

INTERVENTION 30 JANVIER 2008
LES PLACES FINANCIERES COMME POLE DE COMPETITIVITE

LA LOCALISATION DES HEDGE FUNDS : L'IMPORTANCE DE LA SOCIABILITE

Y. TADJEDDINE¹

EconomiX, Université Paris X - Nanterre

Version provisoire, à ne pas diffuser

Les hedge funds sont des sociétés à capitaux, associés en partenariat, dont les gérants assurent l'allocation sur des véhicules très peu réglementés. Leur stratégie de sélection de titres repose sur des méthodes actives d'investissement, ne cherchant ni à reproduire un indice ni à diversifier les risques, la finalité étant la recherche de rendements absolus. La plupart des hedge funds utilisent le levier d'endettement, combinent des positions longues et courtes et font un grand usage des contrats dérivés. Les faibles contraintes réglementaires, l'opacité des informations publiques et privées fournies et la structure capitalistique privée donnent aux gérants de ces sociétés une grande liberté de manœuvre. Les clients sont des personnes morales (fonds de pension, banques, entreprises) et des personnes physiques fortunées (cf annexe 1). Ce type de gestion et de société de gestion connaissent un engouement considérable depuis ces dix dernières années. Si le premier Hedge Fund fut lancé en 1949 par A. W. Jones aux Etats-Unis, c'est seulement au milieu des années quatre-vingt-dix que l'industrie des Hedge Funds s'impose véritablement dans le monde. En 10 ans, entre 1995 et 2005, le nombre de Hedge Funds a été multiplié par trois. Dans le même temps, les encours ont été multipliés par plus de dix et la croissance devrait se poursuivre.

Or, ce mouvement a touché de façon inégale le territoire européen. Selon l'IFSL, fin 2005, les trois-quarts des Hedge Funds en Europe étaient localisés à Londres, pour un montant qui s'élève à 214,7 milliards de dollars, quatre fois plus qu'en 2002. Londres constitue une place quasi-hégémonique de la gestion alternative européenne. Cet article cherche à comprendre les causes de cette hégémonie, à travers une analyse socio-économique, fondée sur des entretiens auprès de gérants de hedge funds menés en France et en Angleterre².

Avec le développement de la nouvelle économie géographique, les questions liées à localisation des activités économiques connaissent un vif regain d'intérêt. Les activités financières n'échappent pas à cette règle³. Cette réflexion procède la plupart du temps d'une vision mondiale à l'ère de la finance globalisée, la question étant de savoir si dans un monde décroissant, les logiques nationales auraient encore une pertinence⁴. Une première interrogation concernera les raisons économiques justifiant l'installation des Hedge Funds à Londres plutôt que dans une autre ville. Des travaux récents ont souligné qu'il importait de considérer aussi les mouvements à l'œuvre à l'échelle nationale et urbaine⁵. En effet, les places financières connaissent une modification sensible de la répartition spatiale des activités, avec une fuite des centres vers la périphérie. Ce phénomène est aussi observé pour les Hedge Funds qui s'installent dans le quartier de Mayfair plutôt qu'au centre historique de la finance (la City) ou à Canary Wharf. Notre

¹ Pour toute correspondance yamina.tadjeddine@u-paris10.fr. L'auteur remercie les participants au workshop du 21 novembre 2007 consacré aux « Places Financières ».

² Il s'inscrit dans une recherche financée par l'AMF, menée par M. Aglietta, M. Boutillier, G. Capelle-Blancard, G. Cavalier, B. Du Marais, S. Rigot, E. Suel. Certains éléments figurant dans cet article s'inspirent du rapport intermédiaire.

³ Citons notamment les travaux de Clark [2002]

⁴ Cf Agnes, P., 2000, Friedmann, J., 1986, O'Brien, R., 1992.

⁵ Capelle-Blancard, G. et alii 2007, Capelle-Blancard, G. et Y. Tadjeddine, 2007

intervention propose donc de comprendre les mécanismes socio-économiques pouvant justifier la localisation des hedge funds à Londres et dans le quartier de Mayfair. A cette fin, nous chercherons d'une part à donner une explication trans-nationale, fondée sur la nature innovante de ces organisations. Nous proposons ensuite à expliciter la localisation urbaine, à travers la quête économique d'une clientèle particulière : les personnes fortunées, disposées à prendre des risques, qui s'avèrent fréquenter les Clubs privés présents en nombre dans le quartier élargi de Mayfair (Saint James Park inclus). Ces deux explications soulignent l'importance de la sociabilité dans la localisation des hedge funds.

1. LONDRES, POLE EUROPEEN DES HEDGES FUNDS

Londres accueillait en 2006 900 hedge funds et assurait la gestion de 21% des encours mondiaux des hedge funds, alors que Paris représentait seulement 3.67%.

Tableau 1 : Evolution des encours des Hedges Funds gérés à Londres, New-York et Paris

Actifs sous gestion des hedge funds	montant des actifs en	Londres		New York		Paris
		en milliards \$	en %	en milliards \$	en %	
2002	592	59,2	10%	266,4	45%	
2003	795	111,3	14%	349,8	44%	
2004	1 000	180	18%	410	41%	
2005	1 130	214,7	19%	440,7	39%	
2006	1 500	315	21%	540	36%	55 (3,67%)

source : Estimations International Financial Services London

Londres concurrence même de plus en plus New York, devenant ainsi la place européenne et mondiale pour ce type d'activités.

Les 10 premiers Hedges Funds européens sont situés à Londres :

Tableau 2 : Palmarès des 10 hedges funds européens

Top 10 des HF européens en 2006, source Alpha Magazine 2007	encours sous gestion en milliards \$	Ville	adresse	Code postal	quartier
Barclays Global Advisors	19	Londres	1 Churchill Place	E14 5HP	canary wharf
Blue Crest Capital	11.2	Londres	40 Grosvenor Place	SW1X 7AW	green park
Brevan Howard	12.1	Londres	8 Fenchurch Place	EC3M 4PB	city
Gartmore Investments	9.6	Londres	One Curzon Street	W1J 5HB	hyde park
GLG partners	15.8	Londres	One Curzon Street	W1J 5HB	hyde park
HSBC	10.9	Londres	8 Canada Square	E14 5HQ	canary wharf
Lansdowne Partners	14	Londres	15 Davies Street	W1K 3AG	mayfair
Man group/ AHL	18.8	Londres	Sugar Quay? Lower Thames Street	EC3R 6DU	city
Marshall Wace	10.9	Londres	1/11 John Adams Street	WC2N 6HT	covent garden
Sloane Robinson	11.1	Londres	20 St Dunstan's Hill	EC3R 8ND	city

Source : Alpha Magazine (encours), complété par Base Bloomberg, tableau réalisé par l'auteur

Nous observons que les Hedge Funds filiales de structures bancaires (Barclays et HSBC) sont situés à Canary Wharf, la place bancaire londonienne. Quelques hedge funds sont à la City. Mais, la plupart, sont excentrés dans zones qui n'étaient pas dédiées à la finance (Mayfair, Hyde Park, Saint James Park).

A partir des informations recueillies sur le site payant de Bloomberg, nous avons récupéré l'adresse de 32 hedge funds. Ce nombre relativement faible, comparé aux 900 sociétés estimées existantes à Londres, s'explique par l'opacité de ces organisations, peu enclins à diffuser de l'information publique, gratuite, accessible à tous et par la forte mortalité caractéristique de ce

secteur innovant et fortement concurrentiel. Les quartiers de Mayfair (code postal W1), Hyde Park (W1), Saint James Park (SW1) et Green Park (SW1) s'avèrent très proches géographiquement et socialement fort semblables : ce sont des zones agréables à vivre, à proximité de parcs, composé de nombreux hôtels particuliers victoriens, à deux encablures du palais de Buckingham. Nous avons donc choisi de le regrouper et de parler du quartier élargi « Mayfair ». Nous obtenons alors la carte suivante :

Figure 1 : localisation des hedge funds à Londres

Répartition des HF à Londres



Sources des données : Bloomberg, 32 hedge funds, réalisation Y. Tadjé ditine

La majorité des Hedge Funds (69% dans notre échantillon et cela est confirmé par les articles professionnels) est située dans le quartier élargi de Mayfair, incluant Saint James Park et Hyde Park.

2. UNE LOCALISATION GLOBALE GUIDÉE PAR LA JEUNESSE ORGANISATIONNELLE DES HEDGE FUNDS

Il nous a semblé intéressant d'intégrer les recherches menées sur les jeunes entreprises innovantes. En effet, les Hedge Funds sont des start-ups :

- elles sont juridiquement indépendantes, créées par des associés travaillant auparavant dans des grandes institutions financières. Certains Hedge Funds ont été rachetés et sont dorénavant des filiales de grands groupes⁶. Mais, la grande majorité reste indépendante.
- on note un taux de mortalité très élevé (au bout de 3 ans après leur création, 4 Hedge Funds sur 5 ont disparu).
- ce sont de petites entreprises de services (de 5 à 30 salariés). Le fonds américain Highbridge compte 10 personnes, Kedge Capital 30 personnes, dont 20 sur Londres.
- elles fondent leur chiffre d'affaires sur la compétence de leur équipe de gestion. La recherche qui justifie les choix de portefeuille est la source de valeur et de différenciation. Le profit est lié à une recherche privée, qui ne repose ni sur des brevets ni sur des connaissances publiques.

Ces caractéristiques sont communes aux start-ups. Il est dès lors intéressant de s'appuyer sur les résultats acquis concernant la localisation pour ce type d'entreprises. La Silicon Valley en

⁶ En 2004, Highbridge a été racheté par JP Morgan ou ZCM inc par BNP Paribas.

cela a constitué un terrain d'études fertiles. Porter (1998)⁷ a proposé de qualifier de *cluster* cette concentration géographique spontanée d'activités multiples, publiques et privées.

Les recherches pluri-disciplinaires (économie, gestion, sociologie) consacrées à la Silicon Valley pointent en effet le rôle important du marché du travail et des effets d'agglomération dans l'installation des start-ups dans cette vallée.

La première cause de cette concentration provient du particularisme de ces activités de matière grise et où la diffusion du savoir est capitale. La proximité facilite la circulation des connaissances peu formalisées⁸, par la mobilité des ingénieurs et chercheurs, et par la constitution de communautés de pratiques (« épistémiques »⁹). Les « *clusters* » forment ainsi des marchés attractifs qui favorisent l'implantation et le transfert des connaissances entre firmes à travers le recrutement et la circulation du personnel¹⁰.

La seconde explication provient des externalités positives induites par la réunion sur un espace limité d'industries reconnues, de services, de laboratoires de recherches, des capital-risqueurs nécessaires à l'apparition et à la viabilité de petites structures indépendantes.¹¹ La concentration d'entreprises d'un même secteur en un même lieu tend, en effet, à y attirer des fournisseurs spécialisés ; on pense notamment aux entreprises du secteur de l'informatique et des télécommunications, aux cabinets de juristes, aux cabinets comptables, mais aussi aux laboratoires de recherche. Là où une seule entreprise (non monopolistique) ne réussirait pas à attirer les fournisseurs nécessaires à sa production, le regroupement de plusieurs entreprises peut y parvenir. Ce rapprochement des fournisseurs spécialisés accroît la disponibilité des inputs, augmente la concurrence et exerce donc une pression à la baisse sur les coûts. Les travaux de la Nouvelle économie géographique¹² insistent sur l'effet des interactions stratégiques et montrent que les phénomènes d'agglomération (*clustering*) résultent essentiellement de la présence d'externalités positives. Ce paradigme s'applique très bien aux activités financières (*cf.* Capelle-Blancard et alii, 2007) et se décline selon deux axes principaux :

- la concentration des entreprises permet, en outre, d'accroître le bassin d'emploi. Le raisonnement est à peu de choses près le même que pour les fournisseurs spécialisés (ces deux sources d'externalités sont d'ailleurs souvent regroupées sous le terme d'externalités pécuniaires). Le regroupement géographique d'un grand nombre d'entreprises d'un même secteur attire de nombreux salariés car la probabilité de trouver rapidement l'emploi désiré y est plus élevée. Les entreprises bénéficient en retour de cette concentration de la main d'œuvre spécialisée, dans la mesure où elles parviennent plus facilement à pourvoir leurs postes par du personnel adapté. Il existe toutefois un coût à cela : une forte rotation des salariés et une pression à la hausse des salaires.

- enfin, et surtout, la concentration des entreprises est porteuse d'externalités informationnelles. Pour dire les choses rapidement, les agents n'ont peut-être plus besoin de se tenir à proximité de la Bourse – devenue virtuelle – mais ils ont encore tout intérêt à s'implanter les uns à côté des autres pour partager des connaissances, des informations, *etc.* C'est aussi ce qui explique que les facteurs socio-culturels jouent tant dans la formation et le développement des places financières (Thrift, 1994 ; Agnes, 2000).

Ces deux formes d'externalités, à laquelle on peut rajouter l'agglomération d'entreprises nécessaires à l'activité (développée dans la section précédente), sont sources de rendements d'échelle croissants au niveau du secteur (Capelle-Blancard et Tadjeddine, 2007). C'est aussi

⁷ Porter M., 1998.

⁸ Dahl M.S., Pedersen C.R., 2004.

⁹ Hakanson L., 2005.

¹⁰ Almeida P., Kogut B., 1999.

¹¹ Ferrary M. et Pesqueux Y., 2006.

¹² Krugman (1991) est souvent considéré comme un article pionnier ; voir Combes, Mayer et Thisse (2006) pour une présentation générale.

ce qui explique l'inertie des choix de localisation : les forces d'agglomération créent un effet de cliquet (*lock-in*). Londres, qui a acquis son statut de place financière mondiale du temps de l'Empire britannique et de la suprématie de la Livre sterling comme monnaie internationale, illustre parfaitement ce phénomène (Porteous, 1999). Bien que certaines des conditions qui, initialement, ont permis son essor n'existent plus, Londres continue d'être une place financière de tout premier plan.

Nous avons cherché à vérifier ces différentes hypothèses par les entretiens réalisés. Voici la synthèse de nos résultats :

Tableau 3 : synthèse des motifs de localisation exprimés lors des entretiens

Hypothèses	précisions		résultat : avantage de Londres
<i>H1 : diffusion savoirs informels</i>	formation initiale	non	les meilleures équipes étaient à Paris
	réseau	oui	"culture financière" de la City
	langue	oui	les Hedge funds étaient américains
<i>H2 : externalités positives de proximité</i>	fournisseurs de services	oui	informatiques, comptables, juridiques
	anciens employeurs	oui	les créateurs des HF sont des ex employés de la City
	prime broker	oui	les grandes organisations américaines
	institutionnels	oui	fonds de pension sont des demandeur importants
	clientèle privée	oui	fortunes privées, clubs
	marché du travail	oui	rotation forte, bassin d'emplois qualifiés
	accès aux titres	oui	marchés de gré à gré et réglementés

Si Londres ne possédait pas à l'origine le personnel compétent (les équipes étaient à Paris), elle possédait toutes les autres qualités économiques pour permettre le développement de cette nouvelle organisation : services (comptables, informatiques), clients (fonds de pension, clientèle privée), accès aux banques « prime brokers » qui fournissent un service global (crédit, titres réglementés et non réglementés, prêts de titres et de marge), creuset de personnes employables. Par ailleurs, la plupart des créateurs de hedge funds étaient de anciens employés de grandes structures bancaires et financières, présentes à la City ou à Canary Wharf. Le maintien à Londres de leur travail permettait une continuité de leur vie professionnelle et personnelle.

Cette section visait à comprendre sur la base de nos entretiens l'attrait de Londres pour les Hedge Funds. Intéressons nous à présent au choix particulier de Mayfair.

3. UNE LOCALISATION LOCALE VISANT A S'APPROCHER D'UNE CLIENTELE PARTICULIERE : LES CLUBS PRIVES

Les gérants de Hedge Funds ne s'installent pas dans les centres historiques de la finance, que ce soit à Londres ou à New-York. Les quartiers sont plutôt situés en périphérie (phénomène connu de suburbanisation), dans des zones plutôt agréables (Greenwich pour New York, Mayfair pour Londres). Les explications avancées par les personnes que nous avons interrogées sont de deux ordres :

- la saturation du centre : absence de locaux disponibles et coûts trop élevés,
- la recherche de convivialité pour les travailleurs ou pour les clients.

C.J. nous expliquait ainsi :

« La finance à Londres se répartit en trois quartiers :

- la City est le centre historique où l'on retrouve les activités de banque et de marché,
- Canary Wharf est dédié aux grosses structures bancaires : il y a de l'espace pour loger d'importants départements,

- Mayfair pour les Hedge Funds.

Si les Hedge Funds ont choisi le quartier de Mayfair s'est d'abord parce que c'était bien moins cher qu'à la City. En plus, il y avait des bâtiments vacants de taille moins grande que ceux construits à Canary Wharf. Enfin, c'est à deux encablures de Hyde Park, dans un quartier agréable. Il ne faut pas oublier que les Hedge Funds ont été créés par des déçus de grosses structures financières de la City ou de Canary Wharf. Ils avaient envie de changer d'activité professionnelle mais aussi de qualité de vie. La perte de salaire et le risque pris en quittant leur position se trouvaient ainsi, en partie, compensés par cette localisation plus attrayante. Nombreux sont ceux qui habitaient autour de Hyde Park, notamment les français, le lycée français étant à proximité. »

Le choix de Mayfair résulterait donc d'un choix rationnel reposant sur les coûts, les disponibilités et la qualité de vie.

Nous travaillons à une autre explication, non explicitée lors des entretiens. Nous avons été surprises de constater la proximité géographique des hedge funds avec une institution toute britannique : les Clubs privés. Un entretien fut même réalisé dans un club, à l'invitation du gérant. Il nous est donc apparu intéressant d'avancer un nouveau facteur explicatif de cette localisation hors City : la possibilité offerte aux gérants d'accéder à une de leur cible commerciale, les gentlemen preneurs de risques.

Les Clubs sont en effet depuis leur création en 1652 (Coffee Houses) le lieu de rencontres privilégiés des politiques, des industriels, des commerçants, des Lords, des financiers. Chaque Club a son particularisme (orientation politique Whigs/Tories/Jacobites, appartenance à un corps militaire Navy/ Air Force, à une université Cambridge, Oxford,...)¹³. Par manque de temps nous n'avons procédé à une recension des articles sociologiques et historiques traitant de cette question.

Nous avons recensé les Clubs privés et déterminé leur localisation à partir de sites internet publics¹⁴. 85% des clubs sont situés à Mayfair et à Saint James Park, la City (10%) regroupant des clubs dédiés à des financiers.

Figure 2 : carte des Clubs à Londres



¹³www.victorianweb.org/history/clubs.html

¹⁴www.allinlondon.co.uk , www.squaremeal.co.uk

La ressemblance entre les deux cartes est flagrante : les hedge funds sont dans la zone où se sont historiquement développés les Clubs sous l'ère victorienne. Il reste à savoir, s'il s'agit là d'une simple corrélation, consécutive à des facteurs conjoncturels (hôtels privés vacants) ou au contraire d'une causalité. Pour l'heure, nous ne pouvons qu'avancer l'hypothèse suivante : dans un contexte d'opacité volontaire et de refus de communiquer, l'installation des hedge funds à « Mayfair » est une solution économique pour attirer une clientèle cible. La fréquentation de Clubs ou simplement la présence physique permet de tisser des liens hors marché, propices pour des activités peu réglementées.

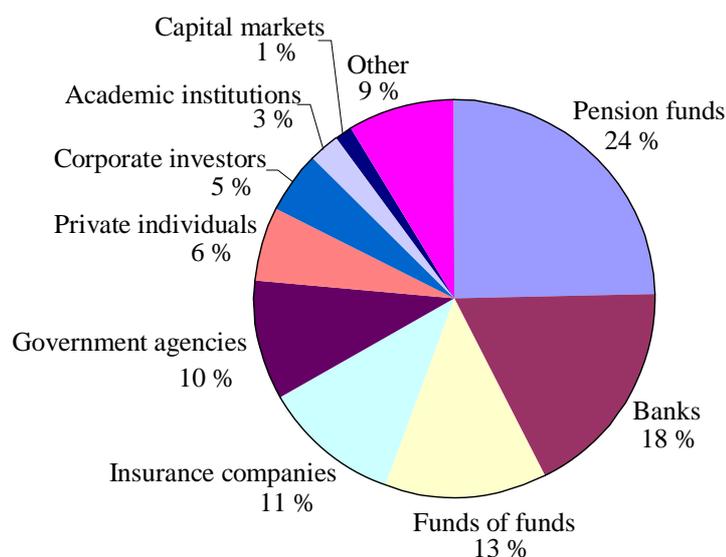
Conclusion

Cet article très provisoire cherche à donner des fondements socio-économiques à la localisation globale et locale d'une organisation particulière : les Hedge Funds. Cette recherche est en cours et nous nous excusons pour le caractère non achevé de notre réflexion.

Bibliographie :

- Agnes, P., 2000, « The end of geography in financial services: Local embeddedness and territorialization in the interest rate swaps industry », *Economic Geography*, 76(4), 347-366.
- Almeida P., Kogut B. (1999), "Localisation of Knowledge and the mobility of Engineers in regional Networks", *Management Sciences*, 45, 7, 905-018.
- Bowen H.V., 1993 : "The Pests of Human Society's : Stockholders, Jobbers and Speculators in Mid-eighteenth-century Britain", *The Historical Association*, Blackwell Publishers.
- Capelle-Blancard, G., M. Crozet et F. Tripier, 2007, « La localisation des activités financières dans l'Union européenne », dans *La Place financière de Paris et la consolidation des bourses mondiales* (dir. J. Hamon, B. Jacquillat et Ch. Saint Etienne), Rapport du CAE, La Documentation française, Paris.
- Capelle-Blancard, G., et Y. Tadjeddine, 2007 : « les places financières : désintégration, suburbanisation et spécialisation », *Revue d'Economie Financière*, 90, octobre, p. 93-116.
- Cassis, Y., 2006, *Les capitales du capital*, Ed. Slatkine, Genève.
- Clark, G.L., 2002, « London in the European financial services industry: Locational advantage and product complementarities », *Journal of Economic Geography*, 2, 433-453.
- Dahl M.S., Pedersen C.R (2004), "Knowledge flows through informal contacts in industrial clusters : myth or reality ?", *Research Policy*, 33, 10, p. 1673-1686
- Friedmann, J., 1986, « The world city hypothesis », *Development and Change*, 17, 69-83.
- Ferrary M. et Pesqueux Y. (2006), *Management de la connaissance*, Paris, Economica, 230 p
- Hakanson L. (2005), "Epistemic Communities and Cluster Dynamics : on the Role of Knowledge", *Industrial Districts, Industry and Innovation*, 12, 4, p. 433-463
- O'Brien, R., 1992, *Global financial integration: The end of geography*, London: Royal Institute of International Affairs.
- Porter M. (1998), "Clusters and the new economics of competition", *Harvard Business Review*, Boston, Nov/Dec.

Annexe 1 : Origine des apports de hedge funds (2005)



Source : EVCA/PWC/Thomson Financial.