

Nuovi equilibri scuotono il mondo dei prime broker

Dopo la caduta di Lehman Brothers e Bear Stearns molti fondi alternativi hanno deciso di affidarsi ai servizi di più società

di Ivan Del Ponte

I prime broker nel mondo

Alaris Trading Partners
 Barclays Capital Prime Services
 Bmo Capital Markets
 Bnp Paribas
 Btig
 Citi Prime Finance
 Credit Suisse
 Cuttone & Co
 Deutsche Bank
 Dresdner Kleinwort Prime Brokerage
 Fidelity Prime Services
 Fortis Prime Fund Solutions
 Gar Wood Securities
 Goldman Sachs
 Grace Financial Group
 Greenwich Prme
 Hedge Fund Capital Partners
 Jefferies & Co
 JpMorgan Chase
 Kas Bank
 M.S. Howells & Co
 Man Financial
 Merlin Securities
 Merrill Lynch
 Morgan Stanley
 Natexis Bleichroeder
 NewEdge
 NorthPoint Trading Partners
 Penson Worldwide
 Pershing Prime Services
 Rbc Global Prime Services
 Rbs Greenwich
 Rcm Prime
 Saratoga Prime
 Scotia Capital
 Seb
 Shoreline Trading Group
 Sip Prime
 Td Securities Prime Brokerage
 Terra Nova Financial
 Triad Securities
 Ubs

Fonte: Finalternatives

Uno o più partner? Il fallimento di Lehman Brothers ha reso la decisione apparentemente più facile. Ben 65 miliardi di dollari in asset congelati e i dubbi che circondano i prime broker di punta hanno risolto il dilemma e condannato a morte il già vacillante modello "single". In realtà qualche avvisaglia si era già avuta in occasione del crollo delle torri gemelle, quando varie case di investimento rimasero bloccate per un certo periodo. Poi il tempo ha lavato via ogni cosa, si è tornati alla normalità e con essa all'idea che i prime broker siano i primi a doversi preoccupare della liquidità dei loro clienti. Nel volgere di un anno le condizioni sono però nuovamente cambiate.

Uno scenario rinnovato

Dopo la crisi dei subprime, il collasso di Bear Stearns e di Lehman Brothers, l'industria dei fondi alternativi si interroga sulla solidità dei bilanci del prime broker. "Si è verificato", spiega **Stefano Massa**, direttore generale di Ubi Pramerica Alternative Investments Sgr, "l'innalzamento della percezione del "rischio prime broker" e della conseguente necessità di predisporre presidi operativi volti quantomeno a ridurre i rischi. Pericoli riconducibili tra l'altro a una serie di casistiche operative talvolta anche di difficile interpretazione, sia per mancanza di giurisprudenza in merito, sia per l'assenza di precedenti".

Roy Martins, managing director and head of International Prime Services di Credit Suisse nota che la strada è ormai tracciata: "Penso che si stia andando verso un modello con meno attori, in cui il fondo hedge si rivolge a una banca che offre servizi di prime brokerage, invece che a un *broker dealer*. Possiamo dire che quest'ultimo

tipo di struttura è finita con la trasformazione di Morgan Stanley e Goldman Sachs in istituti di credito, anche se ancora non hanno depositi bancari". Non solo è finito dal punto di vista giuridico, ma sta attraversando una vera e propria tempesta. Morgan Stanley ha confermato in un file alla Sec che il suo business come prime broker ha registrato "significativi flussi in uscita" dopo la fine di agosto, poiché circa il 15% dei fondi hedge vogliono portar via i loro soldi e ciò avrà un impatto sui conti relativi al quarto trimestre. "Siamo in una fase di forti problemi", ha detto il co president di Morgan Stanley **James Gorman** intervenendo a una conferenza di Merrill Lynch. Gorman ha aggiunto che la banca d'affari ha intenzione di "ridisegnare" le attività operative nel prime brokerage, nel *proprietary trading*, nonché i principali investimenti e l'organizzazione *commercial* del real estate. **Colm Kelleher**, direttore finanziario di Morgan Stanley ha aggiunto che la società è in un periodo di "riprogettazione" della sezione prime brokerage. Ridisegnare e riprogettare, ovvero la salsa per condire tagli al personale a livello mondiale: 10% dello staff nel business istituzionale (che include il prime brokerage). Ma, come sempre, c'è anche qualcuno che sta raccogliendo i frutti di quello che accade.

Il mercato del prime brokerage, una volta dominato da Goldman Sachs e da Morgan Stanley, è in rapida trasformazione e le banche di investimento che hanno un ramo commerciale la fanno da padrone: Credit Suisse, Deutsche Bank, Bank of America, JPMorgan, Barclays, Bnp Paribas e Citi. Persino Goldman Sachs e Morgan Stanley hanno cambiato il loro status così da cercare di trattenere

la clientela. Credit Suisse Group, per esempio, ha raccolto 117 miliardi di franchi svizzeri in asset nel terzo trimestre: un chiaro indicatore di come gli hedge fund si stanno spostando verso gli istituti di credito supposti più sicuri.

Così le buone e le cattive notizie si inseguono: **Kurt Baker**, capo della divisione prime brokerage di Morgan Stanley in Asia ha dato le dimissioni, mentre Bnp ha annunciato un nuovo cliente in Asia per il suo servizio di brokeraggio, il fondo hedge Cqs. "Forniamo servizi di prime brokerage a tre o quattro leader di mercato in Asia", ha detto a Bloomberg **Talbot Stark**, responsabile delle relationship di Bnp Paribas hedge fund, "siamo in una fase di negoziazione con parecchi altri player intenzionati a cambiare i prime broker, società che stanno cercando fornitori alternativi e che sono fortemente impegnati su quel mercato finanziario".

Secondo indiscrezioni di stampa anche Fidelity Prime Services ha incrementato gli asset alternativi di oltre il 40%, un bel salto rispetto alla crescita media mensile del 10% registrata nel recente passato. Dopo il salvataggio di Bear Stearns stanno poi tornando alla base i primi che avevano lasciato la nave: **Jamie Dimon**, chief executive officer di JPMorgan Chase & Co., nel corso della *conference call* tenuta per i risultati di bilancio del terzo trimestre, ha annunciato che la divisione prime brokerage ha aumentato di circa il 25% gli asset in gestione grazie ai clienti Bear Stearns che stanno tornando. Sorge spontanea però una domanda: ci sarà abbastanza business per tutti quando, secondo

alcune stime, si potrebbe assistere a una diminuzione del 30% dei fondi alternativi? "Pensiamo ce ne sia per tutti", sottolinea Martins, "perché se si pensa alle attività di Lehman Brothers e al fatto che molti investitori hanno ridotto l'esposizione, valutiamo ci possano essere oltre mille miliardi di dollari ai margini del mercato. E questo denaro dovrà prima o poi trovare un modo di essere impiegato, perciò i servizi di prime broker sono un business proficuo e sostenibile nel lungo periodo. In ogni caso", aggiunge, "bisogna considerare il significato delle cifre. I primi dieci fondi alternativi gestiscono forse il 95% delle attività, quindi in teoria potrebbe fallire ben il 90% delle società e assisteremmo solo a una riduzione del 5% del totale degli asset. Ritengo dunque che quel 30% sia fuorviante, si tratta del numero assoluto dei fondi. Ad ogni modo, anche noi siamo convinti che gli asset dell'industria si ridurranno, ma piuttosto per la performance di mercato e a causa della liquidità drenata dai riscatti, che comunque vediamo tornare al mercato nel primo trimestre 2009. I riscatti", continua Martins, "dovrebbero essere intorno al 15/20% e colpiranno soprattutto intermediari come i fondi di fondi, seguiti poi dagli hedge fund, mentre investitori come le *endowment* dei fondi pensione dovrebbero risentirne meno".

Alla ricerca del prime broker perfetto

"La prima cosa che devono tenere d'occhio i fondi hedge quando selezionano il prime broker è il merito di credito della struttura, devono andare alla ricerca delle banche con il bollino da

I servizi dei prime broker valutati dai gestori hedge

	Eccellente	Buono	Sufficiente	Insufficiente
Servizi personalizzati	33%	30%	20%	12%
Costi	24%	27%	36%	7%
Competenza	30%	38%	16%	10%
Esecuzione elettronica	27%	36%	24%	6%

Fonte: Finalternatives 2008 Prime brokerage survey.

blue chip”, spiega Martins. “In secondo luogo devono osservare i servizi offerti, poi l’efficienza ed infine il valore aggiunto dato dall’accesso a ricerche valide e a una buona piattaforma di esecuzione. Ma il primo requisito senza dubbio riguarda l’affidabilità di credito dell’operatore”.

La risposta a una scelta cattiva è la diversificazione del rischio, ovvero la moltiplicazione dei prime broker. Secondo uno studio di Greenwich Associates commissionato nel 2006 da Merrill Lynch circa il 30% dei fondi con più di 100 milioni di dollari in gestione hanno più di un prime broker. Una percentuale che sale al 90% quando si passa a fondi che gestiscono oltre un miliardo di dollari. E’ molto probabile che ora anche i fondi alternativi che gestiscono somme minori si siano rivolti a soluzioni multiple, ma è altrettanto probabile che start up con 50 milioni di dollari siano condizionati da una serie di fattori per rimanere con un solo prime broker. Si può osservare che il numero di operatori su cui contare varia in funzione degli asset in gestione e dei servizi richiesti dal tipo di strategia che si implementa. Chi decide di selezionare più prime broker “ha maggiori incombenze innanzitutto dal lato amministrativo”, osserva Massa, “sia per quanto riguarda le fasi di riconciliazione delle consistenze di portafoglio tra banca depositaria/prime broker/Sgr, sia nelle fasi di monitoraggio delle esposizioni complessive e della valorizzazione del Nav. Ma le incombenze toccano anche il lato gestionale, sono ipotizzabili impatti sulla capacità di accesso al *financing* per quanto concerne i fondi”. Di contro il fondo si può avvantaggiare, aggiunge Massa, di una “maggiore concorrenza nelle condizioni economiche praticate, dell’eventuale possibilità di sfruttare le maggiori competenze che un prime broker può avere rispetto a un altro in termini di qualità del servizio fornito, ovviamente a seconda della tipologia di strategia seguita dal fondo”.

Fuori trend invece **Carlo Gentili**, partner di Nextam Partners Sgr, il quale rileva: “La pensiamo in maniera diametralmente opposta, la suddivisione del patrimonio in più

prime broker non diminuisce affatto il rischio. La vera capacità sta nello scegliere controparti affidabili e di qualità. Basti pensare a cosa è successo a chi, per diversificare il rischio, avendo solo un prime broker, ha aperto una seconda posizione con Lehman Brothers. Peraltro ciò raddoppierebbe i controlli e l’attività di back office ne risentirebbe. Non stiamo assolutamente pensando di passare a una soluzione con più di un prime broker”.

La scelta multipla, aggiunge Gentili, darebbe comunque dei vantaggi per quanto concerne “l’accesso a una maggiore offerta e disponibilità di titoli in prestito, ciò che potrebbe non essere offerto da una controparte potrebbe esserlo dall’altra”. Il partner di Nextam suggerisce comunque una piccola soluzione pratica, una forma di protezione: “Non lasciare denaro liquido sui conti presso il prime broker. È consigliabile fare dei pronti contro termine propriamente collateralizzati oppure acquistare fondi monetari”.

Margini in rialzo

I prime broker sono indicati come coloro che stanno rialzando i margini. “Ciò che non viene compreso è che la politica di gestione dei margini è rimasta invariata”, spiega Martins. “Sono invece variati i margini stessi poiché sono determinati da un insieme di regole che variano in funzione di liquidità e volatilità dei portafogli. Perciò non sono aumentati i margini in quanto tali, ma piuttosto gli elementi di base, come il tasso Libor”. Sulla stessa scia Gentili: “In taluni casi ci sono stati incrementi dei margini richiesti a causa della volatilità eccezionale, ad esempio sulle coperture dei cambi”. Massa sottolinea che oltre ai margini anche altri fattori sono cambiati nei rapporti con i prime broker: “Abbiamo notato cambiamenti sia nell’attività di *financing* ai fondi, sia nelle garanzie richieste dal prime broker, per esempio l’impossibilità di far ricorso al *financing* in caso di riscatto, con conseguente necessità di vendere asset di portafoglio, o anche la richiesta di margini iniziali per l’operatività in strumenti derivati regolamentati pari a due volte quelli richiesti dalla Clearing House”. ■