

> SERVICES FINANCIERS

FILIERE TITRES :

QUELLES OPPORTUNITES POUR LES CONSERVATEURS ?

Dans le monde bancaire, l'activité de conservation de Titres a atteint un niveau élevé de concentration et d'industrialisation :

Ainsi, les cinq premiers acteurs contrôlent désormais près de 60 % du marché mondial.

Pourtant, cette industrie, dont le principal objectif a longtemps été d'atteindre la taille critique afin de réduire les coûts de production et gagner des parts de marché, doit désormais relever de nouveaux défis, notamment :

- **Le repositionnement des sociétés d'Asset Management sur leur cœur de métier, la gestion :** un nombre croissant d'activités métiers sont désormais externalisées par les sociétés de gestion ;
- **Le développement de nouveaux instruments financiers**
- **L'internationalisation des marchés :** les clients (sociétés de gestion, Institutionnels) souhaitent de plus en plus pouvoir traiter des opérations sur des marchés étrangers ;
- **Le poids croissant des contraintes réglementaires.**

De fournisseur d'une prestation à faible marge, les nouveaux enjeux constituent une opportunité formidable pour les conservateurs de :

- *devenir des partenaires privilégiés de leurs clients en leur proposant des produits et services à valeur ajoutée, et*
- *générer de facto des marges commerciales plus élevées.*

Le marché de la conservation de titres : état des lieux à fin 2004

Sur le périmètre des activités traditionnelles du conservateur, la tendance de fonds est désormais bien ancrée : rechercher la taille critique, par croissance externe notamment, pour augmenter les volumes traités et faire baisser les coûts marginaux d'un métier notamment caractérisé par le poids de ses infrastructures techniques.

Plusieurs raisons sont depuis 2001 à l'origine de l'accélération du mouvement, notamment :

- La diminution des tarifs des prestations de base ;
- Le risque élevé de retournement des marchés générant des diminutions du volume d'actifs en conservation ;
- Le poids des investissements informatiques.

Au sens du règlement général de l'AMF, la tenue de compte-conservation consiste à :

- **Inscrire en compte les instruments financiers au nom de leurs titulaires**
- **Conserver les avoirs correspondants, selon des modalités propres à chaque instrument financier**

La structure du marché mondial de la conservation à fin 2004 permet d'effectuer plusieurs constats :

- La corrélation entre la dimension du marché et la taille des conservateurs (marché mondial dominé par les banques américaines)
- En Europe, le poids des partenariats : à titre d'exemple, la moitié des actifs en conservation de BNP Paribas Securities Services provient d'accords de sub custody¹
- La multitude d'intervenants, de taille plus modeste, cherchant à "rester dans la course"...

Les principaux conservateurs (monde)	Actifs gérés (en milliards de dollars)
The Bank of New York	9657
State Street	9497
JPMorgan	8014
Citigroup	6640
BNP Paribas Securities Services	3348
Mellon Group	3198
Northern Trust	2600
UBS AG	2436
HSBC Bank plc	1572
Société Générale	1518
<i>Les 35 suivants</i>	13699

Source : Globalcustody.net

¹ Sub custodian : sous conservation de titres pour le compte d'un conservateur étranger

Dans un contexte de réduction des marges, de nouvelles contraintes pèsent sur la rentabilité des conservateurs

L'internationalisation des marchés financiers, la commercialisation par les sociétés de gestion de nouveaux produits de plus en plus complexes, mais aussi le renforcement des réglementations tant au niveau français (AMF) qu'europpéen (Impact Bâle II) font peser de nouvelles contraintes pour les acteurs de la conservation.

La volatilité des marchés et des volumes :

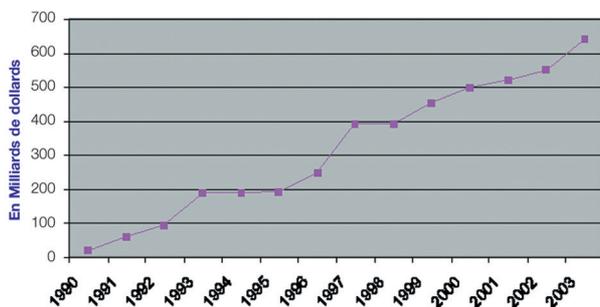
La séparation croissante des activités de distribution (commercialisation et gestion) et des activités de production (administration de fonds, conservation) a permis la création "d'usines à titres". Les marges étant relativement faibles dans le secteur, le modèle économique de ces usines repose aujourd'hui essentiellement sur une stratégie de masse.

L'internationalisation croissante des marchés constitue un paradoxe pour les conservateurs. D'une part, cela leur a permis d'accroître leurs volumes, d'attirer de nouveaux clients et de baisser leurs coûts de production mais d'autre part, ils sont devenus plus vulnérables aux évolutions de la conjoncture mondiale.

Les nouveaux produits :

La clientèle marque un intérêt croissant pour les instruments financiers complexes (fonds exotiques, fonds Off Shore, fonds de fonds, fonds structurés, ...). Aujourd'hui la gestion alternative, en France, dont l'une des principales caractéristiques est d'être décorellée des marchés, représente désormais près de 50 milliards d'euros d'actifs sous gestion et devrait encore progresser lors des prochaines années.

Évolution des encours de produits de gestion alternative au niveau mondial



Source : Sia Conseil

Même si ces nouveaux produits restent relativement marginaux (la gestion alternative représente moins de 3 % de la capitalisation boursière mondiale), cette tendance constitue une contrainte forte à court terme pour les conservateurs.

En effet, contrairement aux valeurs mobilières classiques dont les chaînes de traitement sont automatisées (STP...), ces produits intègrent des règles de fonctionnement spécifiques nécessitant de nombreux retraitements manuels (notamment en terme de règlement – livraison, par exemple pour les fonds de fonds off shore).

La complexification des produits nécessite donc de lourds investissements technologiques et humains pour les conservateurs.

Les contraintes réglementaires :

Les conservateurs doivent désormais également s'adapter aux évolutions des doctrines réglementaires au niveau européen mais aussi au renforcement des contrôles de la part de l'autorité de contrôle française (AMF). En effet, l'AMF leur demande d'effectuer un nombre croissant d'activités de contrôle, notamment en terme de compliance (contrôle des cours forcés...), de lutte contre le blanchiment et de déclaration des opérations (AMF 2002-02).

Les gestionnaires d'actifs de petite taille ne disposant que rarement d'une équipe conséquente de déontologie et de contrôle, l'AMF estime que le devoir des dépositaires/conservateurs est de pouvoir détecter et de rendre compte de ces anomalies à l'autorité compétente. A ce titre, un grand conservateur français a récemment été sanctionné notamment pour ne pas avoir alerté les commissaires aux comptes d'anomalies de cours (cours intégrés manuellement dans la valeur liquidative différents des cours transmis automatiquement) commises par une société de gestion dont il est le sous-traitant.

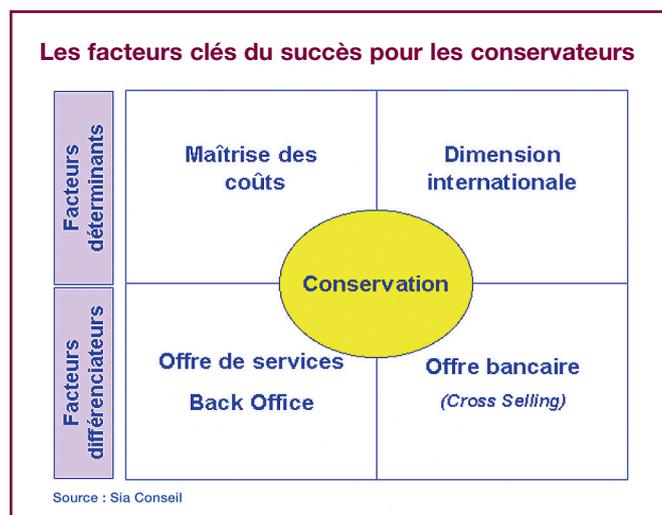
Cet exemple illustre bien le poids croissant des contraintes réglementaires sur la politique de contrôle du conservateur, avec des impacts directs sur son image.

Par ailleurs, le métier de la conservation de titres n'échappe pas aux directives du Comité de Bâle II, tant pour les risques de contrepartie que pour les risques opérationnels.

Les risques opérationnels trouvent par exemple leur illustration dans des événements de type OST, dont le traitement peut entraîner des pertes financières importantes en cas de défaillances opérationnelles. Ces défaillances trouvent leur source dans la variété des événements intervenants dans la vie du titre (OPA, OPE complexes, opérations nécessitant une information aux investisseurs) conjuguée à la difficulté de modéliser ces produits dans des chaînes de traitement automatiques.

De nombreux facteurs et opportunités doivent permettre aux conservateurs d'accroître leur marge

Si baisser le prix de revient d'une activité de gros et disposer d'une couverture mondiale s'avèrent être des points incontournables, la variété de l'offre de sous-traitance semble devenir essentiel pour conquérir ou fidéliser la clientèle mais également dégager des marges commerciales plus importantes et rendre l'activité moins dépendante des variations du volume d'actifs sous gestion.



Les facteurs déterminants : la maîtrise des coûts et la dimension internationale

Plusieurs pistes pour maîtriser ses coûts

La première opportunité consiste en la filialisation ou la constitution de lignes de métier titres. Cela permet dans un premier temps de réduire les coûts et de dégager des synergies au sein d'un même établissement, tant au niveau des équipes que des systèmes informatiques (e.g. création d'une ligne de métier Titres à la Société Générale – SG Global Securities Services for Investors, filialisation de la filière Titres de BNPP au sein d'une entité unique – BPSS-).

C'est également un préalable à des opérations de développement de prestations de services de type sous-traitance. En effet de nombreuses sociétés de gestion de taille moyenne ne souhaitent plus supporter les coûts d'exploitation de leurs Back Office.

La seconde opportunité consiste à réaliser des opérations de croissance externe afin d'obtenir la taille critique et mutualiser les lourds investissements sur une large base de clientèle. En France, le mouvement de consolidation du secteur est déjà largement entamé, celui-ci s'articulant désormais autour de quelques grands acteurs (BPSS, Société Générale, Crédit Agricole, CDC IXIS et Natexis Banques Populaires). BNP Paribas, via sa filiale BPSS, domine le marché français mais le regroupement entre CDC Ixis et le Crédit Agricole permettra de créer un nouvel acteur majeur de la conservation.

La troisième opportunité consiste à prendre position au niveau européen : le marché européen marque une forte différence de maturité. De plus, en l'absence d'une réglementation européenne commune, les spécificités locales tant au niveau de la réglementation que du fonctionnement des marchés limitent les potentielles synergies à court terme. Les acquisitions transfrontalières (achat par BNPP en 2002 de Cogent, prestataire important sur la marché Britannique, ...), ont donc moins pour objectif la diminution des coûts que la préparation de l'avenir et l'accumulation d'expérience (connaissance des marchés et des clients...).

Proposer à sa clientèle une couverture mondiale

Face à l'internationalisation des marchés financiers, les conservateurs doivent disposer d'une couverture internationale suffisante afin de traiter l'ensemble des opérations de la clientèle.

Pour les conservateurs ne disposant pas d'un réseau international, Il est donc devenu indispensable de nouer des partenariats stratégiques avec des dépositaires étrangers (sub custodian) et donc de devenir un acteur global capable de proposer à sa clientèle des services de Global Custody. Ces partenariats, notamment avec les grands conservateurs américains (BONY...), constituent un enjeu majeur pour les acteurs de taille moyenne qui ne disposent pas d'un réseau en propre à l'étranger.

La différenciation : un facteur clef essentiel pour les conservateurs

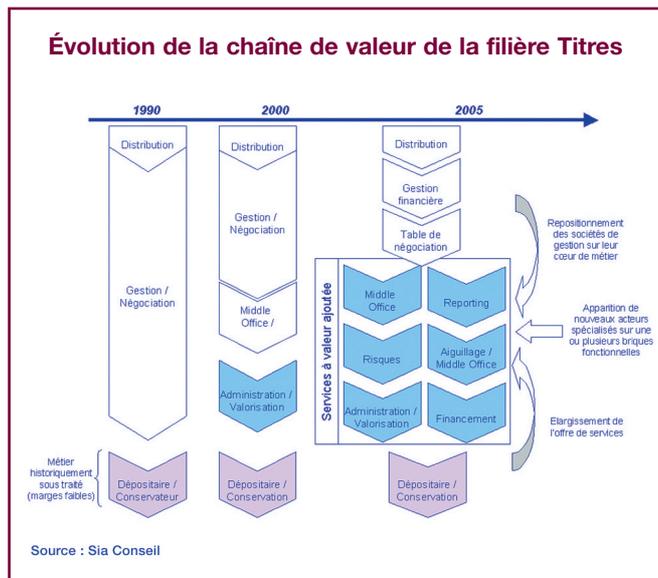
Développer l'offre de sous traitance

Le modèle opérationnel des Asset Manager s'est considérablement transformé ces dernières années, marquant de facto la fin de l'intégration verticale. Ces sociétés souhaitent de plus en plus se concentrer sur leur cœur de métier (la gestion) et sous-traiter tout ou partie de leurs autres activités (back office voire middle office).

L'enjeu pour le conservateur est de pouvoir anticiper les évolutions du secteur et pouvoir offrir aux clients des services modulables et déclinables en fonction des orientations stratégiques et de l'organisation de chaque société de gestion.

- Pour un conservateur, le premier niveau d'offre de services consiste donc à proposer une prestation globale de Back Office (Conservation – Administration de fonds / Valorisation). À ce titre, le marché français de la sous-traitance d'administration de fonds connaît une forte croissance (de l'ordre de 10 % par an) et devrait constituer un levier de croissance important pour les conservateurs. Les grands établissements financiers français (BPSS, SG, CDC IXIS...) proposent déjà de telles offres à leurs clients.
- L'élargissement de l'offre de sous-traitance gagne désormais les activités de Middle Office ("trade matching" ; vérification, après le passage d'ordre, du montant des actifs concernés ; calcul de la commission du broker ; réconciliation des positions entre dépositaire et valorisateur...) qui sont pour l'instant encore assez largement logées dans les sociétés de gestion. BNPPAM a été le premier acteur français à sous-traiter ses activités de Middle Office à BPSS, filiale du groupe BNPP. Une opération similaire est en cours chez AXA IM qui sous-traitera ces activités à la banque State Street.

- Enfin, les sociétés de gestion et la clientèle Institutionnelle sont désormais confrontées à une multitude d'acteurs (valorisateurs, dépositaires, prime brokers, ...). Face à cette complexité croissante de la chaîne de valeur, le conservateur peut également proposer à ses clients un service de gestion de la relation avec l'ensemble de leurs partenaires (aiguillage des ordres vers les différents dépositaires et valorisateurs...).



Cependant, la sous-traitance croissante d'activités suppose le transfert d'effectifs et la mise en place de projets d'intégration complexes tant au niveau de l'organisation, des systèmes d'information que de la conduite du changement. La dimension sociale de ces projets a donc une importance majeure qu'il ne faut pas sous-estimer.

De nouveaux services possibles : fournir des outils de gestion aux clients

Dans un métier de plus en plus complexe, la qualité des outils est devenue essentielle. Certaines sociétés d'Asset Management ne souhaitent pas sous-traiter certaines de leurs activités mais leur dimension ne leur permet pas d'acquiescer et de maintenir une gamme performante d'outils de gestion (évaluation de portefeuille, mesure de la performance, calcul du risque, pricing d'instruments complexes, reporting...).

Pour un conservateur l'offre d'outils aux sociétés de gestion peut être envisagée sous deux formes :

- Distribuer ses propres outils de gestion et en assurer la maintenance. Des acteurs anglo-saxons comme HSBC proposent à certains de leurs clients, notamment les hedge funds une gamme complète de produits de gestion;
- Nouer des partenariats avec des éditeurs du marché pour proposer aux clients les outils les plus adaptés à leur taille, leur stratégie et à leur organisation. Cette stratégie permet d'offrir un service global "clés en mains" à leurs clients.

Proposer des services bancaires

Les grands acteurs bancaires conservateurs peuvent également développer la vente de services complémentaires en proposant à leurs clients soit des services bancaires de type cash management et optimisation de la trésorerie soit en fournissant des services permettant aux sociétés de gestion de poursuivre leurs stratégies d'investissement. En effet, avec les évolutions réglementaires en cours, les sociétés de gestion auront de plus en plus recours, sur le modèle des prime broker anglo-saxons, à des offres groupées (règlement des transactions, conservation des titres, administration de fonds, financement titres/cash...) pour traiter et financer leurs opérations à effet de levier. Aux Etats-Unis, l'activité de prime broker est en pleine expansion et est dominée par trois grandes banques d'investissement : Morgan Stanley, Bear Stearns et Goldman Sachs.

Le marché de la conservation d'actifs n'a probablement pas encore fini sa transformation. Les coûts et la taille, facteurs déterminants il y a encore quelques années, ne suffisent désormais plus pour attirer ou fidéliser la clientèle. Le positionnement le plus favorable au niveau de la filière sera donc très probablement celui de fournisseur global de services aux sociétés de gestion, incluant notamment les activités de conservation, d'administration, de courtage et de prime brokerage.

En France, les acteurs de la conservation sont bien placés pour relever ce défi majeur mais leur marge de manœuvre est étroite (particulièrement pour les acteurs de taille moyenne), car ils doivent mettre à niveau leurs offres de services pour ne pas avoir à trop subir, à terme, la concurrence des nouveaux entrants et des acteurs spécialisés (prime brokers américains ...).

Pour y parvenir, les conservateurs devront donc investir massivement ce qui devrait finalement... encore accélérer le mouvement de concentration.

Julien SAC

julien.sac@sia-conseil.com

Plus d'infos sur www.sia-conseil.com/insight

Si vous souhaitez nous faire part de vos commentaires ou vous abonner, contactez-nous : insight@sia-conseil.com