

Prime brokerage

UNE ACTIVITÉ BOULEVERSEE PAR LA CRISE



ROMUALD HAJERI
Vice-président
Headlink

Traditionnels fournisseurs de levier aux *hedge funds*, les *prime brokers* offrent également d'autres services. Leur modèle doit s'adapter aux nouvelles exigences formulées par les fonds. En contrepartie, leurs prestations sont devenues plus coûteuses.



MICHEL DOUGLAS PIAMOU
Senior Consultant
Headlink

Le *prime broker*, bras armé du « *sell side* »¹, fournit aux *hedge funds* différents services. Il offre du financement garanti (par le collatéral fourni par les fonds) comprenant des prêts avec appel de marge, du Repo et du prêt/emprunt de titres. Cette offre de financement correspond à ce qui est communément appelé « levier ». Par ailleurs, il propose des services de *back-office* tels que l'exécution, la conservation, le règlement/livraison et du reporting consolidé. Enfin, il commercialise des services auxiliaires recouvrant l'introduction en capital², du conseil et des études de marché.

La récente crise financière a mis en lumière des limitations structurelles dans les pratiques des banques et des *hedge funds*. Ces derniers étaient caractérisés par l'opacité de leur stratégie et l'absence d'encadrement réglementaire. Les *hedge funds* et les *prime brokers* se sont avérés être des propagateurs du risque systémique (voir Encadré). La crise a mis en

évidence l'insuffisance de la gestion du risque de contrepartie chez les *prime brokers* et les *hedge funds*, ainsi que leur vulnérabilité au risque de crédit et de liquidité du fait de l'effet de levier.

Comme nous allons le voir, le business post-crise du *prime brokerage* est maintenant caractérisé par une plus grande influence du « *buy side* » (investisseurs et *hedge funds*) et un nouvel environnement concurrentiel.

Les *prime brokers* pendant la crise des *subprime*

Les *prime brokers* étaient considérés comme sûrs, sans risques sur leur capacité de financement pour les *hedge funds*. Avant la crise, un risque sérieux de liquidité chez les *prime brokers* n'était ni envisagé ni anticipé. Les contrats *prime brokerage* étaient généralement en faveur des *prime brokers*. En effet, les *hedge funds* n'avaient pas toujours des droits en cas de rupture ou de sortie d'un tel contrat. De plus, beaucoup de contrats de *prime brokerage* n'avaient pas de clause de garantie en cas d'insolvabilité des *prime brokers*. Enfin, il n'y avait pas de limite à la ré-hypothèque³. Par

exemple, les actifs des clients de Lehman Brothers étaient transférés vers la filiale londonienne pour bénéficier d'une régulation laxiste sur la ré-hypothèque.

De plus, les *prime brokers* ont développé des pratiques de financement inconsistantes. Ils finançaient leur bilan de manière décentralisée avec des actifs de court terme, en supposant une liquidité illimitée du marché. Les *prime brokers* étaient trop dépendants du cash provenant des *hedge funds*, sans accorder d'intérêt ni à sa provenance ni à sa stabilité. Par conséquent, ils n'ont pas prévu ni mis en place de plans de secours pour leur financement.

La faillite de grandes institutions telles que Lehman Brothers et Bear Sterns de même que la découverte de fraudes sans précédents comme celle commise par Madoff ont achevé l'image de « *risk-free safe house* » des *prime brokers*. Beaucoup de *hedge funds* ont dû faire face à des difficultés considérables en essayant de récupérer leurs actifs laissés sous forme de collatéral chez Lehman Brothers et Bear Sterns, qui avaient d'importantes activités de *prime brokerage*. En

1. Le *sell-side* désigne la communauté d'acteurs dont l'objet est de vendre des produits financiers. Il s'agit généralement des banques d'investissement qui arrangent et émettent des produits financiers pour le compte de clients.
2. L'introduction en capital consiste à aider les fonds à trouver des investisseurs.

3. Le droit de ré-hypothéquer signifie que le *prime broker* peut utiliser les actifs du *hedge fund* pour

ses propres besoins et également comme garantie pour ses propres transactions.

Propagation de la crise : le rôle des *hedge funds* et des *prime brokers*

■ Les *hedge funds* n'ont pas été à la source de la crise, mais ils ont joué un rôle de propagateur, notamment en raison de leurs liens avec les *prime brokers*. En effet, les *hedges* se procuraient beaucoup de levier auprès des *prime brokers*. Quand Lehman Brothers a fait faillite, son activité de *prime brokerage* a été anéantie, ce qui a mis en péril les *hedge funds* : ils ont vu disparaître une importante source de financement et ont également rencontré des difficultés pour récupérer leurs actifs qui avaient été ré-hypothéqués par la filiale

londonienne de Lehman. Cette faillite a provoqué une méfiance généralisée, entraînant le retrait massif par les *hedge funds* des actifs qu'ils avaient confiés aux *prime brokers*. Ce mécanisme a contribué à étrangler davantage les *prime brokers* et à accentuer la crise de liquidité.

Autre interdépendance entre les *hedge funds* et les banques : la gestion alternative investissait beaucoup dans les dérivés de crédit, notamment dans les CDO conçus par l'industrie bancaire. Pendant la crise, les *hedge funds* détenaient 46 % du total des CDO et 80 % du total

des tranches « *equity* » les plus risquées. Ces produits sont devenus complètement non liquides pendant la crise. L'effet combiné du recours au levier et de l'investissement dans ces dérivés de crédit hypothécaires a contribué à la propagation de la crise dans l'ensemble de la sphère financière. Notons également qu'au moment de l'éclatement de la crise, la forte concentration de l'activité de *prime brokerage* autour de quelques gros acteurs a elle aussi fortement contribué au risque systémique.

effet, ces actifs ayant été ré-hypothéqués, les fonds se sont retrouvés en position de créanciers en risque dans les procédures de faillite.

Le nouveau paysage du *prime brokerage*

Les investisseurs sont plus sensibles à la sécurité de leurs actifs, au risque de contrepartie, au risque de liquidité et à la transparence. Ils exigent désormais :

- des *due diligences* avec un accent sur l'évaluation du risque de contrepartie des *hedge funds* ;
- plus de *reporting* pour une meilleure transparence ;
- des comptes ségrégués pour la sécurité de leurs actifs et une meilleure transparence ;
- des fonds fermés (*closed-end hedge funds*) offrant une meilleure liquidité, car les actifs peuvent être échangés sur le marché à tout moment.

Les *hedge funds* prennent désormais en considération le risque de défaut des *prime brokers*, la sécurité de leurs actifs et la stabilité du financement. Ils ont par conséquent adopté les pratiques suivantes :

- l'utilisation de plusieurs *prime brokers* pour diversifier leur exposition au risque de contrepartie, pour avoir

« Les *prime brokers* doivent offrir des solutions de secours en cas de faillite. »

accès à un plus large stock d'actifs (permettant le prêt-emprunt de titres) et pour maintenir l'opacité de leurs positions ;

- la renégociation des termes des accords de *prime brokerage* afin de limiter la ré-hypothèque ;
- l'utilisation de dépositaires indépendants sans droit de ré-hypothèque (les dépositaires indépendants proposent généralement la ségrégation des actifs de leurs clients, ce qui exclut toute ré-hypothèque).

Les *prime brokers* doivent donc démontrer leur capacité à satisfaire les nouvelles exigences du « *buy side* ». Pour cela, ils doivent :

- offrir des solutions de secours en cas de faillite ;
- entrer dans des accords tripartites avec des dépositaires afin, d'une part, de proposer aux *hedge funds* des services de *prime brokerage* séparés des services de dépositaires, et d'autre part diminuer le nombre de transactions,

faire du *netting*, limiter le risque de contrepartie et éviter la ré-hypothèque des actifs ;

– avoir la capacité de fournir des rapports consolidant les données des clients qui ont recours à plusieurs *brokers* ;

– pouvoir gérer la complexité opérationnelle liée à la création et à la gestion des comptes ségrégués.

Augmentation du prix des prestations des *prime brokers*

Les nouvelles conditions de marché d'après-crise impactent toute la chaîne de services *prime brokerage* (financement garanti, services de *middle-office*, services auxiliaires) :

– Les *hedge funds* ont recours à plusieurs *prime brokers* à la fois. Il en résulte la réduction des possibilités de *cross-netting*⁴ et donc une augmentation des coûts de financement pour les *hedge funds*. De plus, l'usage de plusieurs *prime brokers* oblige les *hedge funds* à investir dans des infrastructures permettant de consolider les données des clients à travers plusieurs *prime brokers*, augmentant ainsi le coût des services.

– On note un dé-packaging des services de *prime brokerage*. Les *prime brokers* doivent désormais fixer les prix pour chaque service pris individuellement, prendre des commissions sur des services qui autrefois étaient gratuits et fermer ceux qui ne sont plus rentables. Par exemple, avant la crise, les *prime brokers* offraient gratuitement un service de conservation des liquidités et des titres des fonds ; cette activité était rentable car en échange, les *prime brokers* pouvaient ré-hypothéquer ces actifs. Cette pratique de conservation gratuite a disparu. Aujourd'hui, les *prime brokers* doivent facturer ce service aux *hedge funds* qui veulent que leurs actifs soient ségrégués.

– Après la crise, l'assiette d'actifs

4. Comme le *netting*, le *cross-netting* renvoie à l'idée de compensation. Alors que le *netting* désigne généralement la compensation qui prend en compte les différentes contreparties, le *cross-netting* permet d'aller plus loin, en prenant en compte l'ensemble des produits. Il permet donc de considérer le solde net des achats et ventes pour toutes les catégories de produits. Dans la gestion du collatéral, le *cross-netting* consiste aussi à considérer le solde net des expositions à travers toutes les catégories de produits.

chez les *prime brokers* s'est sensiblement réduite et les *hedge funds* ont fait beaucoup de dé-leveraging. Il en a résulté pour les *brokers* une diminution des revenus de leur activité de financement mais aussi de leurs activités de *middle-office*, du fait de la baisse du volume d'actifs à traiter. Néanmoins, les services d'introduction en capital sont plus sollicités par les *hedge funds* pour lever des capitaux.

– Les *hedge funds* veulent désormais que leurs actifs chez le *prime broker* soient ségrégués, ce qui limite la ré-hypothèque. Les *prime brokers* se voient donc limités dans l'usage des actifs des *hedge funds* pour se financer eux-mêmes. En réaction, ils sont obligés d'augmenter le coût d'accès au financement pour les *hedge funds*.

On observe un durcissement des conditions dans lesquelles les *prime brokers* octroient du levier aux *hedge funds*. Avant la crise, ils leur fournissaient des financements à des prix très bas, en échange de la possibilité de ré-hypothéquer les actifs des *hedge funds* qu'ils détenaient pour des activités extrêmement lucratives tels que le prêt/emprunt de titres.

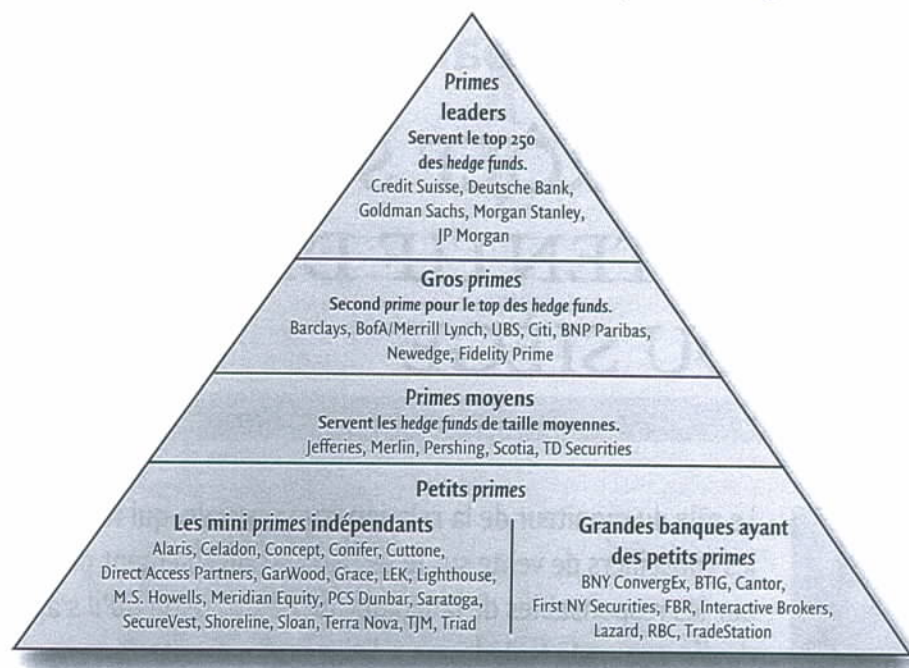
Dans le nouvel univers post-crise, l'accès à la liquidité pour financer les *hedge funds* est désormais plus coûteux et les investisseurs sont plus pointilleux face au risque de contrepartie chez les *prime brokers*. Les *hedge funds* exigent de plus en plus que leurs actifs soient ségrégués, non ré-hypothécable.

Cela suscite un manque à gagner important sur la principale source de revenu historique des *prime brokers* et sur leur capacité à fournir l'effet de levier. L'éclatement du marché du *prime brokerage* et l'arrivée de nouveaux concurrents n'ont pas non plus amélioré les choses.

Un nouvel environnement concurrentiel dominé par les grandes banques

Historiquement, avant la crise, le marché du *prime brokerage* était un oligopole relativement stable dominé par l'élite des grandes banques d'investissement américaines : Goldman Sachs, Morgan Stanley et Bear Stearns (devenu JP Morgan Chase). Ensuite venaient plusieurs *prime brokers* majeurs importants qui

Pyramide des acteurs concurrentiels du *prime brokerage*



se partageaient le reste du marché. Il s'agissait entre autres de Merrill Lynch, Credit Suisse, Lehman Brothers, Bank of America, BNP Paribas, UBS, Deutsche Bank, City Group... D'autres *prime brokers* plus petits occupaient des marchés de niche ou régionaux.

Après la crise, le marché du *prime brokerage* est entré dans une période de changements qui a considérablement modifié le paysage concurrentiel. Les concurrents du marché du *prime brokerage* peuvent être classés en quatre grandes catégories (voir Schéma).

Les *prime brokers leaders*, qui sont les grandes banques internationales. Il n'y en a que quelques-uns. Très sélectifs, ils ciblent les *hedge funds* les plus gros et les plus profitables (au-delà de 1 milliard de dollars d'actifs en gestion). Les clients recherchent les *prime brokers leaders* avec une préférence pour ceux qui sont adossés à de grandes banques internationales, en raison de leur stabilité et de la large gamme de produits qu'ils peuvent offrir.

Les gros *prime brokers*, constitués de grandes institutions financières. Ils sont choisis comme deuxièmes *prime*

brokers par les gros *hedge funds* qui en utilisent désormais plusieurs.

Les *prime brokers moyens et spécialisés*, servant des *hedge funds* ayant moins de 1 milliard d'actifs à gérer. Ils sont spécialisés dans des stratégies spécifiques et à des prix compétitifs. Ils peuvent aussi cibler de plus gros *hedge funds*.

Les petits *prime brokers* qui sont de nouveaux entrants et qui ciblent les petits *hedge funds* (moins de 250 millions de dollars d'actifs en gestion) négligés par les gros *prime brokers*. Ces petits primes se composent de deux types d'acteurs : les mini primes indépendants et les grandes banques ayant une petite activité de *prime brokerage*.

En plus de la concurrence provenant des nouveaux entrants, les *prime brokers* doivent aussi faire face à la concurrence venant de deux autres types d'acteurs :

- les dépositaires indépendants bénéficiant du besoin, chez les *hedge funds*, d'actifs ségrégués et d'accords tripartites ;
- les *hedge funds* qui se financent eux-mêmes lorsqu'ils sont d'une taille suffisante. ■