



Le « compte propre » montré du doigt

L'administration américaine projette d'interdire cette activité aux banques de dépôt, mais la frontière avec l'intermédiation est floue.

PAR FABRICE ANSELMI

n constat d'abord : le sujet des opérations de négoce pour compte propre des banques (ou *proprietary trading*) reste un tabou en France. Les « accidents » chez SG CIB, Calyon ou aux Caisses d'Épargne ont laissé des traces... mais n'ont pas permis d'améliorer la transparence. Sur les treize établissements sollicités, seuls deux ont accepté de répondre à cette enquête, mais « off » ! Plusieurs banques ont expliqué, à l'oc-

casion de leur présentation des résultats 2009, avoir cessé d'en faire alors que malgré une forte diminution des « portefeuilles de négociation » chez certaines (voir le tableau), les courtiers travaillent encore avec des *traders* spécialisés dans beaucoup d'établissements.

A leur décharge, le sujet reste difficile à délimiter avec précision et à expliquer sans une interprétation intéressée. Pour schématiser, disons que les activités pour « compte propre » se répartissent en quatre catégories : deux plutôt du domaine de l'intermédiation avec la « facilitation

client », et à une échelle plus globale le *market making* ; et deux plutôt du domaine de l'investissement - même si, dans les faits, la frontière avec l'intermédiation n'est pas évidente -, avec le *proprietary trading* de court terme, et les traditionnels placements à long terme.

« Une banque de financement et d'investissement (BFI) fait par nature de l'intermédiation, explique un banquier de la place. Elle perçoit des commissions pour des opérations de marché : parfois, l'ordre vendeur d'un client rencontre naturellement un ordre acheteur, d'un



autre client ou pas ; mais quand cette rencontre n'est pas simultanée, la banque peut juger bon de porter le risque sur son compte propre, et dans ce cas, d'acheter l'actif en vue de le revendre à un terme plus ou moins bref. » Si le client est dans une logique d'« exécution » - par opposition à un investisseur de long terme moins sensible aux variations des marchés à court terme -, la banque va donc essayer de « faciliter la liquidité ». « Elle peut ainsi internaliser l'ordre : soit complètement de manière à ce que le client soit sûr de réaliser sa transaction ('market making'), soit partiellement ('facilitation') », détaille Pablo Garmon, responsable développement Europe pour la société Tag Audit. Ces deux pratiques - l'une souvent proposée à tout le marché, l'autre plutôt à quelques clients - vont donc obliger la banque à prendre des stocks de titres au bilan si le client est vendeur, ou à en détenir déjà si le client est acheteur... « Ce service va concerner des exécutions de taille importante, et plutôt les meilleurs clients depuis que le coût du capital a augmenté », confirme Pablo Garmon. Et s'accompagner souvent de « trading algorithmique » afin de fragmenter et de séquencer l'ordre pour en limiter l'impact sur le marché.

Sur les marchés actions, les intermédiaires sortent en moyenne de ce genre de positions dans les 24 heures. Mais sur les actifs moins liquides, de par leur taille ou leur nature, certaines banques peuvent considérer normal de rester plusieurs jours, voire plusieurs semaines, avant de placer les actifs avec lesquels elles se trouveraient bloquées dans leur *bad book*. Ces lignes à risques restent alors généralement gérées par les mêmes équipes d'intermédiation (actions et dérivés, obligations et dérivés, changes/devises, produits structurés, etc.), note le banquier, rappelant combien « ces pratiques ont été utiles aux investisseurs fin 2008 début 2009 ». Certains ont en effet apprécié la valeur ajoutée de quelques établissements solides capables de leur « avancer un prix » au milieu de *spreads* très élargis lors de cette crise de liquidité.

« Tout cela est très bien, mais ce n'est pas du 'proprietary trading' », intervient Emmanuel Boussard, cofondateur du fonds alternatif Boussard & Gavaudan, pour qui ces activités de « facilitation » sur la liquidité ne sont d'ailleurs pas visées par le projet de « règle Volcker ». Pour cet ancien responsable de la négociation pour compte propre de dérivés sur actions européennes chez Goldman

Les « trading books » restent importants par rapport aux bilans des banques

	Trading book/ bilan		Bilan total (en Mds€)	Leverage ratio***
	2008	2009	2009	2009
BNP Paribas	58 %	41 %	2.058	33,5x
Crédit Agricole	36 %	29 %	1.557	36,4x
Société Générale	44 %	40 %	1.024	24,3x
Dexia*	12 %	5 %	602	52,4x
Natixis*	51 %	52 %	499	37,4x
Médiane**	36 %	29 %	1.024	24,3x

* Estimé pour 2009 ; ** Sur 19 banques européennes ; *** Bilan total/capitaux propres

Les portefeuilles de négociation (en valeur de marché) ne suffisent pas à évaluer l'activité réelle pour « compte propre ».

Source : Alpha Value

**Il faudrait
pouvoir
distinguer
les activités
de « market
making »
et de
« proprietary
trading »**

Sachs, l'activité ciblée par l'annonce Obama du 21 janvier consiste à allouer des fonds propres pour créer de véritables *hedge funds* internes à la banque, avec des équipes dédiées (ces fameux « *prop desks* » où prospèrent les meilleurs *traders*), qui n'ont en théorie pas accès aux informations « clients » de la BFI. En théorie, car plusieurs observateurs estiment aussi que les banques, qui avaient début 2007 plus d'encours sur ce genre d'activités de court terme que les *hedge funds* eux-mêmes (qui avaient atteint 2.000 milliards de dollars), auraient pour certaines exercé une pratique de *front running* condamnable. Celle-ci consiste à contrer, par anticipation, le mouvement annoncé par un client à sa propre banque intermédiaire.

Le débat public, dépassé ou relancé ?

Au-delà du débat sur l'utilité de ces pratiques pour la liquidité des marchés, la question posée par l'ex-président de la Fed, Paul Volcker, est de savoir qui peut s'y adonner ? Seulement les *hedge funds*, « dont c'est le métier d'assumer certains risques, et qui pourraient logiquement être aussi limités si leur taille les amenaient à devenir 'systémiques' au regard de leurs contreparties », estime Emmanuel Boussard,



cofondateur du fonds alternatif Boussard & Gavaudan... ou également les banques ? « Le risque est inhérent à la nature de l'opération et non à sa 'destination' entre compte propre et compte de tiers, estime Jean Tricou, directeur du département banque d'investissement et marchés à la Fédération bancaire française. Ces activités sont poreuses, et le 'trading' souvent indispensable aux activités financières. L'approche globale par les fonds propres prudentiels est la meilleure méthode pour autant qu'elle soit appliquée partout. » En Europe, les normes Bâle II

adapteront le calcul des fonds propres aux risques des activités de marché concernées. En France, le récent rapport Lepetit sur le « risque systémique » prône une taxe complémentaire pour toutes ces activités sur des actifs illiquides.

Aux Etats-Unis, l'administration regrette que les garanties d'Etat aient pu être détournés du financement de l'économie pour servir de levier bon marché au *proprietary trading*...

Et malgré le lobbying puissant des banques, certains imaginent à terme une réforme élargie aux BFI (et non aux seules banques commerciales), pour motif qu'elles se refinancent aussi auprès des banques centrales et sont susceptibles d'être sauvées par le secteur public. Sachant que Lehman Brothers était plus un « teneur de marché » qu'un *hedge fund* géant, l'actuel président de la Réserve fédérale, Ben Bernanke, insiste sur les moyens à mettre en œuvre pour contrôler ces différentes activités. Idéalement, ce serait en prédéterminant des modèles contraignants de niveaux de liquidité risqués...

Gestion des positions

Si la frontière est claire avec les investissements de long terme (dans des *hedge funds*, des fonds de *private equity* ou même en direct comme Goldman Sachs dans ICBC), elle l'est beaucoup moins entre le *proprietary trading* et le *market making*. « Pour le 'market making', il y a trois options, précise un autre banquier de la place. Soit la banque détient les 'stocks' disponibles sur son bilan et déboucle l'opération rapidement, soit elle ne les a pas et va garder la position prise pour faciliter la vie d'un client du courtage, sans savoir cependant combien de temps (notion de taux de rétention, NDLR). Mais elle va nécessairement gérer cette position de manière active afin de limiter la perte ou de réaliser une petite plus-value au final, ce qui va entraîner des opérations complémentaires sur fonds propres : à découvert (à la



Des opérations de couverture presque systématiques

vente), ou de couverture (à l'achat) sur les mêmes actifs ou sur des actifs corrélés. » Pour lui, Jérôme Kerviel n'était pas « prop trader » et n'a fait que repousser à l'excès les limites autorisées pour la stratégie de couverture définie. « Une banque va par exemple systématiquement réaliser des opérations de couverture sur des produits dérivés qu'elle a structurés pour ses clients », confirme un responsable de trading en dérivés de crédit.

« Et tout ce qu'une banque d'investissement peut faire pour son client, elle

peut aussi le faire pour elle-même », poursuit Eric Dupont, analyste senior chez Fitch Ratings, en évoquant la force de l'expérience. Les banques les plus touchées, ou qui n'avaient pas les compétences requises, ont fermé ces services avec la crise. Mais de grandes banques d'investissement, étrangères ou non, continuent à embaucher régulièrement des spécialistes et à être actives sur « un marché plus oligopolistique qu'avant ». Si leurs « prop desks » ont affiné leur cadre d'investissement et contrôle des risques, ils conservent aussi une marge de manœuvre plus large que les activités de teneurs de marché, avec des modèles quantitatifs et sur des stratégies d'arbitrage ou de couverture souvent à très court terme (et qui d'ailleurs ne consomment pas forcément beaucoup de fonds



Malgré des formulaires de reporting détaillés, aucune statistique ne confirme la réduction annoncée du « prop trading ».

propres). Sous réserve de respecter l'intérêt du client, « les plus grandes banques d'investissement traitent de tels volumes et disposent de tels outils d'analyse qu'elles peuvent davantage anticiper les tendances de marché avec un avantage concurrentiel incontestable », ajoute Marc Rigault, directeur chez PricewaterhouseCoopers.



Christophe Nijdam,
analyste secteur bancaire chez AlphaValue

L'AVIS DE...

« La question est : dans quelle mesure limiter les volumes traités ? »

Comment définir au mieux le « trading pour compte propre » ?

A partir du moment où il est normal, pour une banque intermédiaire sur des opérations de marché, d'engager aussi des fonds propres (au contraire des courtiers indépendants, NDLR) pour se porter contrepartie et se couvrir, il est extrêmement compliqué de définir précisément le *proprietary trading*. Les opérations de change, à l'origine de ces pratiques pour compte propre, en sont peut-être le meilleur exemple, dans un univers concurrentiel où une entreprise peut aller voir n'importe quelle banque pour se couvrir sur une devise donnée...

Alors comment faire la différence avec le « service à la liquidité » ?

Lorsque Barack Obama a sorti son projet d'interdiction, fin janvier, de nombreuses banques ont déclaré que le « compte propre » ne représentait plus que 5 % ou 10 % de leurs revenus (contre par exemple 25 % à 30 % de revenus pour la banque de financement et d'investissement de Société Générale et un quart pour BNP Paribas fin 2007, NDLR). Parlaient-elles uniquement des fonds propres engagés sur le *market making* ? Ou seulement du *trading* propriétaire ? Sans doute pas des deux, sinon elles ne feraient pas, aujourd'hui, un tel lobbying

contre la « règle Volcker ». Toute la question est celle des volumes traités, notamment dans les *trading books* des banques. C'est là que, à l'image de certains marchés liés aux devises, taux ou matières premières qui représentent plusieurs dizaines de fois les besoins mondiaux en financement du moment, on peut déceler des excès.

La régulation passe-t-elle par le renforcement des fonds propres préconisé en Europe ?

Sans doute, même si certaines banques font aussi du « chantage aux fonds propres » pour continuer à financer l'économie, au lieu de remettre en question la taille de leur gestion pour compte propre... Une explication est peut-être à chercher du côté des revenus : il est aujourd'hui possible de viser des marges très élevées (via des rendements de l'ordre de 10 %, NDLR) sur du compte propre, bien supérieures à celles liées aux crédits aux entreprises ou aux dépôts. Les nouvelles directives européennes applicables aux banques vont déjà amener une plus forte pondération des risques « marchés » dans le calcul du ratio de fonds propres Tier one (dès 2011 pour Bâle II), et l'introduction d'un « ratio de levier » (bilan total/fonds propres, en 2013 pour Bâle III), un ratio qui n'est pas encore arrêté ni dans son montant ni dans son mode de calcul...

« Trading » haute fréquence

Sur les sous-jacents les plus simples comme les devises, matières premières ou actions et dérivés, ces pratiques s'appuient notamment sur les développements technologiques d'algorithmes sophistiqués ultra-rapides permettant le « trading haute fréquence » (« *high frequency trading* », L'Agefi Hebdo du 24 septembre 2009), afin de jouer par exemple, dans une stratégie « *value arbitrage* », sur les inefficiences des marchés : le gérant achète une grande quantité de titres liquides sur une plateforme pour les revendre presque instantanément sur une autre où le prix est supérieur (en toute transparence puisque le *flash trading* abusivement soutenu par certaines plates-formes est désormais interdit). En ce sens, certains considéreront que le *proprietary trading*, comme l'arbitrage par les *hedge funds* d'ailleurs, peut apporter de la « bonne liquidité ». « Disons que c'est probablement plus une question de volumes traités sur des actifs peu liquides, car cette liquidité peut aussi mener, si les volumes sont trop importants et drainés par un seul 'market maker', vers des prix déconnectés de la réalité économique », conclut un intermédiaire, en évoquant d'autres leviers de régulation étudiés au niveau européen : sur les technologies, les pas de cotation, la structure des commissions ou encore les fonds propres alloués... ■