

# LES BANQUES D'INVESTISSEMENT DANS LE NOUVEAU CONTEXTE RÉGLEMENTAIRE

FRANÇOIS CHAMPARNAUD\*

L'activité des banques d'investissement, leurs produits et leur mode de financement ont joué un rôle central dans le déclenchement de la crise économique et financière qui a débuté en 2007 sur le marché des *subprimes* américains et qui continue à produire ses effets, notamment en Europe. Il n'est dès lors pas étonnant que ces banques aient été au cœur des réflexions des régulateurs et que les réformes envisagées, comme celles déjà mises en œuvre, soient de nature à infléchir sensiblement le cadre d'exercice de leurs métiers : conseil aux entreprises, activités d'intermédiation (courtage, analyse *sell-side*), négociation pour compte propre et exécution d'opérations sur les marchés primaires d'instruments financiers.

## LE MODÈLE DE LA BANQUE D'INVESTISSEMENT AU DÉBUT DES ANNÉES 2000

Les années qui ont précédé la crise de 2007, comme celles des décennies 1980 et 1990, ont été particulièrement fastes pour la banque d'investissement, avec toutefois des évolutions notables de leur *business model*.

Les activités traditionnelles de négociation pour compte de tiers sur les marchés organisés sont devenues peu profitables tant pour des raisons technologiques (baisse des coûts de transaction, essor d'Internet) que concurrentielles ou réglementaires (obligation de *best execution* pour des gestionnaires d'actifs de plus en plus

---

\* Économiste, responsable du pôle Finances, Agence des participations de l'État (APE).

exigeants sur les marges prélevées par les intermédiaires). Seuls quelques opérateurs sur des produits fortement standardisés (change, obligations d'État) arrivent à conquérir une part de marché suffisante pour dégager des profits conséquents sur ces activités à faible marge.

Dans le même temps, la négociation pour compte propre permet des gains substantiels, mais en contrepartie d'exigences en capital réglementaire élevées. Or la ressource en fonds propres est la plus coûteuse de toutes. De plus, pour les banques, à la différence des entreprises industrielles, elle constitue une matière première essentielle dont le prix est déterminant dans le calcul des volumes, des coûts et finalement des marges. Les banques d'investissement ont donc adopté trois axes d'action :

- une stratégie d'influence visant à convaincre les régulateurs de l'intérêt de méthodes limitant le capital réglementaire. L'objectif fut largement atteint dès la fin des années 1990 lorsque leur *lobbying* a permis l'adoption par le Comité de Bâle de la *value at risk* (VAR) pour le calcul des fonds propres prudentiels ;

- un développement des produits structurés à forte marge, négociés hors marchés réglementés. Les banques d'investissement sont devenues structuratrices de titres à moyen et long terme (ABS – *asset back securities* –, CDO – *collateralized debt obligations* –, ...) à destination d'investisseurs finals, institutionnels ou fonds de créances. Les sous-jacents de ces titres de créances sont des prêts classiques hypothécaires (tels les *subprimes* américains accordés aux ménages à faibles revenus) ou commerciaux à long, moyen et court terme. Ils ont été accordés par des banques traditionnelles, souvent appartenant au même groupe financier que la banque d'investissement, laquelle va également offrir aux investisseurs des instruments de couverture, tels les *credit default swaps* (CDS), négociés de gré à gré, et dont elle se porte contrepartie ;

- la sortie du bilan des activités les plus consommatrices en capital : sponso- risation avec souvent une participation au capital de *hedge funds*, gérés par d'anciens *traders* de l'institution et financés par les banques d'investissement par le biais de leur activité de *prime brokerage*, ce qui peut s'analyser comme une externalisation de la négociation pour compte propre ; création de structures *ad hoc* (conduits, *special purpose vehicles* – SPV) pour loger les prêts titrisés et émettre des parts du fonds de créances auprès des investisseurs. Ces conduits restent dépendants des banques d'investissement qui ici encore en assurent le financement sous forme de lignes de liquidité. Ce sont, en fait, des filiales virtuelles.

C'est un véritable système bancaire fantôme qui s'est ainsi créé, dont on a pu estimer la taille à la fin de 2010 à 16 000 Md\$, contre 13 000 Md\$ pour celle des banques commerciales américaines. Certes, ces nouvelles activités ont côtoyé celles, plus traditionnelles, de la banque d'investissement (opérations sur les marchés primaires, conseil, intermédiation pour compte de tiers), mais elles ont pris une part croissante. Le courtage aux *hedge funds* représentait en 2007 40 % des transactions sur les marchés actions, 25 % des revenus des banques d'investis- sement dont le tiers pour le *prime brokerage*, c'est-à-dire les ventes à découvert

et prêts/emprunts, opérations toutes de nature à augmenter l'effet de levier. La forte concurrence entre banques d'investissement sur ce segment lucratif s'est accompagnée d'un amoindrissement des garanties prises sur les contreparties. De la même façon, les produits structurés ont représenté une part croissante des profits. Leur montant notionnel atteignait 1 300 Md\$ en 2007, contre 200 Md\$ seulement en 2006, plus de la moitié d'entre eux étant des produits synthétiques.

Au total, la banque d'investissement va se trouver au cœur de conflits d'intérêts entre elle-même et la banque commerciale, puis entre elle-même et les investisseurs. L'interdépendance systémique entre les acteurs a été renforcée. Les risques se sont accrus et n'ont pas véritablement changé de main, mais ont été logés dans des entités échappant à l'exigence réglementaire de constituer un capital à des fins prudentielles. Les banques d'investissement ont maintenu un haut niveau de marge à partir de ressources bon marché dans un contexte de politiques monétaires très accommodantes. *In fine*, leurs actionnaires, mieux rémunérés, ont été protégés du risque de dilution.

L'essor de ces activités s'est appuyé sur des équipes performantes, tant sur le plan technique que commercial, au niveau de qualification élevé, que chaque établissement cherchait à attirer ou retenir par des politiques de rémunérations variables particulièrement agressives, mais aussi fortement incitatives à la prise de risques.

La crise a éclaté au cœur même de ce schéma : lorsque le marché immobilier américain s'est retourné et que les défauts sur les prêts immobiliers se sont intensifiés, les produits titrisés se sont avérés impossibles à *pricer*, puis très vite, faute d'acheteurs, sont devenus illiquides. Les institutions bancaires, en particulier les banques d'investissement et de marché, n'ont pas eu les capitaux propres pour faire face à cette situation et les autorités monétaires ont dû intervenir pour parer une catastrophe systémique.

## LA RÉACTION DES RÉGULATEURS

S'appuyant sur une analyse des causes de la crise, la réaction des régulateurs s'est logiquement orientée dans quatre directions : élaboration de règles en capital plus strictes ; tentative d'instaurer des systèmes de négociation centralisée, ou au minimum une chambre de compensation, pour les produits les plus sophistiqués ; réflexions sur les liens entre banques commerciales et banques d'investissement ; encadrement des rémunérations variables afin de limiter les incitations à des prises de risques excessives.

La crise financière a contraint le Comité de Bâle à modifier son système prudentiel dans le sens d'un renforcement des exigences en fonds propres. Cet impératif s'est traduit par l'adaptation du dispositif Bâle II, en particulier dans les directives européennes CRD II et CRD III, et par un accord sur les grandes

lignes du régime Bâle III qui est encore en cours de finalisation et dont la mise en œuvre s'étalera jusqu'en 2018. Aux termes de cette réforme, les banques devront porter le ratio de leurs fonds propres de meilleure qualité, correspondant aux actions ordinaires et aux bénéfices mis en réserve, encore appelé « ratio core tier 1 », à 4,5 % de leur total des actifs pondérés en fonction de leurs risques, contre 2 % actuellement. Elles devront constituer en sus un « matelas de précaution » sous forme d'actions ordinaires représentant 2,5 % du total de bilan. Le montant minimal des fonds propres de meilleure qualité sera ainsi porté à 7 %. Seront définis deux ratios de liquidité, l'un de court terme permettant de faire face à une crise de liquidité aiguë sur une durée d'un mois semblable à celle de 2007-2008 et un autre de long terme visant à permettre aux banques de surmonter une situation de crise spécifique d'un an. Ces normes s'imposeront à l'ensemble des institutions bancaires. Les banques d'investissement seront particulièrement impactées par deux dispositions de nature à entraîner une augmentation de leurs fonds propres réglementaires : l'une pour ceux relatifs au *trading book* ; une autre pour les opérations de retitrisation. Une disposition vise également à inciter les banques commerciales à évaluer avec prudence les risques pris dans la distribution des crédits : elles devront conserver dans leurs bilans au moins 5 % des prêts qu'elles titriseront.

Le chantier de la compensation des produits dérivés de gré à gré est à la fois le plus consensuel entre régulateurs et l'un de ceux qui prend le plus de retard en raison de sa complexité réglementaire et technologique. Impulsée par le G20, inscrite parmi les nombreuses dispositions de la loi Dodd-Frank, reprise dans le projet de règlement européen sur les infrastructures de marché, la réglementation des dérivés OTC (*over-the-counter*) s'articule autour de deux axes : obligation de compenser les dérivés de gré à gré standardisés auprès d'une chambre de compensation, obligation d'enregistrer les transactions conclues sur des référentiels centraux (la DTCC – Depository Trust and Clearing Corp –, organe également en charge de la compensation aux États-Unis ; *trade repositories* en Europe). Ces dispositions nécessiteront, dans le cas européen, l'adoption d'une réglementation unique pour des chambres de compensation encore régies par des règles nationales. De fortes incertitudes subsistent : quels produits retenir (un accord semblant se confirmer pour exclure les dérivés de change, du moins aux États-Unis) ? les intermédiaires disposeront-ils d'une option de sortie (*opting-out*), les Européens semblant plus souples que les États-Unis sur ce thème ? quel niveau de standardisation est-il nécessaire ? en d'autres termes, un nombre important de produits créés dans la période récente ne risque-t-il pas d'être exclu de l'obligation de compensation ? Quoi qu'il en soit, les banques d'investissement ont pris très au sérieux l'évolution vers la compensation des dérivés OTC ainsi que le *reporting* sur ces activités et ont commencé à faire les investissements en systèmes informatiques que cette évolution impliquait.

La crise financière a remis en évidence la question de la séparation des banques commerciales et des banques d'investissement. Ce principe n'était plus

imposé par la réglementation bancaire des économies avancées depuis la fin des années 1970, ni en Europe continentale où le modèle de la banque universelle constitue plutôt la règle, ni aux États-Unis qui ont aboli le *Glass-Steagall Act* en 1979. Le poids et le caractère risqué des activités de marché comme le coût budgétaire et monétaire des interventions de sauvetage ont amené à s'interroger sur la meilleure façon de traiter la question du *too big to fail*. Si l'Europe ne s'est pas saisie de la problématique, les États-Unis et la Grande-Bretagne l'ont abordé sous deux angles différents : l'un fonctionnel, l'autre institutionnel. La règle dite « Volcker », incluse dans l'ensemble très large de réformes du *Dodd-Franck Act* américain, interdit aux banques les activités de *trading* pour compte propre et limite leurs investissements dans les *hedge funds* et les fonds de *private equity* à hauteur de 3 % de leur tier 1 et de 3 % du capital de chaque fonds. Tous les éléments du dispositif ne sont pas encore fixés et une longue période de consultation avec la profession a été ouverte, en particulier pour déterminer le champ des activités de négociation qui seront interdites. Au stade actuel, il semble qu'il s'agisse de celles intervenant sur un horizon de court terme, défini comme une période de détention des titres inférieure à soixante jours. Ne seront pas concernées par le dispositif les activités de marché primaire (souscription, placement de titres), de tenue de marché, d'intermédiation pour compte de clients ainsi que la négociation des emprunts d'État. L'approche britannique est plus radicale en ce qu'elle ne cherche pas à exclure le *trading* pour compte propre de l'activité des banques d'investissement (qu'il soit réalisé directement ou par dans des institutions fantômes), mais réinstalle une véritable séparation entre banque commerciale et banque d'investissement. Si les deux entités peuvent coexister au sein d'un même groupe financier, le principe du *ring-fencing*, tel que défini par la commission Vickers (septembre 2011), vise à imposer une filialisation des deux types d'activités avec des obligations en capital séparées et non calculées sur une base agrégée, mais qui seront renforcées pour la banque de détail par un coussin d'absorption des pertes, une gouvernance et des équipes dirigeantes distinctes ainsi que par l'absence de financements croisés.

Dès 2008, les responsables politiques s'inquiètent de la poursuite des pratiques de distributions généreuses de bonus dans des banques faisant l'objet d'un soutien public (États-Unis) ou venant d'être nationalisées (Royaume-Uni). La réflexion s'est ensuite centrée sur l'encadrement d'un système encourageant les prises de risques de nature à mettre en danger un établissement, voire le système financier, sans pour autant pénaliser les responsables. Les principes ont été adoptés par l'ensemble des pays du G20 (septembre 2009) sur la base de standards définis par le Conseil de stabilité financière (CSF), lequel est également chargé du suivi de leur application. Les règles ont ensuite été déclinées au niveau national. En France, l'arrêté du 3 novembre 2009 les applique aux professionnels de marché dont les activités sont « susceptibles d'avoir une incidence notable sur l'exposition aux risques », formulation qui en restreint l'application aux *traders* et aux vendeurs dans les seuls établissements qui ont des activités de

négociation pour compte propre ou compte de tiers, excluant donc les départements supports et les banques conseils du dispositif. Mais c'est la directive CRD III, en vigueur depuis janvier 2001, qui a été la plus précise dans la définition des normes chiffrées à appliquer : la rémunération variable doit comprendre une part différée sur trois ans d'au moins 40 % ; les 60 % versés immédiatement doivent l'être sous forme d'actions pour au minimum 50 % ; les revenus des personnels des organes dirigeants seront rendus publics sur une base individuelle et non plus agrégée ; principe de *claw-back*, c'est-à-dire d'un malus en cas de performance non satisfaisante ou de réalisation ultérieure d'un risque.

## QUELS IMPACTS SUR LA BANQUE D'INVESTISSEMENT ?

L'effet mécanique d'un ralentissement des activités à forte marge, de la hausse des investissements dans les systèmes de gestion des risques et des exigences en fonds propres accrues est la baisse de la rentabilité du capital. Les premières estimations conduisent à penser que les grandes banques d'investissement ayant des activités globales verraient leur *return on equity* (ROE) baisser de 20 % à moins de 10 % lorsque l'ensemble des régulations envisagées seront effectives, si elles n'opéraient pas un changement de modèle.

L'activité bancaire a déjà enregistré des inflexions significatives. Le revenu de l'ensemble des banques d'investissement, qui, avant la crise de 2007, avait atteint 300 Md\$, soit environ 8 % à 9 % des revenus de l'activité bancaire mondiale de 3 500 Md\$, était d'environ 260 Md\$ en 2010 et sera vraisemblablement d'un montant équivalent en 2011. Ce phénomène apparaît comme durable. Il est largement dû au recul des activités de *trading* pour compte propre et de titrisation (essentiellement CMBS – *commercial residential mortgage-backed securities* – et RMBS – *residential mortgage-backed securities*). Il va s'accroître avec la compensation centralisée des produits dérivés OTC dont on peut estimer qu'environ 65 % d'entre eux seront susceptibles d'y être soumis. Les activités de change et de négociation de *commodities* sont également en recul en raison des limites plus strictes imposées aux activités à risques. Sur les marchés actions, les volumes négociés se réduisent, sans doute en raison d'une grande aversion au risque de nature conjoncturelle. Il n'est, par ailleurs, pas sûr que dans le cadre d'une directive MiFID II (*Markets in Financial Instruments Directive*) en cours de révision, les banques d'investissement européennes soient autorisées ou simplement incitées à poursuivre le développement de systèmes alternatifs de négociation jugés trop opaques par les régulateurs, mais qui ont permis ces dernières années aux intermédiaires de capter à leur profit une part substantielle des commissions auparavant prélevées par les marchés réglementés.

Dans le même temps, les banques d'investissement ont commencé à mettre en place les modifications de systèmes de tous ordres (informatique,

*compliance*, gestion des risques et généralisation de la compensation centralisée) nécessaires à la mise en œuvre des nouvelles réglementations. Le coût en est estimé à 100 Md\$ par an jusqu'à la fin de la décennie pour l'ensemble de l'industrie bancaire mondiale.

## QUELLES ÉVOLUTIONS STRATÉGIQUES ?

Au total, la pérennisation de la banque d'investissement apparaît problématique dans son modèle actuel. D'importantes révisions stratégiques vont devoir être opérées.

Le premier axe de réflexion concerne l'avenir des activités de marché : celles effectuées pour compte propre seront en majorité interdites sur le territoire américain et trop coûteuses en capital pour les banques européennes. Elles subsisteront au titre du *market making* et des activités de contreparties sur des montants déclinants de produits structurés ou en contrepartie de clients *corporate*. Les activités pour compte de tiers resteront rémunératrices pour un nombre restreint d'opérateurs ayant de fortes parts de marché. La démarche aujourd'hui engagée par les banques d'investissement est d'estimer le coût de détention de leurs différentes divisions. Les activités de marché voient leur taille revue à la baisse et certaines banques pourraient les abandonner. Elles restent nécessaires au titre des synergies intragroupe dans certaines banques fortement présentes dans le *Wealth Management* qui génère une part conséquente des volumes. À l'inverse, certains grands groupes ont entrepris une réflexion sur la place de l'*asset management* qui, du fait de l'obligation de *best execution* imposée par la régulation, ne peut plus faire fonction de clientèle captive. Comme d'autres opérateurs prendront le relais (*hedge funds* en particulier), le nombre de banques d'investissement actives en compte propre sera limité, laissant subsister quelques gros opérateurs. Un effet pervers, non voulu par la réglementation, pourrait en être une plus grande concentration du risque.

En second lieu, certains secteurs de la banque d'investissement pourraient paradoxalement se retrouver bénéficiaires du durcissement des règles en capital. Si les banques commerciales devaient être plus précautionneuses dans la distribution des crédits aux entreprises avec un coût de leur capital qui se renchérit du fait de l'augmentation des fonds propres prudentiels, les entreprises européennes n'auraient pas d'autre solution que de se tourner davantage vers les marchés primaires et les départements *equity capital markets* des banques d'investissement. Pour que ces activités à forte marge reprennent, il faut cependant que l'aversion au risque revienne vers des niveaux normaux et sans doute également que la croissance soit de retour. Les départements conseil et M&A (*mergers and acquisitions*) devraient également prendre le relais des activités de marché dans un contexte de restructuration des secteurs industriels. Les banques d'investissement

sont aujourd'hui concurrencées sur ce créneau par des maisons plus traditionnelles, à la taille et aux coûts plus réduits, exerçant exclusivement le métier de conseil. Il leur faudra donc mettre en avant leur avantage comparatif : le contact avec le monde des investisseurs institutionnels, ce qui constitue un argument de plus pour ne pas abandonner totalement toute forme de *trading*. Au-delà des investisseurs institutionnels traditionnels (fonds de pension, *asset managers...*), les banques d'investissement offriront aux entreprises une intermédiation avec l'univers des fonds souverains, réalisant la fonction qui aurait toujours dû être celle du système financier : canaliser l'épargne des bassins où elle est largement disponible vers l'investissement productif.

Ces scénarios stratégiques n'ont de sens que dans un contexte de reprise de la croissance dans les pays européens. Cette dernière, même dans les hypothèses les plus optimistes, devant rester modérée, on peut anticiper une réallocation géographique des banques d'investissement vers l'Asie, tant en raison des besoins de financement que de la capacité d'épargne. La question est alors de savoir si ce déplacement de l'activité des banques d'investissement se fera par une montée en puissance des institutions nord-américaines et européennes en Asie et même en Amérique latine ou bien autour d'acteurs locaux. Les banques asiatiques sont déjà très présentes sur le marché de l'emploi très qualifié, sollicitant de façon agressive les personnels touchés par la réglementation européenne sur les bonus.

Les banques d'investissement sont des entités possédant une extraordinaire capacité d'adaptation. Tant leur mode de financement que leurs méthodes de gestion des personnels traduisent une très grande flexibilité des facteurs de production. On peut sans peine imaginer qu'elles sauront s'adapter au nouveau contexte réglementaire, qu'elles feront évoluer leurs activités comme leurs produits et qu'elles continueront à exercer des métiers d'intermédiation et de conseil. Elles sauront également faire prévaloir leurs avantages comparatifs tant que le monde restera caractérisé par de forts excédents d'épargne et des besoins financiers importants des acteurs privés comme publics. Simplement, la réglementation les amènera opérer avec un moindre niveau de risque, donc vraisemblablement de rémunération.