



Frantzesco Kangaris/Bloomberg

# BFI

## Dans la tourmente

**Des multiples réformes annoncées à l'affaire Goldman Sachs, l'étau se resserre autour des banques de financement.**

PAR FABRICE ANSELMINI  
ET AMÉLIE LAURIN

**P**ratique des affaires, transparence, contrôle des risques, ratios prudentiels... Des deux côtés de l'Atlantique, un corset de règles nouvelles menace d'enserrer les métiers de la banque

de financement et d'investissement (BFI), au point que 2010 s'annonce être pour elle une année cruciale. Aux Etats-Unis, l'affaire Goldman Sachs a éclaté le 16 avril, quatre jours avant l'ouverture du débat au Sénat américain sur une réforme capitale pour le système financier. Il ne s'agit pas d'un hasard. « C'est un dossier politique, comme

*l'a montré le vote serré de la SEC (Securities and Exchange Commission, NDLR) pour lancer la procédure, mais l'objectif a été atteint », estime Christian Parisot, directeur de la recherche chez Aurel BCG. Certains républicains paraissent depuis avoir assoupli leurs propos, même si leur camp n'est pas encore convaincu de l'utilité de la réforme (lire l'encadré page 10).*

Pour Marie-Pierre Peillon, directrice de l'analyse financière et extra-financière chez Groupama AM, c'est bien le modèle économique des BFI qui est en cause : « On sait

L'entrée des bureaux de Goldman Sachs à Londres. L'affaire Goldman a éclaté le 16 avril, quatre jours avant l'ouverture du débat au Sénat américain sur le système financier.

« L'objectif actuel des gouvernements est de garantir qu'aucune banque ne pourrait plus mettre en danger tout le système »

Christian Parisot, directeur de la recherche chez Aurel BCG

## Des règles impératives



Barack Obama, président des Etats-Unis

Aux banquiers : « A moins que votre modèle économique ne consiste à arnaquer les gens, il n'y a pas à avoir peur de ces nouvelles règles » (22 avril 2010)



Christine Lagarde, ministre de l'Economie

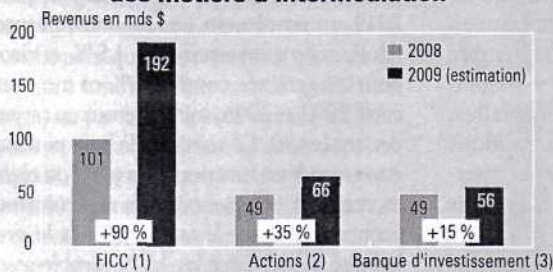
« Nous avons créé quelque chose qui fonctionne, avec trois sommets en dix-sept mois, en entraînant avec nous des pays comme le Royaume-Uni ou les Etats-Unis, traditionnellement partisans d'une régulation minimale, persuadés que le 'market will decide' [le marché décidera, NDLR]. C'est un changement de paradigme » (22 avril 2010)



Michel Barnier, commissaire européen au Marché intérieur

« Il faut absolument mettre de la transparence, de la responsabilité et des contrôles dans l'ensemble des marchés de produits dérivés. Dès le mois de juin, je vais proposer des mesures. [...] Il s'agit de mettre dans tous ces échanges financiers un peu plus de morale et d'éthique » (20 avril 2010)

### Les BFI restent dépendantes des métiers d'intermédiation



(1) Taux, change, crédit, matières premières  
(2) Cash, dérivés, prop trading, prime brokerage  
(3) M&A, equity capital market, debt capital market

Source : Morgan Stanley - Oliver Wyman, Outlook for Global Wholesale and Investment Banking, 16 mars 2010

la volonté politique de réduire les risques et le levier à tous les niveaux, donc de faire que les BFI ne soient plus comme avant, constate-t-elle. Pour l'instant, l'explosion des revenus en 2009 et au premier trimestre 2010 nous contredit, avec une conjonction d'éléments porteurs : taux bas, hausse des prix et dépréciations moindres sur le 'trading', rattrapage des volumes - notamment sur le 'fixed income' (taux, change et matières premières, NDLR) -, augmentation des marges également pour les survivants sur les financements primaires. Mais cela n'est pas durable, parce que les volumes ne seront pas toujours aussi importants et que le coût du capital augmentera avec les nouvelles régulations. »

### Risque systémique

« L'objectif actuel des gouvernements est de garantir qu'aucune banque ne pourrait plus mettre en danger tout le système », juge de

son côté Christian Parisot. Le débat sur le « too big to fail » (les banques dont la taille garantirait la survie) ramène un peu partout à la nécessité de ratios prudentiels limitant les prises de risques. En Europe, le ratio de solvabilité Tier one s'est avéré insuffisant face à la défaillance de banques comme Dexia. Il a été renforcé avec les directives liées à Bâle II applicables dès 2011 pour pondérer les risques de marchés dans le calcul des fonds propres, et le sera encore plus avec Bâle III, théoriquement en 2013.

Ces nouvelles normes introduiront aussi deux ratios de liquidité. Le premier, à court terme, qui prévoit un quota d'actifs de qualité pouvant couvrir des sorties de fonds pendant trente jours comme la Suisse vient d'en imposer à UBS et Credit Suisse, aura un impact fort sur les métiers d'investissement des BFI. Le second, à un an, qui imposera de se financer avec des ressources plus longues et stables que de la dette interbancaire, devrait augmenter mécaniquement les marges des activités de financement (prêts long

terme aux entreprises notamment). Bâle III prévoit également un ratio de levier (fonds propres sur total de bilan), une sécurité de base comme il en existe déjà aux Etats-Unis. Les banques européennes sont hostiles à ce projet qui limiterait leur capacité d'endettement et donc de prêts à l'économie.

Au surplus, l'idée d'une taxe bancaire refait surface. Après les projets allemand, français et américain, le Fonds monétaire international (FMI) propose, dans le cadre du G20, de soumettre les acteurs à une « contribution à la stabilité financière » et à une « taxe sur les activités financières » au-dessus d'une certaine rentabilité. « Ces

## La transparence aura un coût pour les BFI

activités sont internationales et il faudra que les Etats s'accordent sur cette question pour éviter des transferts géographiques qui ne résoudraient pas les problèmes », prévient Christian Parisot.

### Contrôle et transparence

Outre ces débats, de nouvelles règles restreignent déjà l'activité, telles que l'obligation pour les originateurs de véhicules de titrisation de garder 5 % des encours, applicable en 2011 en Europe et peut-être aux Etats-Unis. De quoi, espère-t-on, les dissuader de vendre des CDO (*collateralized debt obligations*) dangereux pour les investisseurs. Il est vrai que les cas de conflits d'intérêts sont fréquents, voire inévitables, à moins de cloisonner les différents métiers de la BFI. La solution passe par une transparence accrue, notamment dans la distribution de produits dérivés et structurés. « Ces marchés de gré à gré sont les derniers où il est fréquent d'investir sans avoir au préalable pu consulter le prospectus parce qu'il n'est pas prêt », explique Marie-Pierre Peillon. La réforme du système américain devrait tendre vers des plates-formes réglementées pour les produits dérivés.

Cette évolution irait dans le sens des conclusions du G20, avec des chambres de

### La rentabilité future reste très incertaine

(RoE : return on equity ou rendement des capitaux propres)		Scénarios de régulation		
		Punitif : impact sur le RoE ~ -8 %	Mesurée : impact sur le RoE ~ -4,5 %	Graduelle : impact sur le RoE ~ -2 %
Scénarios économiques	Marchés haussiers	Punir les banques : RoE ~ 11% Gros écarts de performances en fonction de l'évolution du business model et de la santé du bilan des banques	Cas de base : RoE ~ 15 %, atteignable via une révision des pratiques de rémunération et une évolution modérée du business model	Scénario haussier : RoE > 17 %, écarts réduits
	Cas de base			
	Stagnation du G10 ou récession	Cercle vicieux : RoE < 10 %, conduisant à une restructuration majeure du secteur et à des sorties. Réduction de l'effet de levier du système et transfert du risque		Régulation fragmentée : RoE ~ 14 %, avec une dispersion réduite excluant un petit nombre de preneurs de risques
En gris : scénarios probables		En blanc : scénarios improbables		

Source : Morgan Stanley - Oliver Wyman, Outlook for Wholesale and Investment Banking, 16 mars 2010

compensation prenant en charge le risque de contrepartie. Continuer à les échanger sur des marchés OTC (*over the counter*), avec le risque d'opacité qui a entouré les CDS (*credit default swaps*) dont Lehman Brothers était contrepartie en septembre 2008, obligerait les opérateurs à mobiliser des capitaux propres supplémentaires. L'Europe doit aussi faire ses propositions dans les prochains mois. « Mais la transparence aura globalement un coût pour les BFI, surtout sur les produits structurés qui devront être plus simples pour pouvoir être expliqués, analyse Lam Nguyen, vice-président du cabinet Freeman Consulting. Ces dernières années, les plus rentables étaient souvent les plus sophistiqués. »

Quelles que soient les nouvelles règles finalement adoptées, la rentabilité des BFI semble structurellement menacée. Morgan Stanley et Oliver Wyman anticipent pour 2012 un rendement des capitaux propres (RoE, *return on equity*) de 15 % environ pour ces activités, contre 18 % en moyenne entre 2002 et 2006, soit un retour au niveau des années 90. Ce scénario de base pourrait être amendé en fonction de la pression réglementaire et des perspectives de croissance économique (*voir le tableau*), mais la probabilité de dépasser les 15 % semble assez faible. Le cabinet McKinsey table même sur un RoE moyen des BFI de 10 % à 12 % en 2012, si les établissements ne prennent pas de mesures d'ajustement.

## La réforme américaine attendra encore

Il ne leur aura manqué que trois voix. Le 26 avril, les démocrates ont échoué à faire passer au Sénat leur proposition de loi sur la réforme de la régulation financière aux Etats-Unis. Un vote positif aurait permis de lancer la procédure de « réconciliation » avec le texte voté en décembre à la Chambre des représentants. Parmi les mesures phares de ce projet figure la possibilité de démanteler un établissement financier en cas

de menace pour la stabilité financière. A l'inverse, les républicains veulent limiter



l'intervention de l'Etat dans le système financier, en s'opposant à la règle Volcker qui interdirait le *trading* pour compte propre, et à la création

d'une agence de protection des consommateurs. Malgré l'ire de l'opinion publique contre Wall Street et la perspective des élections de mi-mandat cet automne, les opposants du président Obama pourraient entraver les négociations futures. Pour autant, le soir du vote, Richard Shelby, chef de file des républicains à la commission bancaire du Sénat, n'excluait pas la possibilité d'un accord d'ici à début mai.

### Profitabilité à la baisse

« A moins que les objectifs de RoE soient révisés à la baisse [...], ou que l'augmentation des coûts soit répercutée sur les consommateurs, les banques pourraient bien se trouver contraintes de devoir une fois encore augmenter leur profil de risque, afin de générer le niveau de rentabilité promis à leurs investisseurs en actions », note Moody's dans son analyse de Bâle III.

Face à ce paradoxe, les acteurs semblent tiraillés entre un discours optimiste à l'égard des marchés et des prévisions plus sombres destinées à alerter les régulateurs et législateurs. « Nous avons changé de monde. Les rendements sur fonds propres des banques sont en train de croiser à la descente ceux de l'industrie », a prévenu Baudouin Prot le 15 avril, au nom de la Fédération bancaire française qu'il préside. Le directeur général

Christophe Nijdam,  
analyste secteur bancaire chez AlphaValue



## « Les BFI n'ont pas de raison de rester au sein des banques universelles »

### En quoi l'affaire Goldman Sachs est-elle symptomatique ?

Il s'agit d'un acte a minima immoral, quand bien même serait-il légal, qui symbolise les conflits d'intérêts inhérents à certains métiers de la BFI (banque de financement et d'investissement, NDLR). Ce n'est pas nouveau, sauf qu'auparavant, la norme était toujours de faire passer les intérêts du client avant les siens. Cela a changé avec la spirale des rémunérations variables asymétriques, qui font parfois tomber la fameuse « muraille de Chine » entre les différents métiers (de *market making* et *proprietary trading* par exemple). Et les montants de gains peuvent être tels qu'un banquier donné peut envisager de se passer du client la fois d'après...

### Au-delà des rémunérations, quels sont les enjeux pour les BFI ?

Bien sûr, une meilleure transparence des pratiques et une maîtrise des risques systémiques via les ratios prudentiels. Même si la régulation et le contrôle ne peuvent résoudre tous les problèmes éthiques. Je serais plutôt favorable à un retour à la séparation des activités comme avec le *Glass-Steagall Act* aux États-Unis avant 1999. Les activités de BFI n'ont pas de raison majeure de rester au sein des banques universelles. Les clients

particuliers et les PME n'ont pas tant que cela besoin de produits sophistiqués, et ceux-ci pourraient tout à fait être arrangés par des structures tiers. Le discours selon lequel la BFI contribue au financement des banques de détail n'est pas crédible non plus : ces dernières sont parfaitement rentables, par rapport à leur niveau de risques et de fonds propres, dans les pays développés, où elles ont plutôt un problème de croissance... Alors que les BFI ont une rentabilité très volatile et donc risquée.

### Quel est l'impact des nouvelles régulations pour les différents métiers ?

Sauf « risque de réputation », les métiers de conseils comme le M&A (fusions-acquisitions, NDLR), rémunérés en commissions, ne subiront pas les conséquences des régulations sur les fonds propres. Les activités de marché, rémunérées sur l'écart de prix (*spread bid/offer*) et les positions pour « compte propre » (*net trading income*) seraient en revanche largement touchées par les ratios de liquidité et de levier en projets, s'ils sont maintenus. Dans une bien moindre mesure, les activités de financement à long terme, rémunérées sur les marges et sur les commissions d'intermédiation (*net interest income*), pourraient aussi être réduites.

conquête comme pour ses concurrents.

Pour autant, l'heure n'est pas à l'expansion tous azimuts chez la plupart des européens. UBS, Credit Suisse et Deutsche Bank ont tous trois réduit leur levier, augmenté leur ratio de fonds propres et délaissé les activités les plus risquées, soulignent les analystes de CreditSights. Les acteurs intermédiaires tels que BNP Paribas et HSBC devront également faire le choix de continuer à jouer sur tous les tableaux ou de se concentrer sur des produits de flux à fort volume ou sur des marchés de niche à valeur ajoutée.

Certains ont déjà réduit leurs prétentions, à l'image de Crédit Agricole, replié sur des activités moins risquées. Pour conserver une taille critique dans certains métiers, le français noue des partenariats, à l'image de la

coentreprise de courtage actions qu'il monte actuellement avec le chinois Citic.

Tous sont par ailleurs confrontés à la concurrence des boutiques de conseil et des fonds alternatifs, comme Blackstone ou Oaktree. S'ils restent peu régulés, les *hedge funds* pourraient voir leur rôle de teneurs de marché s'accroître. « Nous voyons une poussée de plus en plus forte des boutiques dans les secteurs peu consommateurs de capital, tels que la recherche et certaines activités de vente, de 'trading' et de conseil (à la fois en fusions-acquisitions et en restructuration) », pointent aussi Oliver Wyman et Morgan Stanley. Selon eux, les 15 % à 20 % de parts de marché des BFI redistribuées durant la crise pourraient de nouveau changer de mains. ■

e BNP Paribas pense que son groupe « ne sera plus 15 % de RoE » mais ne dévoile pas ses nouveaux objectifs, alors que Société Générale n'a pas hésité à tabler en février sur un RoE de 17 % à 20 % pour sa BFI onvalescente.

« Les banques sont confrontées à trois grandes questions liées, qu'elles doivent éconcilier : quel est leur appétit pour le risque, c'est-à-dire la proportion de fonds propres qu'elles sont prêtes à perdre ? Quels sont leurs besoins en liquidités pour exécuter leur modèle économique ? Quel est leur objectif de rentabilité ajustée du risque ? », interroge Pierre Rebol, *partner* du cabinet Roland Berger.

### Prime aux gros acteurs

La crise a opéré une première sélection en effaçant du paysage douze des cent premières banques d'investissement en 2007, selon McKinsey. Aujourd'hui, les BFI globales couvrant un large spectre de territoires et d'activités semblent les mieux à même de consolider le secteur. Leur rôle de teneurs de marché ainsi que leur capacité à prendre des risques, à innover (dans le *trading* de haute fréquence par exemple) et à attirer les talents pourraient renforcer leur oligopole, donc leur importance systémique. « Les plus grandes banques ont tiré profit de la dislocation et de la faiblesse de leurs concurrents. Cela a, dans une certaine mesure, solidifié leurs positions au sommet », estime Whitney Young, analyste chez Raymond James & Associates à New York. Alors que les nouvelles réglementations et la concurrence accrue vont limiter la rentabilité, je ne pense pas que JPMorgan, par exemple, va se désengager de la banque d'investissement, ni qu'elle va être forcée de le faire. »

Cette dernière apparaît comme la banque multimétier la mieux positionnée, face à ses compatriotes Citi et Bank of America. Le modèle de « pure » banque d'investissement semble en revanche en perte de vitesse : il n'est plus incarné que par Goldman Sachs, dans la tourmente, et Morgan Stanley, qui veut moins dépendre de ses activités de marché.

Face aux *bulge bracket* (teneurs de marché) américains, seules quelques européennes sortent du lot. Barclays rivalise désormais avec Credit Suisse et Deutsche Bank, tandis qu'UBS reste empêtrée dans ses difficultés. Après le rachat des activités américaines de Lehman Brothers, la banque britannique veut se doter d'une plate-forme actions en Europe et en Asie, sa terre de