nos fonds irlandais, le *prime broker* se surajoute aux acteurs existants que sont le dépositaire, l'administrateur, le *registrar*, voire les *custodians* ou *clearers* lorsque la stratégie du fonds le nécessite. Une plus-value déterminante serait une contribution à la simplification de ces relations. Un *prime broker* qui offrirait d'assumer le rôle de dépositaire et d'administrateur, offrant au fonds la possibilité de se concentrer sur sa relation exclusive avec lui, aurait un avantage compétitif important. En revanche, une telle évolution l'obligerait à reconsidérer en profondeur son modèle d'engagement vis-à-vis du fonds et surtout des autorités de tutelle. □

* Interview réalisée par Deloitte Consulting

... (industrie, pays, stratégie...). Le taux élevé de créations de fonds explique la présence de nombreuses structures de type *start-up* avec toutes les spécificités qui incombent à ces structures (levée de fonds, infrastructures, logistiques...).

DES ATTENTES DIVERSIFIÉES...

Dès lors, les besoins opérationnels des *hedge funds* sont aussi différents que peuvent l'être ces fonds d'investissement eux-mêmes. Cependant, ils peuvent se résumer autour d'une idée principale : permettre aux gestionnaires de se concentrer sur le facteur majeur de différenciation, la gestion, et s'affranchir de l'ensemble de la logistique opérationnelle. Ils se regroupent en cinq grandes catégories :

- **L'exécution sur les marchés financiers**, qui comprend l'ensemble des moyens par lesquels le gestionnaire pourra mettre en œuvre sa stratégie en exécutant ses décisions sur le marché : courtage, prêt/emprunt de titre, financement, etc.
- **Les processus opérationnels**, qui recouvrent les tâches relatives à la gestion des opérations, notamment celles liées au rapprochement des comptes titres/espèces, à la production des confirmations ou à la génération des paiements.
- **Le reporting**, fonction essentielle, qui comprend l'ensemble de l'information nécessaire aux gestionnaires, tant pour leur gestion quotidienne interne (exposition aux risques, résultats, etc.), que pour la communication envers les investisseurs externes.
- **La technologie** qui doit permettre de disposer des outils les plus performants sans avoir à se préoccuper de leur maintenance. Les offres de type ASP (*application service provider*), qui consistent à confier l'hébergement et la maintenance d'un système d'information à un tiers, apportent une réponse séduisante.
- **Le marketing**, qui regroupe les services permettant de communi-

quer avec les investisseurs. Souffrant en général d'un manque de visibilité (dû au nombre de *hedge funds*, à leur petite taille et aux contraintes réglementaires visant à l'interdiction de la promotion), ils recherchent un grand nom de la place auquel s'associer pour bénéficier de l'effet de levier de son marketing.

... AYANT DONNÉ NAISSANCE AU PRIME BROKERAGE

Face à l'émergence de ce nouveau segment de marché, il s'agissait d'offrir une gamme de services spécifiques destinés à répondre aux besoins de ce nouveau type de clientèle. Une offre de services regroupés sous le terme de *prime brokerage* est donc apparue (encadré 1). Sous ce terme générique se cache une offre à géométrie variable, qui recoupe tout ou partie des services traditionnels auxquels s'ajoutent des services à plus forte valeur ajoutée. Dès lors, il n'est pas surprenant de retrouver sur ce marché les acteurs traditionnellement présents aux côtés des fonds : conservateurs, administrateurs de fonds et banques d'investissement.

Chacun de ces acteurs est, sur son cœur de métier, un partenaire reconnu et incontournable des gestionnaires de fonds. Ils ont vu dans ce nouveau segment de marché l'opportunité de diversifier leur clientèle et de restaurer des marges mises à mal par une concurrence accrue sur leurs métiers de base.

LES BANQUES D'INVESTISSEMENT EN POSITION DE FORCE...

Cependant, l'acteur qui semble disposer des meilleurs atouts pour s'imposer sur ce nouveau segment est indéniablement la banque d'investissement.

Les stratégies mises en œuvre par les grands acteurs mondiaux se ventilent en deux grandes catégories. La première consiste à approfondir la gamme de produits et services existants en se spéciali-

sant sur certains créneaux afin de disposer d'un avantage concurrentiel : dans le domaine du prêt/emprunt de titres, une expertise sur des pays ou des titres de second rang a permis d'attirer des fonds désireux d'investir sur des supports moins liquides que les grandes valeurs des indices. Le financement est également une des forces des grands établissements qui peuvent se prévaloir de services d'ingénierie financière performants et créatifs. La seconde stratégie consiste à élargir la gamme de produits et services, c'est-à-dire diversifier l'offre afin d'empiéter sur les domaines d'attribution traditionnels des administrateurs de fonds. Leur offre peut dès lors couvrir l'ensemble des besoins des *hedge funds*, des plus évidents (conservation, exécution...) aux plus spécifiques (immobilier, valorisation de produits OTC...).

“Les banques disposent en interne (ou à travers des filiales) de lignes de métier proposant tout ou partie des services recherchés par les *hedge funds*.”

Pour mener à bien ces deux axes de développement, les banques disposent en interne (ou à travers des filiales) de lignes de métier proposant tout ou partie des services recherchés par les *hedge funds*. Ainsi, outre les capacités de financement, les banques d'investissement disposent de structures de courtage, de gestion de fonds, voire même de conservation. Cette force est également la principale faiblesse des banques d'investissement : en effet, leur grande taille et l'hétérogénéité du développement des lignes de métier rendent souvent difficile leur intégration derrière une offre commune. Mais l'at-

tractivité du segment, combinée à une recherche constante de rentabilisation des investissements réalisés pour industrialiser les processus des lignes de métier, contraint les banques d'investissement à faire ces efforts.

... AU PRIX D'UNE RECHERCHE CONSTANTE DE SYNERGIES

La solution passe nécessairement par la création d'un frontal client permettant d'accéder à une offre déjà existante. Cette solution séduisante n'en est pas moins compliquée à mettre en œuvre : en effet, cela revient, dans certains cas, à associer des entités totalement distinctes, tant en termes de culture, de métiers ou, plus prosaïquement, de systèmes d'information. D'autant plus que l'une des exigences majeures des *hedge funds* est de disposer d'un point d'entrée unique pour l'ensemble de ces services. C'est

pourtant là un enjeu majeur pour les banques : cette offre permet de vendre des produits et services à valeur ajoutée, mais elle peut également être un moteur de réorganisation en interne et donc un facteur d'optimisation des coûts. L'interconnexion des systèmes, la mise en place de référentiels communs, sont

autant de points déterminants pour permettre de dégager les synergies entre les différentes activités. Une fois l'offre de services définie et les synergies mises en place, il restera l'épineux problème de la tarification des services. En effet, la réallocation du coût interne des lignes de métier sur l'activité de *prime brokerage* est extrêmement complexe.

Les banques d'investissement ne pourront proposer aux *hedge funds* un service complet et un point d'entrée unique, qu'au prix d'une réflexion sur les synergies entre lignes métiers et sur la maîtrise des coûts. ■

1 Source : Van Hedge Fund Advisors.
2 Source : Fidelity Investment.